

國立政治大學經營管理碩士學程
國際金融組碩士論文

我國上市、上櫃公司設置薪酬委員會
對企業績效與董事薪酬之影響

指導教授：周冠男博士

研究生：黃源福撰
中華民國 102 年 7 月

摘要

根據公開資訊觀測站「公司治理專區」揭露上市公司 2011 年度稅後虧損，惟董監事酬金卻反而增加之相關資訊，共有智寶、誠創、茂矽等 28 家上市公司 2011 年度虧損，但平均每位董監事酬金卻不減反增；另外，全台、龍邦董事酬金則高過 2011 年全公司總獲利。2011 年 03 月 18 日，行政院金融監督管理委員會證券期貨局依據增訂證券交易法第十四條之六條文，正式訂定發佈「股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」，規定上市／櫃、興櫃公司實收資本額 100 億元以上者，須於 2011 年 9 月 30 日前設置薪酬委員會 (Remuneration Committee)；未達 100 億元者則須於 2011 年 12 月 31 日前設置完成。本研究主要探討強制設置薪酬委員會對企業經營績效與董事薪酬水準之影響。設置薪酬委員會有助於企業績效之提升；在薪酬委員會監督下則會降低董事薪酬水準；且經營績效越高的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響也越大。

關鍵字：薪酬委員會、董事薪酬、企業績效。

目錄

摘要	i
目錄.....	ii
圖目錄	iv
表目錄	v
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究範圍與限制.....	3
第四節 論文架構.....	5
第二章 文獻探討及假說發展.....	7
第一節 文獻探討.....	7
第二節 假說建構.....	13
第三章 研究方法.....	14
第一節 研究方法.....	14
第二節 變數定義.....	15
第三節 資料來源與研究期間.....	19
第四章 實證分析.....	21
第一節 敘述性統計與相關係數分析.....	21
第二節 實證結果.....	29

第五章 結論與建議.....	41
第一節 研究結論.....	41
第二節 研究限制與未來建議.....	42
參考文獻.....	44



圖目錄

圖 1-1 研究議題體系圖.....	3
圖 1-2 研究流程圖.....	5
圖 1-3 薪資報酬委員會職責範圍.....	9



表目錄

表 3-1 樣本選取過程.....	20
表 4-1 敘述性統計資料—總樣本 (N=2449).....	22
表 4-2 敘述性統計資料—2010 年樣本 (N=1199).....	23
表 4-3 敘述性統計資料—2011 年樣本 (N=1250).....	24
表 4-4 平均數檢定.....	26
表 4-5 相關係數矩陣.....	28
表 4-6 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(ROE)之影響.....	30
表 4-7 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(ROA)之影響.....	31
表 4-8 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(EPS)之影響.....	32
表 4-9 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 ROE 為企業績效指標(Perf).....	34
表 4-10 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 ROA 為企業績效指標(Perf).....	35
表 4-11 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 EPS 為企業績效指標(Perf).....	36
表 4-12 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(ROE)連結性 之影響.....	38
表 4-13 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(ROA)連結 性之影響.....	39
表 4-14 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(EPS)連結性 之影響.....	40

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

2013 年 2 月 1 日工商時報報導，各上市公司實際發放董監酬金資訊，公開資訊觀測站完整揭露，共有智寶、誠創、茂矽等 28 家上市公司 2011 年度虧損，但平均每位董監事酬金卻不減反增；另外，全台、龍邦董事酬金則高過 2011 年全公司總獲利。

公開資訊觀測站「公司治理專區」揭露上市公司 2011 年度稅後虧損，惟董監事酬金卻反而增加之相關資訊，其中，公司發生虧損，平均每位董監事酬金卻逆勢增加者，共有 28 家公司。

另外，公司發生虧損，平均每位董監事加計兼任員工酬金逆勢增加者有 29 家。其中，以 2011 年度每股虧 1.98 元的智寶，平均每位董監配發董監酬金 60 萬元，較前年增加 45 萬元，增加金額最多。

惟若考慮加計兼任公司員工之酬金後，則以中環平均每位董監兼任員工之酬金達 275.6 萬元，較前年增加 179.8 萬元，增加最多。而 2011 年虧損的公司，平均每位董事配發酬金最高者為友達，EPS 負 6.94 元，平均每位董事酬金為 376.25 萬元。其次為 2011 年每股虧損 0.16 元的萬泰銀，平均每位董監酬金達 342.33 萬元。

也有部份公司雖然屬於獲利狀況，但董事酬金卻侵蝕掉所有獲利，其中，全台 2011 年獲利 2,117 萬元，董事酬金卻達 4,068 萬元，為公司總獲利的 1.92 倍，平均每位董事酬金達 58.11 萬元。另外，龍邦國際 2011 年獲利 6,905 萬元，發放董事酬金卻達 7,635 萬元，為公司獲利之 1.1 倍，平均每位董事酬金 152.7 萬元。

至於高額董事酬金部份，共有 16 家上市公司平均每位董事酬金逾千萬元，其中金融業 2 家、電子科技業 5 家、傳產 9 家，並以中信金平均每位董事酬金 2,485.5 萬元最高，其次分別為遠東新的 2,372.6 萬元和正新 2,306

萬元。

2011年03月18日，行政院金融監督管理委員會證券期貨局依據增訂證券交易法第十四條之六條文，正式訂定發佈「股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」，規定上市／櫃、興櫃公司實收資本額100億元以上者，須於2011年9月30日前設置薪酬委員會（Remuneration Committee）；未達100億元者則須於2011年12月31日前設置完成。

理論上，薪酬委員會的設置被認為是落實公司治理的關鍵，能協助健全公司高階經理人的考核和薪酬管理制度、完善公司治理結構；然此制度在台灣仍屬萌芽階段，無論是在對法律的解釋上、或是實際的運作上，尚有諸多需要被討論的地方。

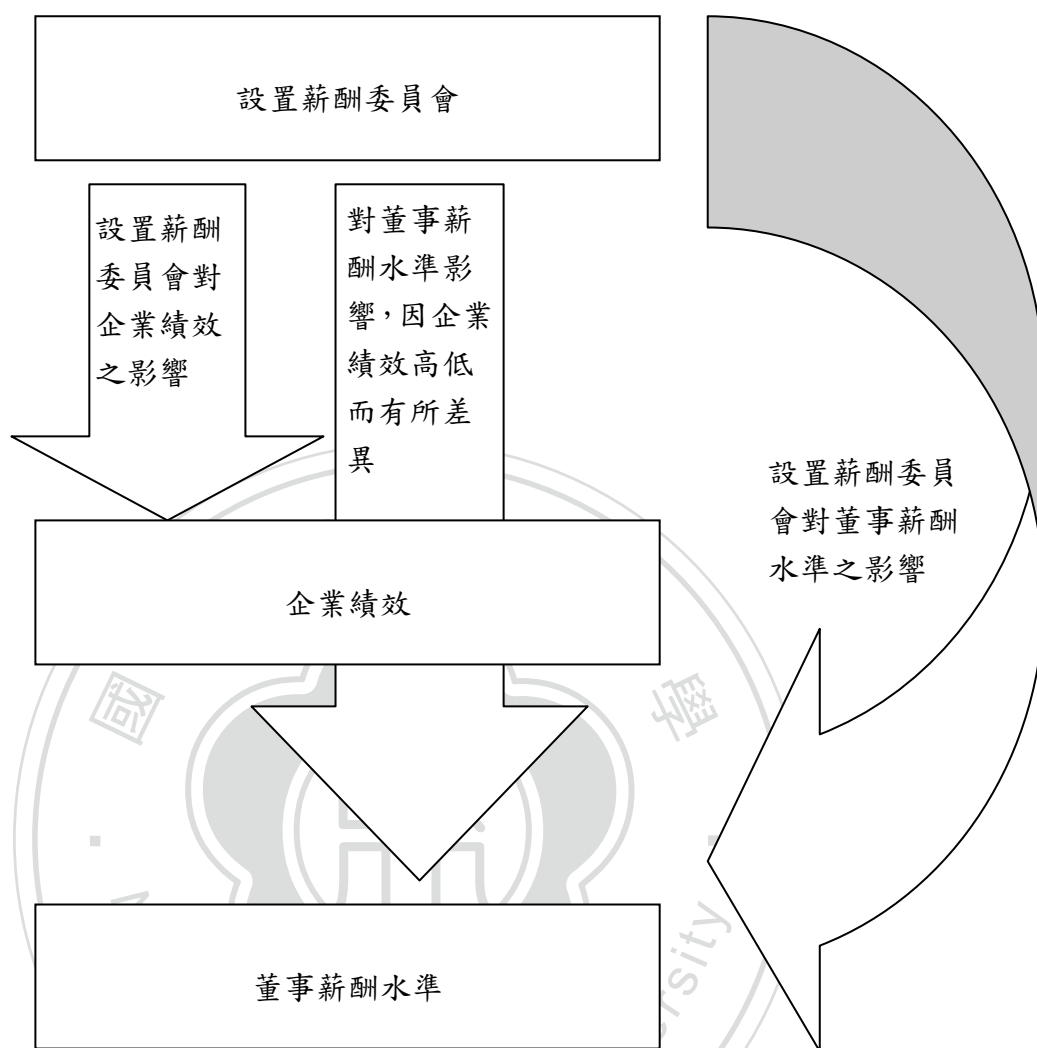
設置薪酬委員會的實證研究仍缺乏，筆者藉此機會進一步探討設置薪酬委員會對如何影響企業績效及董事薪酬水準，以及薪酬委員會設置對董事薪酬之影響，是否因企業績效高低而有所差異。

