

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

家族企業接班薪酬制度
與財務績效之關聯

The Relationship between Executive Compensation
and Financial Performance in Family Firms
Succession

指導教授：林秀鳳博士

研究生：洪紫郡撰

中華民國一〇七年七月

家族企業接班薪酬制度與財務績效之關聯

指導教授：林秀鳳 博士

研究生：洪紫郡

學 號：G06430005

摘要

隨著時代更迭，曾經撐起台灣經濟的企業創辦人們，如今也紛紛邁入退休的階段，然而家族企業的獨特之處在於他們可以透過正式與非正式的治理機制影響企業的決策和績效，而完善的接班計劃，接班人選的薪酬設定尤其重要(Steve Seelig 2014)，且繼位者接班後的薪酬制度將會與財務績效有著裙帶關係，目前國內外文獻較多是探討家族企業與非家族企業 CEO 之薪酬差別，並且實證結果亦相當分歧，而國內以接班為研究主軸，從家族企業代際傳承視角，瞭解創辦人轉移經營權之激勵誘因佈局模式的研究更是付之闕如。

本研究以台灣公司，在 1998 年至 2017 年上市、上櫃、下市、下櫃經歷創辦人退位後接班之企業為樣本，研究期間為創辦人接班前一年，與接班後三年。採用普通最小平方法(Ordinary Least Squares)進行實證結果分析，比較後代子孫或專業經理人接班後之薪酬水準、薪酬比率，更進一步的使用結構方程模式(SEM)，探討接班人薪酬對企業財務績效的中介效果，觀察創始企業的接班採取的繼位者之薪酬佈局方式對於接班後的企業績效影響。

研究結果發現，後代子孫接班與薪酬水準為顯著正相關，且後代子孫接班與權益類別薪酬結構比率為顯著負相關，意即家族企業創辦人退位後，繼位者為後代子孫接班之薪酬水準會高於專業經理人，且權益類別薪酬比率會少於專業經理人。在公司績效方面若是以薪酬結構當中介效果，專業經理人繼位之權益類別薪酬績效動因優於後代子孫接班之固定薪酬績效動因，然而在市場績效方面，若是以薪酬結構為中介效果，本研究並未發現有影響。

關鍵字：創辦人、接班、薪酬水準、薪酬結構、公司績效、市場績效

The Relationship between Executive Compensation and Financial Performance in Family Business Succession

Advisor : Dr. Hsiu-Feng LIN
Graduate student : Tzu-Chun Hung
Student NO. : G06430005

Abstract

As time changes, the founders of family business who once have propped up Taiwan's economy are entering the retirement stage now. The compensation system outlined in a succession plan is particularly important (Steve Seelig 2014), and the compensation system after succession will have a nepotism with financial performance. At present, domestic and foreign literatures focus on the difference of CEO compensation between family and non-family firms. Yet, the difference and the empirical results are quite divergent. In Taiwan, taking the succession as the main axis of research, the research on the compensation incentive of the successor from the perspective of intergenerational inheritance of family business is even urgent.

This study is based on Taiwanese companies that went public from 1998 to 2017. The research period was the year before the founder took over and three years after the succession. Ordinary Least Squares (OLS) was employed to analyze the empirical results, compare the compensation level and compensation ratio of the founders' descendants or professional managers after they took over. SEM was further used to examine the impact of the mediation effect on the successor to the financial performance of the companies.

The results of the study demonstrated that the succession of the founders' descendants and the compensation level were significantly positively correlated, while significantly negatively correlated with the compensation structure of the equity-based compensation. In the aspect of company performance, if the compensation structure is used as an intermediary effect, the motivation of the professional managers' equity-based compensation is better than the motivation of the the descendants' fixed compensation. However, in terms of marketing performance, nothing was found in this study.

Key words : Founder 、 succession 、 compensation level 、 compensation structure 、 company performance 、 marketing performance

致謝

兩年的研究所生涯這就麼結束了！雖然面臨過的挫折無數，但跟同學、老師之間的快樂回憶，幫我把這些不開心、難過稀釋的好淡好淡，現在回想起來，那些一起經歷喜怒哀樂，都足以讓我回味好久好久！

能夠完成這本論文，要感謝的是我的指導老師，林秀鳳老師。謝謝老師在主任繁忙的業務責任下，還要細心的指導我，且老師帶給我的不僅僅是學術上的進步，在我犯錯時，老師以溫暖的關心代替責罵，帶給我正確的觀念，這是我一輩子都受用的成長，老師的言教以及身教也給了我很好的典範，想真誠地說一聲，謝謝老師！

能夠完成碩士學位，要感謝的是我的家人。謝謝爸爸、媽媽、姑姑、奶奶，這一路上的支持與鼓勵！一直以來都被當成公主一樣幸福的寵愛，如今家中的小公主畢業了，未來我會更加努力，換我變成你們的依靠，就跟以前你們當我的避風港一樣！

能夠走完這兩年，要感謝一路在身旁的朋友支持。謝謝從高中就陪伴我到現在的珈利、岳霆，謝謝你們參與我目前為止所有重要的時刻，用我們最熟悉的方式陪伴在彼此身邊。謝謝碩士班第一個認識的朋友宜璇，還有碩二變成室友的舜雅，一起出國玩、一起去敗家的瘋狂回憶我一輩子也不會忘記的哈哈！還要謝謝寶可夢大師團的大家，總是讓人有種安心感覺的賢哥、互相分享心事、互相鼓勵、互相傳染懶癌後來振作的宓璇大大、還有差不多可以簽博的心靈導師優秀沅潤、和我一樣是粉紅公主的 KITTY 迷柏萱，大家還要一起往大師之路邁進！還有好夥伴們浚祐、映綾、祐嘉、怡君、紫瑜，謝謝你們豐富了我研究所的生活！

最後，謝謝兩年前的洪紫郡決定念了研究所，這兩年你進步了不少，也堅強了不少，未來還要繼續更努力！莫忘初衷！加油！

洪紫郡 謹致
中華民國一〇七年七月

目錄

第壹章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第貳章 文獻回顧.....	4
第一節 家族企業接班.....	4
第二節 家族企業薪酬與企業績效.....	8
第參章 研究設計.....	12
第一節 觀念性架構圖.....	12
第二節 假說發展.....	13
第三節 變數衡量.....	17
第四節 研究模型.....	22
第五節 樣本選取與資料來源.....	24
第肆章 實證結果.....	25
第一節 敘述性統計.....	25
第二節 迴歸結果分析.....	29
第三節 敏感性測試.....	38
第伍章 研究結論與建議.....	40
第一節 研究結論.....	40
參考文獻.....	42

表目錄

表 2-1 家族企業接班文獻彙總表.....	5
表 2-2 家族企業薪酬與企業績效文獻彙總表.....	9
表 3-1 變數定義彙總表.....	9
表 4-1-1 各變數之敘述統計量	27
表 4-1-2 相關係數矩陣	28
表 4-2-1 薪酬水準與接班人之關係	30
表 4-2-2 薪酬結構與接班人之關係	32
表 4-2-3 整體模型是配度-公司績效(<i>ROA</i>)	33
表 4-2-4 整體模型是配度-市場績效(<i>BHR</i>)	33
表 4-2-5 繼位者與公司績效(<i>ROA</i>)-薪酬結構之間接效果分析	35
表 4-2