第二節 研究目的

本研究主要探討我國企業薪酬委員會機制對企業績效、董事薪酬水準之影響及董事薪酬績效連結性，其結果可供各界參考，並對政府和企業提出看法和建議。本研究的目的如下：

- 一、探討設置薪酬委員會對企業績效之影響？
- 二、探討設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響？
- 三、薪酬委員會設置對董事薪酬之影響，是否因企業績效高低而有所差異？

圖 1-1 研究議題體系圖



第三節 研究範圍與限制

一、研究範圍

研究對象以 2010 年及 2011 年所有上市上櫃公司為研究對象，上市、上櫃公司應於 2011 年底完成設置薪酬委員會。

二、研究限制

1. 政府引進、推行薪酬委員會機制至今，時間不長，故本研究的期間為 2010 年及 2011 年，為期 2 年。
2. 本研究基於人力與物力等無法掌握的因素限制及連續性和資料的完整性考量下，所選取的樣本必須資料齊全以供本研究之用，如詳細薪酬

委員會的資料。而無法掌握的因素如董事的能力，都會影響經營績效，不在本研究探討之內。

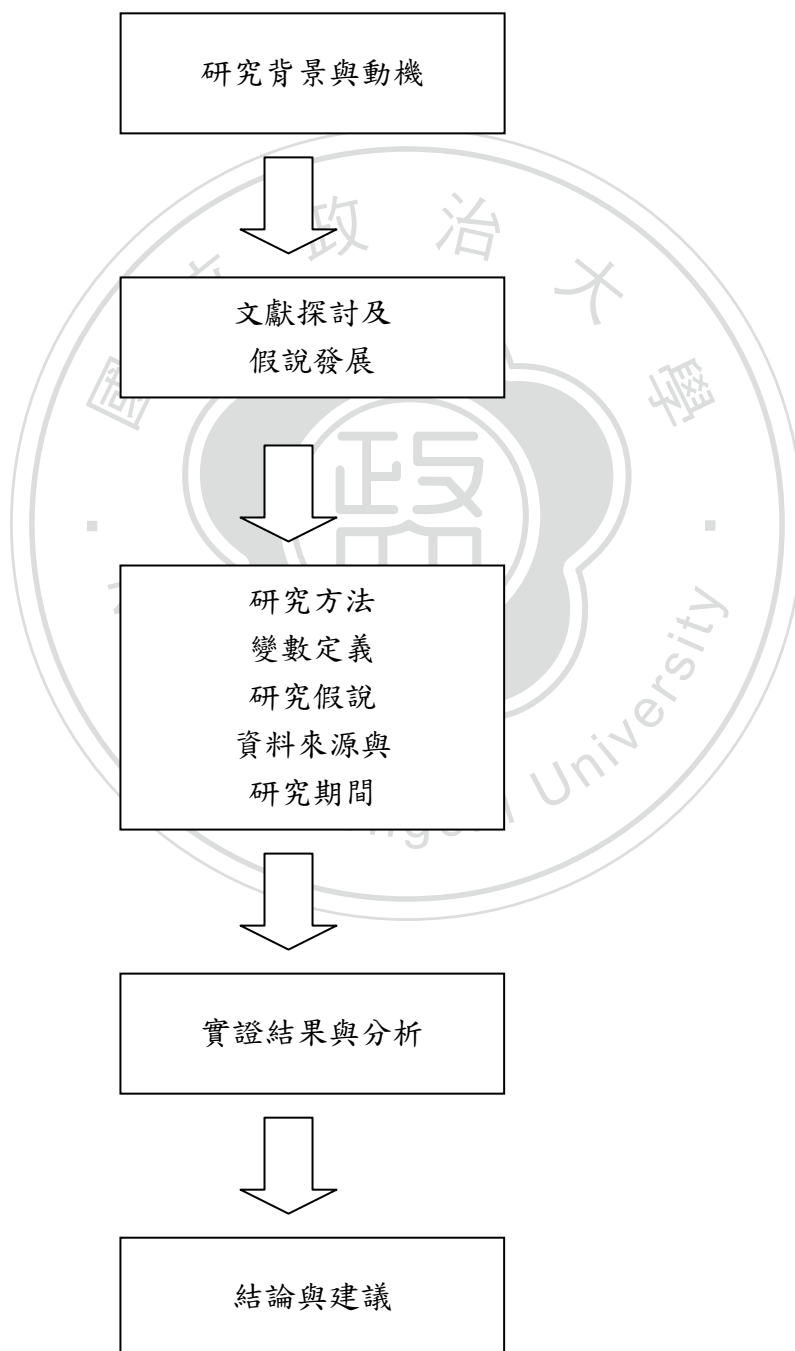
3. 本研究採用的指標是考量資料取得的完整性和限制等，它們僅包括資產報酬率（ROA）、淨值報酬率（ROE）、每股盈餘（EPS）等三項。



第四節 論文架構

本研究依據前述之研究動機與研究目的，進行相關文獻的彙總與整理，決定研究方法與研究架構，進行假說驗證與推論，再將實證結果呈現並分析，最後提出結論與建議。

圖 1-2 研究流程圖



本論文共分為五章，各章內容分述如下：

一、緒論

本章主要敘述研究背景與動機、研究目的、研究範圍和限制以及論文架構四部份。

二、文獻探討

本章主要探討我國薪酬委員會機制對企業績效、董事薪酬水準之影響及董事薪酬績效連結性研究。

三、研究方法

本章內容，敘述研究方法、變數定義、研究假說、資料來源與研究期間。

四、實證結果與分析

以台灣上市、上櫃公司為實證對象，探討薪酬委員會對企業績效、董事薪酬水準之影響及董事薪酬與企業績效連結性，並將樣本資料的各項結果分析、彙整，予以呈現和解釋。

五、結論與建議

根據研究過程中所得到的結果作彙總，提出本研究的成果與建議，供後續研究者及實務界在推動薪酬委員會機制的方向和建議。

第二章 文獻探討及假說發展

本研究主要目的是探討設置薪酬委員會機制與經營績效和董事薪酬的關聯性。本章節將依以下四個部份，逐步探討：一、我國薪酬委員會機制；二、薪酬委員會與企業績效關係之探討；三、薪酬委員會與董事薪酬關係之探討；四、薪酬委員會設置對董事薪酬之影響，是否因企業績效高低而有所差異。

第一節 文獻探討

一、我國薪酬委員會機制

相較於一年一度的股東會，學者皆認為薪酬委員會是評估董事、監察人及經理人薪酬是否合理之最佳機構。

謝易宏（2009）強調程序正當方向來討論薪酬委員會，他認為我國公司董事報酬由組織鬆散、專業度不整齊之股東會依章程規定決定，並未能強調公司績效應與股東利益間相互連動之核心價值，應設立獨立的薪酬委員會決定合理的薪酬結構，並將相關決策所涉考量過程揭露，形式及實質程序正當，則薪酬高低並非重點。

謝易宏（2009）以股東立場來出發討論，他認為公司股東相對於經營團隊的董事或高階經理人而言，顯然在營業資訊的汲取上居於「資訊不對稱」的弱勢地位。立法政策上究應如何配合「股東行動主義」，賦予公司股東對於經營團隊薪酬於定案前，得以表決表達意見的權利。薪酬委員會一年召開二次會議取得的資訊，已屬資訊不對稱，更何況是股東會承認之表決事項。

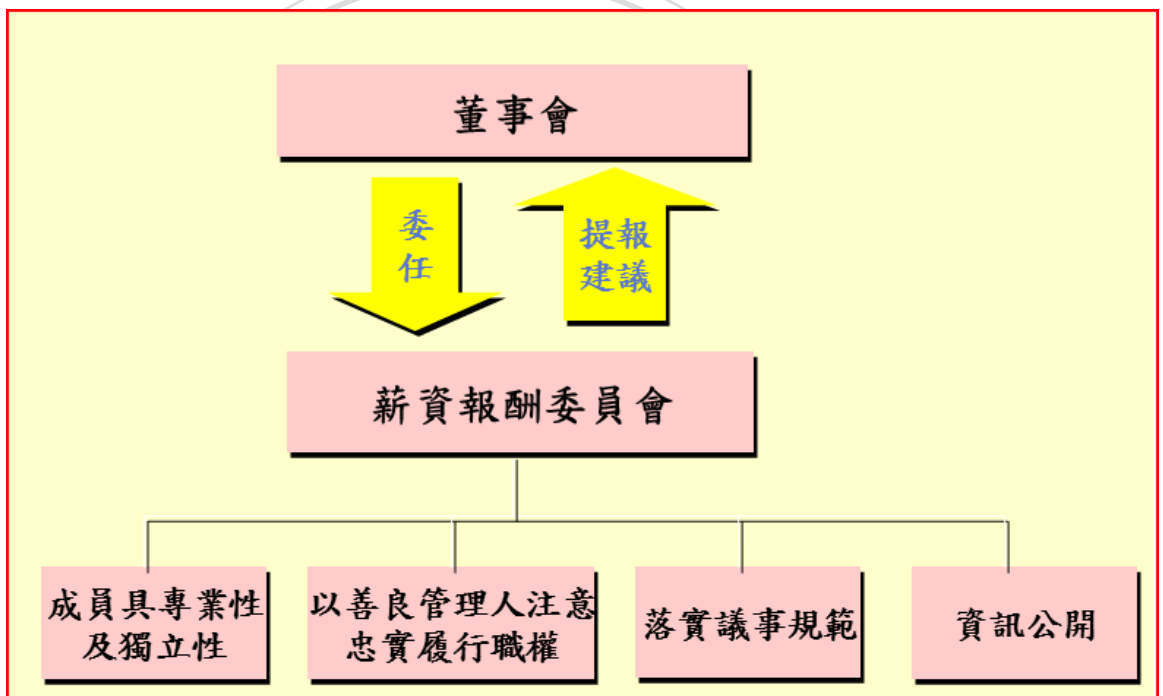
劉連煜（2010）認為公司法第 196 條之規定，股東會不得決議將報酬額委諸董事會決定，否則會違背公司治理原則，並違反公司法 196 條之規定而無效。而董事長、副董事長或常務董事所擔任之職責，較一般董事為重，而其報酬因貢獻度不同而不同。

2010.11.24 增訂證券交易法第 14 條之 6 第 1 項規定，股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪資報酬委員會。為使上市（櫃）及興櫃公司設置薪資報酬委員會有所遵循，依據證券交易法第 14 條之 6 第 1 項之授權規定，行政院金融監督管理委員會訂定「股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」（以下簡稱薪酬委員會職權辦法），規範內容包含薪資報酬委員會成員專業資格、所定職權之行使及相關應遵循事項，並於 2011 年 3 月 18 日發布施行，主要規範如下：

1. 適用對象：明定股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，應依本法及本辦法規定設置薪資報酬委員會。
2. 成員組織：薪資報酬委員會由董事會決議委任至少三人組成。薪資報酬委員會之成員因故解任，致人數不足三人者，應自事實發生之日起算三個月內召開董事會補行委任。
3. 專業資格：規範薪資報酬委員會成員之專業資格，並訂定其成員應解任之情形。
4. 獨立性：規範薪資報酬委員會成員之獨立性，惟本辦法施行之日起算三年衝期內，薪資報酬委員會三分之一以下成員不適用第 1 項第 2 款有關公司董事之規定，且該董事得不適用第 1 項第 1 款、第 5 款至第 7 款之規定。
5. 職權：所稱之薪資報酬，包括現金報酬、認股權、分紅入股、退休福利或離職給付、各項津貼及其他具有實質獎勵之措施；其範疇應與公開發行公司年報應行記載事項準則中有關董事、監察人及經理人酬金一致。
6. 召開時間：薪酬委員會每年至少須開會二次。
7. 召開方式：公司若有獨立董事者，薪酬委員會至少應有獨立董事一人參與，並由全體成員推舉獨立董事擔任召集人及會議主席。

8. 完成時間：上市櫃及興櫃公司實收資本額超過 100 億元者，須於 2011 年 9 月 30 日成立薪酬委員會，並於 2011 年 12 月 31 日前至少召開一次會議；未超過 100 億元者，須於 2011 年 12 月 31 日前成立，並得於 2011 年 12 月 31 日前不召開會議。
9. 獨立董事：實收資本額達 100 億元以上未滿 500 億元非屬金融業之上市櫃公司、已公開發行之證券投資信託事業及非屬上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商及上市（櫃）期貨商應設置獨立董事。

圖 1-3 薪資報酬委員會職責範圍



我國臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 2011 年 9 月 18 日訂定「○○股份有限公司薪資報酬委員會組織規程」參考範例第七條中列示薪資報酬委員會職責範圍及履行職權時應依據之原則如下：

本委員會應以善良管理人之注意，忠實履行下列職權，並將所提建議提交董事會討論。但有關監察人薪資報酬建議提交董事會討論，以監察人薪資報酬經公司章程訂明或股東會決議授權董事會辦理者為限：

1. 定期檢討本規程並提出修正建議。

2. 訂定並定期檢討本公司董事、監察人及經理人年度及長期之績效目標與薪資報酬之政策、制度、標準與結構。
3. 定期評估本公司董事、監察人及經理人之績效目標達成情形，並訂定其個別薪資報酬之內容及數額。

本委員會履行前項職權時，應依下列原則為之：

1. 確保公司之薪資報酬安排符合相關法令並足以吸引優秀人才。
2. 董事、監察人及經理人之績效評估及薪資報酬，應參考同業通常水準支給情形，並考量個人所投入之時間、所擔負之職責、達成個人目標情形、擔任其他職位表現、公司近年給予同等職位者之薪資報酬，暨由公司短期及長期業務目標之達成、公司財務狀況等評估個人表現與公司經營績效及未來風險之關連合理性。
3. 不應引導董事及經理人為追求薪資報酬而從事逾越公司風險胃納之行為。
4. 針對董事及高階經理人短期績效發放紅利之比例及部分變動薪資報酬支付時間，應考量行業特性及公司業務性質予以決定。
5. 本委員會成員對於其個人薪資報酬之決定，不得加入討論及表決。

前二項所稱之薪資報酬，包括現金報酬、認股權、分紅入股、退休福利或離職給付、各項津貼及其他具有實質獎勵之措施；其範疇應與公開發行公司年報應行記載事項準則中有關董事、監察人及經理人酬金一致。

本公司子公司之董事及經理人薪資報酬事項如依子公司分層負責執行事項須經本公司董事會核定者，應先經本委員會提出建議後，再提交董事會討論。

二、薪酬委員會與企業績效關係之探討

Fama (1980)、Antle and Smith (1986)、Ozkan (2008) 均指出，經營績效與高階管理者薪酬呈現強烈的正向關係。薪酬委員會經由訂定並定期檢討公司董事、監察人及經理人年度及長期之績效目標與薪資報酬之政

策、制度、標準與結構，並定期評估公司董事、監察人及經理人之績效目標達成情形，並訂定其個別薪資報酬之內容及數額，長期而言會提升企業經營績效。

李佳玲，李懿洋（2008）認為薪酬委員會應確立公司獎勵目標與長期績效之持續，透明化績效評估與獎勵之計算，在商業判斷原則下，尊重委員會的誠信決策，讓獎勵對內有公平性，對外有競爭性，因此薪酬委員會能達成改善經營結構，加強經營績效之治理目標。

三、薪酬委員會與董事薪酬關係之探討

薪酬委員會職權辦法第7條第3項規定，薪資報酬應包括現金報酬、認股權、分紅入股、退休福利或離職給付、各項津貼及其他具有實質獎勵之措施，且其範疇應與「公開發行公司年報應行記載事項準則」中有關董事、監察人及經理人酬金一致。

李怡瑩（2009）研究以2005年至2009年為樣本期間，以迴歸模型進行驗證，實證發現設置薪酬委員會的公司與高階經理人薪酬水準呈現顯著之正向關係，且亦正向調節高階經理人之薪酬績效連結性。意味設置薪酬委員會的公司會提高高階經理人的薪酬水準，且能促使經理人與股東利益一致，有助於提升公司績效。

李佳玲，李懿洋（2008）認為薪酬委員會能保障股東權益，揭露相關資訊，在公司治理精神下，信任與公平是獎勵制度的核心價值。經由外部獨立董事的參與，減少經營者自利行為。經由外部專家之參與，制定合理的獎勵，藉以保障股東權益，降低代理成本，達到獎勵之公平性。將充分揭露定調為薪酬委員會的積極義務，課予薪酬委員會有確保公司所有與獎勵有關揭露，均符合相關的揭露規範之責任，用以檢視公司獎勵執行是否符合公平對待股東，確保利害關係人權利，建立公司內部及外部對獎勵制度的信任，讓公司獎勵對外有競爭性。

鑑於美國「肥貓」一案，我國金管會強制規定所有上市櫃及興櫃公司

須設置薪酬委員會，公司治理的目的是兼顧利害關係人前提下，追求公司利益極大化，確保股東投資利益，董事與經理人為公司決策的重要決定者與執行者，適當的報酬制度設計，以誘發其行為符合股東利益，賦予薪酬委員會的主要權利義務與責任，加上獨立性規範之適用，乃期望薪酬委員會符合公司治理精神，在公司董事及經理人的薪酬設計扮演積極的角色，為防止事後爭議發生，應重在事前之預防，於董事會下設薪酬委員會發揮監督之機能。

四、薪酬委員會設置對董事薪酬之影響，是否因企業績效高低而有所差異

依據安侯建業聯合會計師事務所(KPMG)於2010年7月6日，公布針對國內約255家上市櫃公司及興櫃公司董監事及經理人的薪酬問卷部分調查內容。問卷調查結果顯示：未來薪委會主要成員且被賦予重責的獨立董事，去年平均董事酬勞（年薪）在新台幣50萬元以下。約近8成的公司，並未針對董監事及高階經理人之薪酬訂定書面的管理制度或辦法；僅不到1成的公司表示，董事會目前有定期討論董監事及高階經理人薪酬的機制，每年平均討論次數為1.3次左右。僅有3成5的公司表示，有訂定具體的績效評估指標，作為計算發放董監事或經理人的非固定薪資金額基準。當時國內上市櫃公司，以制度化、書面化方式來管理董監事及高階經理人薪酬仍屬少數，在決定薪酬的績效評估指標訂定方面，也未盡明確。

自2011年起，薪酬委員會定期評估董事、監察人及經理人之績效目標達成情形，並訂定其個別薪資報酬之內容及數額。為提供董事會更多資訊據以討論與決定董事、監察人及經理人之薪酬，薪酬委員會所提出之薪酬建議應詳列個人之績效達成情形、薪酬內容、數額等資料，「○○股份有限公司薪資報酬委員會組織規程」參考範例明定薪酬委員會應評估其績效目標達成情形以決定其薪酬，且薪酬建議應個別為之，並應明列其內容及數額，薪酬委員會的設置及有效運作將提高董事薪酬與績效連結性關係。

朱珊慧（2010），認為董事薪酬應達成兩項目標，首先，薪酬給付須與

績效連結，再者，薪酬給付須能連結董事與股東之利益。依此，於績效連結觀點上，高績效帶來的高報酬是可被接受的。重點在於報酬決策程序，審視董事是否達成公司目標及政策，並對其績效給於相當的評價而給予報酬，若於股東會與董事會中選擇決策機關，薪酬委員會具有較佳之職能以決定或評估董事之報酬。

李怡瑩（2009）研究以 2005 年至 2009 年為樣本期間，以迴歸模型進行驗證，實證發現設置薪酬委員會的公司與高階經理人薪酬水準呈現顯著之正向關係，且亦正向調節高階經理人之薪酬績效連結性。

李佳玲，李懿洋（2008）認為薪酬委員會能增加程序公平性，促進市場效率，明確規範公司獎酬的監督單位與獎酬政策訂定，建立獎酬的遊戲規則，讓獎酬的執行符合程序正當性，促使市場更透明更有效率。董事並在委員會策略性指導下，權責相符的獎酬制度，在注意義務的要求方面，薪酬委員必須在充分資訊基礎下，透過會計及法律專家的協助，審慎做出獎酬決策及建議案。在忠實意義的要求方面，薪酬委員在執行有關獎酬的決策或建議案時，應具有公正義務，以股東的利益考量為優先，避免利益衝突。經由注意義務及忠實義務之要求，使已盡義務者，不會受法律追究，使濫權者承擔應有之責任，建立起獨立積極且有效的獎酬監督系統。

第二節 假說建構

本節針對可能會影響企業經營績效及董事薪酬的因素，建立了三項假說，來驗證強制設置薪酬委員會對企業經營績效、董事薪酬及董事薪酬與企業績效關聯性程度。

研究假說一：設置薪酬委員會之公司企業績效將提升。

研究假說二：設置薪酬委員會之公司會降低董事薪酬。

研究假說三：經營績效越高的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響也越大。

第三章 研究方法

第一節 研究方法

本研究分成三大實證模型，首先探討設置薪酬委員會對企業績效之影響、其後探討設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，再者，探討不同經營績效的企業，設置薪酬委員會對提升董事薪酬水準的影響是否相同，並解釋模型各變數之定義。

研究假說一：設置薪酬委員會之公司企業績效將提升。

分別以淨值報酬率 (ROE)、總資產報酬率 (ROA) 及每股盈餘 (EPS) 為企業績效應變數，是否設置薪酬委員會 (CC) 為自變數，並輔以相關之控制變數，探討薪酬委員會機制與企業經營績效的關聯性程度。文獻上指出，許多公司特性會影響到企業績效，本研究參照相關文獻，將公司規模 (Size) (Demsetz and Lehn, 1985; 葉銀華、李存修與柯承恩, 2002)、公司成長率 (Growth) (Kaplan and Norton, 1996)、負債比率 (LEV) (Morck, Shleifer, and Vishny, 1988), 做為模型之控制變數。

Model 1：設置薪酬委員會會提升企業績效。

$$\text{Perf} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Growth} + \alpha_4 \text{LEV} + \varepsilon$$

舉例來說，若 α_1 之迴歸係數為顯著，則設置薪酬委員會會提升企業績效之假說將獲支持。

研究假說二：設置薪酬委員會之公司會降低董事薪酬。

研究假說三：經營績效越高的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響也越大。

本研究探討設置薪酬委員會對董事薪酬水準及不同經營績效的企業，設置薪酬委員會對提升董事薪酬水準的影響是否相同。以董事薪酬 (Comp) 為應變數，是否設置薪酬委員會 (CC)、企業經營績效 (Perf) 及是否設置薪酬委員會 (CC) 變數之虛擬變數與績效 (Perf) 之交乘項為自變數，並

輔以相關之控制變數，探討薪酬委員會機制與企業經營績效及董事薪酬之關聯性。文獻上指出，許多公司特性會影響到高階管理者薪酬，本研究參照相關文獻，將企業經營績效 (Perf) (Fama, 1980; Antle and Smith, 1986; Bushman, Indjejikian, and Smith 1996; Ozkan, 2008)、公司規模 (Size)、公司成長率 (Growth) (Smith and Watts, 1992; Gaver and Gaver, 1995)、負債比率 (LEV) (Ortiz-Molina, 2007) 做為模型之控制變數。

依照研究問題與假說之需要，本研究分別發展實證模式 Model 2 與 Model 3：

Model 2：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響。

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{Perf} + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 \text{Growth} + \alpha_5 \text{LEV} + \varepsilon$$

舉例來說，若 α_1 之迴歸係數為顯著，則設置薪酬委員會會降低董事薪酬水準之假說將獲支持。

Model 3：不同經營績效的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響是否相同。

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{CCX Perf} + \alpha_3 \text{Perf} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Growth} + \alpha_6 \text{LEV} + \varepsilon$$

舉例來說，若 α_2 之迴歸係數為顯著，則經營績效越高的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響也越大之假說將獲支持，係數 α_2 為是否設置薪酬委員會 (CC) 變數之虛擬變數與績效 (Perf) 之交乘項，而 $\alpha_2 \text{CCX Perf}$ 代表當 CC 為 1 時，亦即設置薪酬委員會時，企業績效與董事薪酬之關聯性。

第二節 變數定義

本研究的假說，將研究變數分為應變數 (企業經營績效及董事薪酬)、自變數 (是否設置薪酬委員會及經營績效變數) 及控制變數 (公司規模、公司成長率及負債比率) 三大類，說明如下：

一、應變數

1. 企業經營績效 (Perf)

以往研究衡量公司的整體經營績效多是採用會計利潤觀點作標準，如資產報酬率 (ROA)、淨值報酬率 (ROE)、每股盈餘 (EPS)、營業利益率 (OI)、應收帳款週轉率、存貨週轉率、Tobin's Q 值等一般性公認的指標。本研究所採用的指標是考量資料取得的完整性和限制，採行以下指標當作迴歸模型 Model 1 之應變數，其衡量方式如下：

(1) 淨值報酬率 (ROE) = 繼續營業部門純益 / 平均股東權益總額 X 100% - 當年度所有樣本平均淨值報酬率。

(2) 總資產報酬率 (ROA) = 稅後息前折舊前常續性淨利 / 平均資產總額 X 100% - 當年度所有樣本平均總資產報酬率。

(3) 每股盈餘 (EPS) = (稅後純益 - 特別股股利) / 普通股加權平均流通在外股數 - 當年度所有樣本平均每股盈餘。

2. 董事薪酬 (Comp)

公開資訊觀測之董事酬金資訊，係包括實際給付之報酬、退職金及業務執行費用及加計兼任員工領取相關酬金，並以全年 12 個月份，董監事在任的席次的平均數計算平均每位董事酬金。我國公開發行公司皆須依照行政院金融監督管理委員會所制訂的「公開發行公司年報應行記載事項準則」中董事、監察人及經理人薪酬之揭露附表為標準揭露格式，年報揭露項目包含：

(1) 董事酬金：董事酬金係包括當年支付之報酬、退職退休金及業務執行費用，以及次年支付前一年度盈餘分配之酬勞。

(2) 加計兼任員工酬金：加計兼任員工酬金係包括加計當年支付董事兼任總經理、副總經理、其他經理人及員工之薪資、獎金、特支費及退職退休金，以及次年支付前一年度盈餘分配之員工紅利。

(3) 平均每位董事酬金：平均每位酬金係依據酬金所屬年度 1-12 月董事本人在任席次平均數計算。

(4) 領取來自子公司以外轉投資事業酬金：領取來自子公司以外轉投資事業酬金係 2011 年公司董監事擔任子公司以外轉投資事業之董事、監察人或經理人等身分所領取之報酬、酬勞、員工紅利及業務執行費用等相關酬金。

本研究以各家上市（櫃）公司於公開資訊觀測站「公司治理專區」揭露之平均每位董事酬金（包含董事酬金及加計兼任員工領取相關酬金但不包括領取來自子公司以外轉投資事業酬金）為基準，採平均每位董事薪酬取自然對數之衡量方式，當作迴歸模型 Model 2 及 Model 3 之應變數，其衡量方式如下：

董事薪酬 (Comp) = Ln (董事薪酬)

二、自變數

1. 薪酬委員會 (CC)

若公司設置薪酬委員會，則 CC=1，若無設置，則 CC=0，由於金管會強制要求上市、上櫃公司應於 2011 年底設薪酬委員會，因此 2011 年 CC=1，2010 年則為 CC=0

2. 企業經營績效 (Perf)

Fama (1980)、Antle and Smith (1986)、Ozkan (2008) 均指出，經營績效與高階管理者薪酬呈現強烈的正向關係。但亦有部分研究指出，經營績效與高階管理者薪酬僅具有邊際顯著的正向關係，甚至呈反向關係 (e.g., Bushman, Indjejikian, and Smith 1996)。本研究將企業績效當作迴歸模型 Model 2 及 Model 3 之自變數，分別以淨值報酬率 (ROE)、稅後息前總資產報酬率 (ROA) 及員工分紅費用化每股盈餘 (EPS) 衡量，定義如前述。

三、控制變數

1. 公司規模 (Size)

當公司規模愈大，可在營運、行銷及財務等各方面達到規模經濟，以提升公司經營績效，增加公司價值。Demsetz and Lehn (1985) 指出，公司

規模與企業經營績效呈正向關係。葉銀華等（2002）亦認為公司規模與 ROE、ROA、Tobin's Q 呈正向關係。文獻中衡量公司規模之方式不盡相同，包括採用員工人數、帳面價值取自然對數，及公司資產市值取自然對數。本研究以帳面價值取自然對數作為公司規模之代理變數，當作迴歸模型 Model 1~Model 3 之控制變數，其衡量方式如下：

公司規模 (Size) = Ln (公司期末總資產)

公司規模係資產總額（係指企業過去的交易或其他事項所形成的、由企業擁有或控制、預期會給企業帶來經濟效益的資源。=流動資產 +長期投資 +固定資產 +其他資產）

2. 公司成長率 (Growth)

公司價值是由目前資產價值與未來成長機會所組成，而成長愈快之公司其企業經營績效與股票報酬也相對較高。Smith and Watts (1992) 視公司成長機會為影響經理人薪資中誘因強度的重要變數：當公司成長機會高時，無形的成長機會在公司價值中佔有較高的比例，此時具有專業知識的經理人與股東間的資訊不對稱程度會擴大，而誘因契約的使用及誘因強度的提高將有助於舒緩因成長機會高而加劇的代理問題。本研究參考 Kaplan and Norton (1996)、洪玉舜與王泰昌 (2005) 以營收成長率作為公司未來成長機會的代理變數，當作各迴歸模型之控制變數，衡量方式如下：

公司成長率 (Growth) = (營業收入淨額 - 前期營業收入淨額) / 前期營業收入淨額 X100%

3. 負債比率 (LEV)

當公司負債比率愈高，舉債能力受到限制將影響企業所能選擇之未來營運策略，以及企業給予薪酬的方式。Morck et al. (1988) 指出，利息除會減少企業盈餘外，其稅盾效果會使經理人傾向選擇高風險計劃而降低公司價值。Ortiz-Molina (2007) 研究 CEO 薪酬與企業財務結構之關連，指出薪酬績效敏感性隨一般債負債比例而下降，但隨可轉債比例而上升，其

結論企業會犧牲一些股東與經理人間利益一致誘因，以減少股東與債權人之利益衝突。He (2009) 亦指出，企業規模、財務槓桿與高階管理者薪酬績效連結性存在關連。為避免負債比率影響本研究實證結果，本研究將負債比率列為各模型之控制變數。而負債比率的定義如下：

負債比率 (LEV) = 期末總負債 / 期末總資產 X 100%

第三節 資料來源與研究期間

依據本研究的研究目的、文獻探討、研究假說，利用迴歸式來從事實證的部份。本節主要說明樣本選取的方式。

一、資料來源

本研究將 2010 到 2011 年之國內上市（櫃）公司作為研究樣本，主要資料來源為台灣經濟新報社資料庫及公開資訊觀測站。

公司財務資料：主要取自台灣經濟新報社之財務資料庫。以母子公司合併資料為準，如樣本公司資料有缺，再佐以母公司之單獨資料予以補齊。

董事薪酬：公開資訊觀測站「公司治理專區」揭露之董監事酬金相關資訊，公司合併報表董事酬金相關資訊，平均每位董事酬金加計兼任員工酬金但不包括領取來自子公司以外轉投資事業酬金。

二、研究期間與樣本選取

本研究針對 2010 到 2011 年在公開資訊觀測站上，依照「臺灣證券交易所股份有限公司審閱上市公司財務報告作業程序」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心審閱上櫃公司財務報告作業程序」揭露其年度財務報表之上市（櫃）公司，蒐集相關資料並分析設置薪酬委員會對企業績效與董事薪酬之影響。

在樣本的選取上，排除產業特性較為特殊之金融業、證券業及保險業公司。表 3-1 說明樣本選取過程。由表 3-1 可知，原始觀察值為 2,594 筆，扣除金融業 132 筆、及極端值 13 筆後 最終研究樣本計 2,449 個觀察值。

表 3-1 樣本選取過程

	2010	2011	合計
上市上櫃公司	1,277	1,317	2,594
金融業	68	64	132
極端值	10	3	13
樣本數	1,199	1,250	2,449



第四章 實證分析

本章首先說明敘述性統計分析與相關係數分析結果，接著依序說明薪酬委員會機制對企業績效與董事薪酬影響之迴歸分析。

第一節 敘述性統計與相關係數分析

一、敘述性統計

由表 4-1 敘述性統計資料—總樣本 (N=2449) 可知，董事薪酬(Comp) 平均數為 3,298 仟元，中位數為僅 1,923 仟元，大多數公司傾向給予較高之董事薪酬，最高值則為宏碁公司 2011 年董事薪酬 233,759 仟元，宏碁公司 2011 年稅後虧損 6,601,967 仟元，也因此引發不少討論，實際上如果扣除加計兼任員工酬金則宏碁公司董事薪酬僅 120 仟元。。

公司規模(Size)平均數為 20,590 仟元，中位數為 3,927 仟元；公司成長率(Growth) 平均數為 15.39%，中位數為 9.4%；負債比率(LEV) 平均數為 41.61%，中位數為 41.35%；淨值報酬率(ROE) 平均數為 7.17%，中位數為 8.59%；總資產報酬率(ROA) 平均數為 7.67%，中位數為 7.45%；每股盈餘(EPS) 平均數為 2.07 元，中位數為 1.46 元。

分別來看 2010 年與 2011 年之樣本，由表 4-2 敘述性統計資料—2010 年樣本 (N=1199) 可知，董事薪酬(Comp)平均數為 3,346 仟元，中位數為 1,938 仟元，大多數公司傾向給予較高之董事薪酬，最高值則為宏碁公司董事薪酬 67,279 仟元，如果扣除加計兼任員工酬金則宏碁公司董事薪酬 3,954 仟元，2010 年董事薪酬次高則為台積電 62,506 仟元。由表 4-3 敘述性統計資料—2011 年樣本 (N=1250) 可知，董事薪酬(Comp)平均數為 3,253 仟元，中位數為 1,919 仟元，大多數公司傾向給予較高之董事薪酬，最高值則為宏碁公司董事薪酬 233,759 仟元，如果扣除加計兼任員工酬金則宏碁公司董事薪酬 120 仟元，2011 年董事薪酬次高則為日月光 60,046 仟元。

表 4-1 敘述性統計資料—總樣本 (N=2449)

	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
Comp (仟元)	3,298	6,793	1,923	233,759	168
Size (仟元)	20,590	77,182	3,927	1,730,311	41
Growth (%)	15.39	36.90	9.40	296.61	-97.86
LEV (%)	41.61	17.20	41.35	97.82	1.73
ROE (%)	7.17	17.48	8.59	112.36	-171.02
ROA (%)	7.67	8.72	7.45	59.25	-61.19
EPS (元)	2.07	3.94	1.46	73.32	-11.50

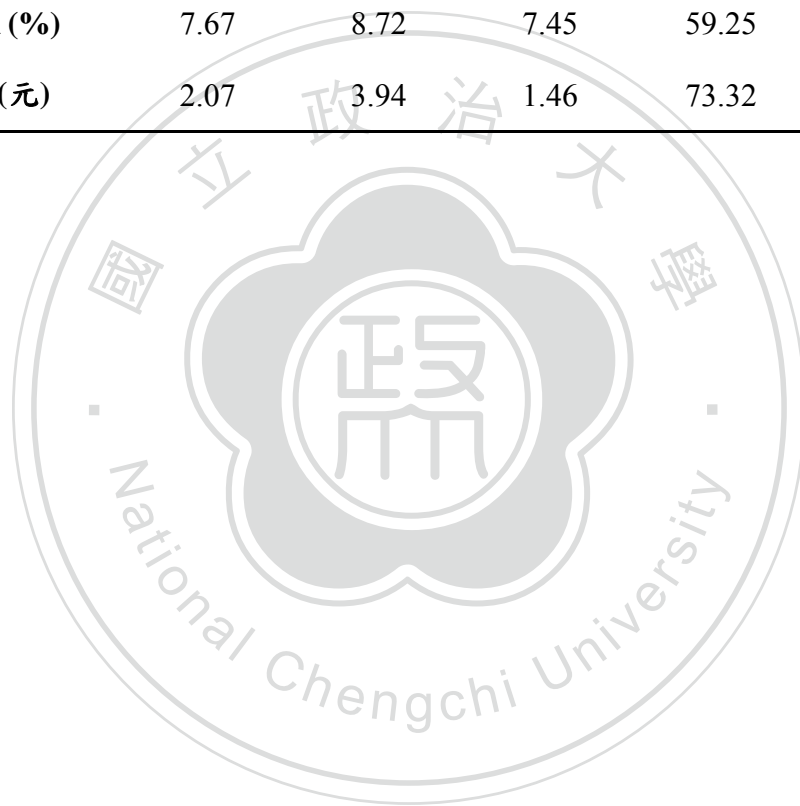


表 4-2 敘述性統計資料—2010 年樣本 (N=1199)

	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
Comp(仟元)	3,346	5,267	1,938	67,279	0
Size(仟元)	20,123	73,402	3,905	1,380,532	46
Growth (%)	27.03	38.47	21.90	296.61	-97.20
LEV (%)	41.58	17.03	41.13	96.19	2.35
ROE (%)	9.10	16.95	9.63	112.36	-156.95
ROA (%)	8.60	8.68	8.20	59.25	-46.67
EPS (元)	2.33	3.67	1.65	48.49	-11.50

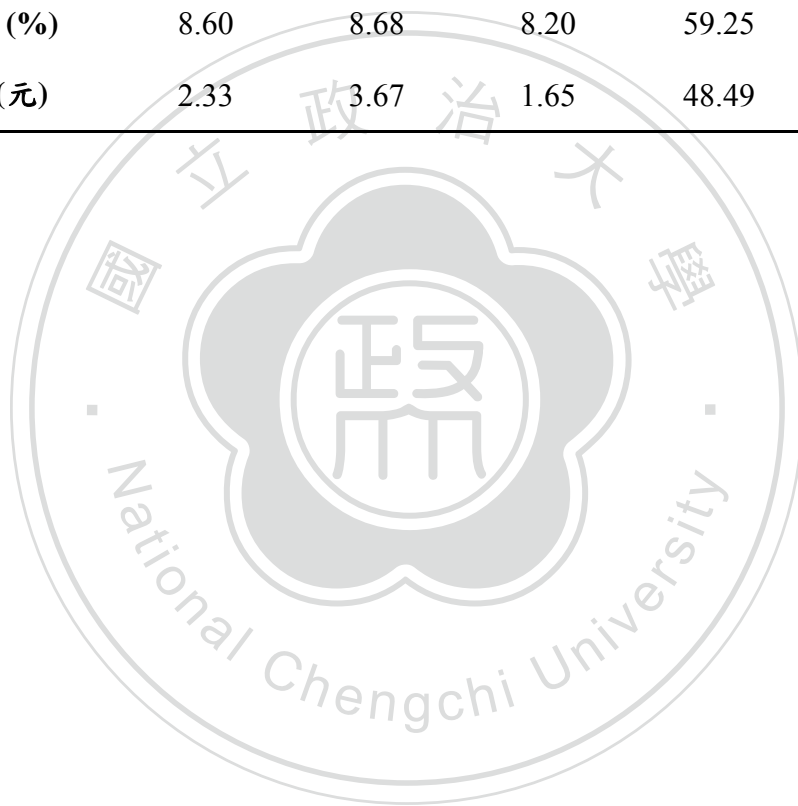


表 4-3 敘述性統計資料—2011 年樣本 (N=1250)

	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
Comp(仟元)	3,253	7,989	1,919	233,759	0
Size(仟元)	21,038	80,669	4,037	1,730,311	41
Growth (%)	4.24	31.54	2.05	290.68	-97.86
LEV (%)	41.64	17.36	41.59	97.82	1.73
ROE (%)	5.33	17.80	7.02	70.34	-171.02
ROA (%)	6.78	8.66	6.82	43.67	-61.19
EPS (元)	1.81	4.16	1.22	73.32	-11.22

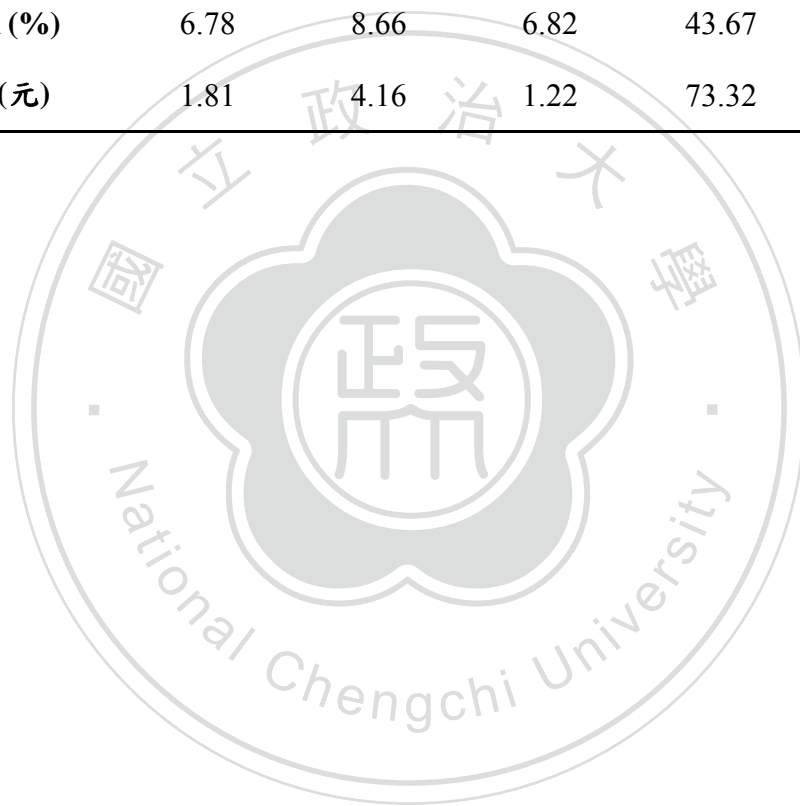


表 4-4 平均數檢定為檢視有設置薪酬委員會與無設置薪酬委員會的公司，其各項變數間平均數的差異，結果顯示有設置薪酬委員會公司之董事薪酬(Comp)平均數為 3,253 仟元，較無設置薪酬委員會公司之董事薪酬(Comp)平均數為 3,346 仟元為低，有設置薪酬委員會公司之規模(Size)平均數為 21,038 仟元，較無設置薪酬委員會公司之規模(Size)平均數 20,123 仟元，差距並不大，但有設置薪酬委員會公司之成長率(Growth) 平均數為 4.24%、淨值報酬率(ROE) 平均數為 5.33%、總資產報酬率(ROA) 平均數為 6.78%、每股盈餘(EPS) 平均數為 1.81 元，均較無設置薪酬委員會的公司為低，主係行政院金融監督管理委員會強制規定所有上市／櫃、興櫃公司須於 2011 年 12 月 31 日前設置完成薪酬委員會，但由於面板、太陽能產品、LED 產品和 DRAM 價格下跌、油價上漲及歐債影響，上市、上櫃公司 2011 年度成長率、淨值報酬率、總資產報酬率及每股盈餘(EPS)，均較 2010 年度為低。

表 4-4 平均數檢定

	有薪酬委員會	無薪酬委員會	t-test (z-test)
	Mean (median)	Mean (median)	
Comp(仟元)	3,253 (1,919)	3,346 (1,938)	0.34 (1.11)
Size(仟元)	21,038 (4,037)	20,123 (3,905)	-0.29 (-0.37)
Growth (%)	4.24 (2.05)	27.03 (21.90)	16.06*** (19.44)
LEV (%)	41.64 (41.59)	41.58 (41.13)	-0.08 (-0.18)
ROE (%)	5.33 (7.02)	9.10 (9.63)	5.36*** (6.61)
ROA (%)	6.78 (6.82)	8.60 (8.20)	5.19*** (5.67)
EPS (元)	1.81 (1.22)	2.33 (1.65)	3.27*** (4.98)

***表 1%顯著水準

二、相關係數分析

表 4-5 相關係數矩陣列示了 Pearson 相關係數表。其中淨值報酬率(ROE)及總資產報酬率(ROA)與是否設置薪酬委員會(CC)呈顯著正相關，符合研究假說一之預期，設置薪酬委員會之公司企業績效將提升。

董事薪酬(Comp)與是否設置薪酬委員會(CC)呈顯著負相關，支持研究假說二之預期，設置薪酬委員會之公司會降低董事薪酬水準。董事薪酬(Comp)與公司規模(Size)、公司成長率(Growth)及負債比率(LEV)、淨值報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)、每股盈餘(EPS)均呈顯著正相關。

董事薪酬(Comp)與交乘項 $CC*ROE$ 、 $CC*ROA$ 、 $CC*EPS$ 呈顯著正相關，不符合研究假說三之預期，經營績效越高的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響也越大。

觀察表 4-5，相關係數皆未超過 0.8，初步判斷應無嚴重共線性問題之疑慮。為進一步探討相對決定因素，以下進一步以迴歸方程式測試各相關變數之相對解釋能力。

表 4-5 相關係數矩陣

	Comp	CC	Size	Growth	LEV	ROE	ROA	EPS	CC*	CC*	CC*
									ROE	ROA	EPS
Comp	1.0000										
CC	-0.0286	1.0000									
Size	0.5092	0.0085	1.0000								
growth	0.0839	-0.3088	0.0824	1.0000							
LEV	0.0833	0.0016	0.3246	0.1043	1.0000						
ROE	0.2891	0.0015	0.1812	0.3198	-0.1360	1.0000					
ROA	0.2729	0.0004	0.1782	0.3167	-0.1673	0.8085	1.0000				
EPS	0.3000	-0.0006	0.2180	0.2643	-0.0804	0.6844	0.6587	1.0000			
CC*ROE	0.1884	-0.0023	0.1179	0.2170	-0.1128	0.7313	0.5695	0.5041	1.0000		
CC*ROA	0.1686	0.0001	0.1188	0.1992	-0.1156	0.5837	0.7135	0.4795	0.7981	1.0000	
CC*EPS	0.1925	-0.0007	0.1423	0.1861	-0.0522	0.4871	0.4521	0.7568	0.6661	0.6336	1.000

第二節 實證結果

表 4-6~表 4-8 探討設置薪酬委員會對企業績效之影響，分別以淨值報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)、每股盈餘(EPS)為企業績效應變數，而 VIF 值均小於 10，應無共線性之疑慮。本研究假說一，設置薪酬委員會之公司會提升企業績效，由表 4-6~表 4-8 可知，實證結果符合假說。

表 4-6 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(ROE)之影響，分析結果顯示設置薪酬委員會(CC)係數為 3.873，VIF 值 1.108，達 1%顯著水準並呈現正向關係，表 4-7 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(ROA)之影響，分析結果顯示設置薪酬委員會(CC)係數為 1.909，VIF 值 1.108，達 1%顯著水準並呈現正向關係，表 4-8 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(EPS)之影響，分析結果顯示設置薪酬委員會(CC)係數為 0.685，VIF 值 1.118，達 1%顯著水準並呈現正向關係，表示設置薪酬委員會之公司會提升企業績效，實證結果符合假說。

其他控制變數方面，公司規模(Size)及公司成長率(Growth)均達 1%顯著水準並呈正相關。負債比率(LEV) 則達 1%顯著水準並呈顯負相關。

表 4-6 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(ROE)之影響

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 CC + \alpha_2 Size + \alpha_3 Growth + \alpha_4 LEV + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables : ROE	VIF
Intercept	-36.716*** (-10.84)	
CC	3.873*** (5.82)	1.108
Size	2.764*** (12.01)	1.122
Growth	0.170*** (18.74)	1.123
LEV	-0.252*** (-12.90)	1.126
Adj-R²	0.1901	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-7 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(ROA)之影響

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 CC + \alpha_2 Size + \alpha_3 Growth + \alpha_4 LEV + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables : ROA	VIF
Intercept	-18.283*** (-10.91)	
CC	1.909*** (5.80)	1.108
Size	1.426*** (12.53)	1.122
Growth	0.085*** (18.85)	1.123
LEV	-0.143*** (-14.77)	1.126
Adj-R²	0.2029	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-8 迴歸模型：設置薪酬委員會對企業績效(EPS)之影響

$$EPS = \alpha_0 + \alpha_1 CC + \alpha_2 Size + \alpha_3 Growth + \alpha_4 LEV + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables : EPS	VIF
Intercept	-9.624*** (-12.25)	
CC	0.685*** (4.44)	1.118
Size	0.692*** (12.96)	1.117
Growth	0.031*** (14.67)	1.128
LEV	-0.044*** (-9.79)	1.121
Adj-R²	0.1467	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-9~表 4-11 探討設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，分別以淨值報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)、每股盈餘(EPS)為企業績效(Perf)自變數，而 VIF 值均小於 10，應無共線性之疑慮。本研究假說二，設置設置薪酬委員會之公司會降低董事薪酬水準，由表 4-9~表 4-11 可知，實證結果支持假說，在薪酬委員會監督下，會降低董事之薪酬水準。

表 4-9 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 ROE 為企業績效指標(Perf)，分析結果顯示設置薪酬委員會(CC)係數為-0.104，VIF 值 1.123，達 5%顯著水準並呈現負向關係，表 4-10 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 ROA 為企業績效指標(Perf)，分析結果顯示設置薪酬委員會(CC)係數為-0.099，VIF 值 1.123，達 1%顯著水準並呈現負向關係，表 4-11 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 EPS 為企業績效指標(Perf)，分析結果顯示設置薪酬委員會(CC)係數為-0.090，VIF 值 1.117，達 5%顯著水準並呈現負向關係，表示設置設置薪酬委員會之公司會降低董事薪酬水準，實證結果支持假說。

其他控制變數方面，公司規模(Size)均達 1%顯著水準並呈正相關。公司成長率(Growth)則無明顯相關，負債比率(LEV) 則達 5%顯著水準並呈顯負相關。

表 4-9 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 ROE 為企業績效指標(Perf)

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{ROE} + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 \text{Growth} + \alpha_5 \text{LEV} + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables	VIF
Intercept	8.234*** (35.97)	
CC	-0.104** (-2.36)	1.123
ROE	0.015*** (10.86)	1.237
Size	0.416*** (26.60)	1.188
Growth	-0.001 (-1.57)	1.284
LEV	-0.003** (-2.41)	1.203
Adj-R²	0.3018	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-10 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 ROA 為企業績效指標(Perf)

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{ROA} + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 \text{Growth} + \alpha_5 \text{LEV} + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables	VIF
Intercept	8.185*** (35.59)	
CC	-0.099*** (-2.22)	1.123
ROA	0.026*** (9.75)	1.257
Size	0.418*** (26.57)	1.194
Growth	-0.001 (-1.21)	1.286
LEV	-0.003** (-2.29)	1.227
Adj-R²	0.2955	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-11 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬水準之影響，採用 EPS 為企業績效指標(Perf)

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{EPS} + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 \text{Growth} + \alpha_5 \text{LEV} + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables	VIF
Intercept	8.284*** (35.91)	
CC	-0.090** (-2.03)	1.117
EPS	0.061*** (10.49)	1.174
Size	0.414*** (26.32)	1.199
Growth	-0.0004 (-0.65)	1.222
LEV	-0.004*** (-3.18)	1.170
Adj-R²	0.2996	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-12~表 4-14 探討設置薪酬委員會對董事薪酬水準與企業績效(Perf)連結性之影響，分別以淨值報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)、每股盈餘(EPS)為企業績效應(Perf)自變數，而 VIF 值均小於 10，應無共線性之疑慮。本研究假說三，不同績效表現之企業，設置薪酬委員會後對董事薪酬與績效連結性之影響，企業績效表現較佳之公司，設置薪酬委員會後，對降低董事薪酬之影響高於企業績效表現較差之公司。由表 4-12~表 4-14 可知，實證結果支持假說，換言之，經營績效越高的企業，在設置薪酬委員會後，對降低董事薪酬水準的影響也越大。

表 4-12 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(ROE)連結性之影響，分析結果顯示設置薪酬委員會與企業績效交乘項(CCXPerf)係數為-0.004，VIF 值 2.153，未達顯著相關水準，表 4-13 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(ROA)連結性之影響，分析結果顯示設置薪酬委員會與企業績效交乘項(CCXPerf)係數為-0.009，VIF 值 2.042，達 10%顯著水準並呈現負向關係，表 4-14 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(EPS)連結性之影響，分析結果顯示設置薪酬委員會與企業績效交乘項(CCXPerf)係數為-0.023，VIF 值 2.347，達 5%顯著水準並呈現負向關係，表示企業績效表現較佳之公司，設置薪酬委員會後，反而降低董事薪酬與企業績效之連結性，實證結果支持假說。

其他控制變數方面，公司規模(Size)均達 1%顯著水準並呈正相關。公司成長率(Growth)則無明顯相關，負債比率(LEV) 則達 5%顯著水準並呈顯負相關。

表 4-12 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(ROE)連結性之影響

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{CC} \times \text{ROE} + \alpha_3 \text{ROE} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Growth} + \alpha_6 \text{LEV} + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables	VIF
Intercept	8.242*** (36.00)	
CC	-0.105** (-2.38)	1.123
CC*ROE	-0.004 (-1.48)	2.153
ROE	0.016*** (8.81)	2.414
Size	0.415*** (26.58)	1.188
Growth	-0.001 (-1.61)	1.285
LEV	-0.003** (-2.42)	1.203
Adj-R²	0.3021	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-13 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(ROA)連結性之影響

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{CC} \times \text{ROA} + \alpha_3 \text{ROA} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Growth} + \alpha_6 \text{LEV} + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables	VIF
Intercept	8.192*** (35.63)	
CC	-0.100** (-2.25)	1.123
CC*ROA	-0.009* (-1.90)	2.042
ROA	0.031*** (8.44)	2.343
Size	0.418*** (26.54)	1.194
Growth	-0.001 (-1.29)	1.289
LEV	-0.003** (-2.25)	1.227
Adj-R²	0.2962	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

表 4-14 迴歸模型：設置薪酬委員會對董事薪酬與績效(EPS)連結性之影響

$$\text{Comp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CC} + \alpha_2 \text{CCX EPS} + \alpha_3 \text{EPS} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Growth} + \alpha_6 \text{LEV} + \varepsilon$$

Independent variables	Dependent variables	VIF
Intercept	8.303*** (35.99)	
CC	-0.090** (-2.05)	1.117
CC*EPS	-0.023** (-2.10)	2.347
EPS	0.074*** (8.65)	2.566
Size	0.413*** (26.23)	1.201
Growth	-0.0004 (-0.71)	1.222
LEV	-0.004*** (-3.11)	1.171
Adj-R²	0.3006	
Prob>F	<.0001	
N	2449	

***, **, * 分別代表 1%, 5%, 10% 之顯著水準

() 內的值表示為 t 值

第五章 結論與建議

根據第四章實證結果與分析，歸納本研究之結論，最後提出本研究的看法與建議，作為後續研究者及實務界在推動薪酬委員會機制時作參考之用。

第一節 結論

證券櫃檯買賣中心副總經理朱竹元出席 KPMG 菁英論壇表示，有鑑於全球金融企業 2008-2009 年遭遇一連串的高風險衝擊，正是因為忽略企業長期經營、社會經營才導致企業遭受營運上的重大失敗，國外才有所謂的反肥貓條款的誕生，然而在台灣，現在看起來，好像只要是高階主管，或政府官員都被人說肥，實在是跳到黃河裡說不清，因為沒有明確評斷指標(薪酬委員會、獨立董事)所以，今天人云亦云，外界誰說誰肥、誰就肥，上市櫃公司、櫃買中心今天被人說肥，也沒辦法徹底澄清。有客觀的獨立董事，可以看到企業營運的盲點、實際監督，經營者要告訴大眾、小股東，我不是肥貓，要怎麼說？今天一直否定，也是口說無憑。現在主管機關推動薪酬委員會建立的目的就是要讓清者自清，告訴人家甚麼樣的水準是好的，因此，在薪資報酬委員會的評定項目中，董監酬勞必須評定。

本研究主要探討採行薪酬委員會機制與董事薪酬及企業經營績效的關聯性程度，希望可以提供薪酬委員會實際運作時之參考，經本研究的實證結果發現：

設置薪酬委員會有助於企業績效之提升；在薪酬委員會監督下則會降低董事薪酬水準；且經營績效越高的企業，設置薪酬委員會對降低董事薪酬水準的影響也越大。

第二節 研究限制與未來建議

一、研究限制

1. 政府引進、推行薪酬委員會機制至今，時間不長，故本研究的期間為 2010 年及 2011 年，為期 2 年。
2. 本研究基於人力與物力等無法掌握的因素限制及連續性和資料的完整性考量下，所選取的樣本必須資料齊全以供本研究之用。
3. 由於董事會成員組成、董事會會議效能、高階經理人經營能力等，諸多因素都會影響經營績效，不在本研究探討之內，因此未列入控制變數進行分析。
4. 本研究採用的指標是考量資料取得的完整性和限制等，它們僅包括資產報酬率（ROA）、淨值報酬率（ROE）、每股盈餘（EPS）等三項。

二、未來建議

上市櫃及興櫃公司實收資本額超過 100 億元者，須於 2011 年 9 月 30 日成立薪酬委員會，並於 2011 年 12 月 31 日前至少召開一次會議；未超過 100 億元者，須於 2011 年 12 月 31 日前成立，並得於 2011 年 12 月 31 日前不召開會議，因此大部份市櫃及興櫃公司之薪酬委員會於 2011 年 12 月 31 日前並未召開會議，可以想見我國強制設置薪委會之政策執行初期可能有實務上的困難，根據實證結果與分析，最後本研究提出一些看法與建議，作為後續研究者、業界或政府機關在推動薪酬委員會機制時作參考之用，如下所示：

1. 強化董監事獎酬管理制度

強制設置薪委會讓我國董監事薪酬決定機關從「名實不符」朝向「名實相符」之方向發展，上市櫃及興櫃公司從政策的法令遵循出發，落實以制度化、書面化方式來管理董監事及高階經理人薪酬，確實對董

監事及高階經理人之薪酬訂定書面的管理制度或辦法；

2. 落實董監事績效考核制度

未設置董監事績效考核制度之公司仍多，藉由薪委會定期討論董監事及高階經理人考核機制，重視公司內部薪酬安排的適切定位，訂定具體的績效評估指標，作為計算發放董監事或經理人的非固定薪資（如獎金、盈餘分配等）金額基準，以持續推動薪酬合理化；

3. 持續提升薪酬委員專業與獨立性

上市櫃及興櫃公司應確保薪委會成員獨立性及受託義務之確實履行、建立薪酬計畫之績效與風險的連結，藉由公司治理機制來降低代理成本，讓強制設置薪委會之政策對公司營運績效真正發揮正面影響。



參考文獻

一、中文文獻：

- 台灣證券暨期貨發展基金會，上市上櫃公司治理實務，民國 91 年。
- 朱珊慧，2010，薪酬委員會相關法律問題之研究，東吳大學，碩士論文。
- 林國全（2012），從強制設置薪酬委員會談起，月旦法學雜誌，202 期，頁 22-37。
- 李佳玲，李懿洋，從薪酬委員會看公司治理，會計研究月刊，第 272 期，2008 年 7 月，頁 84~85。
- 李怡瑩，2010，高階經理人薪酬與公司績效關係—薪酬委員會及專門委員會之調節效果，國立高雄應用科技大學，碩士論文。
- 李彥興、郭政弘、李坤璋（2011），薪酬委員會實務手冊，台北：財團法人中華公司治理協會。
- 洪玉舜、王泰昌，2005，高階主管薪酬與績效衡量指標關聯性影響因素之研究，2005 會計理論與實務研討會，國立台灣大學會計系。
- 鄧穎懋、李秀玲，薪酬委員會之功能及運作模式：評析證券交易法第 14 條之 6，朝陽商管評論，2012.06，第十一卷，第一期，69-85。
- 蔡昌憲，2012，評我國強制設置薪酬委員會之立法政策—從經濟分析及美國金融改革法談起，《中研院法學期刊》第 11 期（2012 年 9 月）。
- 戴銘昇（2011），薪資報酬委員會之組織與職權—兼評我國證券交易法 2010 年增訂之第 14 條之 6，證交資料，585 期，頁 31-55。
- 葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，商智文化。
- 劉連煜，現代公司法六版，新學林，385-386 頁，2010.09。
- 謝易宏，2009，「薪甘勤願--簡介美國「薪酬委員會」，月旦民商法，26 期：144~170 頁。

二、英文文獻：

- Antle, R., and A. Smith. 1986. An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research* 24(Spring): 1-39.
- Bushman, R., R. Indjejikian, and A. Smith. 1996. CEO compensation: the role of individual performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 21(2): 161-193.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Fama, E. 1980. Agency problems and theory of the firm. *The Journal of Political Economy* 88(2): 288-307.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1995. Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial Management* 24(1): 19-32.
- He, Z. 2009. A model of dynamic compensation and capital structure. AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.
- Kaplan, R. S., and D. P. Norton. 1996. Using the balanced scorecard as a strategic management system. *Harvard Business Review* (January-February): 74-85
- Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Finance Economics* 20: 293-315.
- Ortiz-Molina, H. 2007. Executive compensation and capital structure: the effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. *Journal of Accounting & Economics* 43(1): 69-93.
- Ozkan, N. 2008. CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data. Working Paper.

Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policy. *Journal of Financial Economics* 32(3): 263-292.

三、網頁資料：

公開資訊觀測站，<http://mops.tse.com.tw>

台灣證券交易所，<http://www.tse.com.tw>

尹慧中（2011），朱竹元：台灣的肥貓並不肥上市櫃設薪酬委員會薪事更透明，鉅亨網，2011年4月14日，

http://tw.stock.yahoo.com/news_content/url/d/a/110414/2/2jf7b.html

楊穆郁：「28家虧損 董監酬金不減反增」，工商時報，2013年2月1日。

<http://tw.news.yahoo.com/28%E5%AE%B6%E8%99%A7%E6%90%8D-%E8%91%A3%E7%9B%A3%E9%85%AC%E9%87%91%E4%B8%8D%E6%B8%9B%E5%8F%8D%E5%A2%9E-213000868--finance.html>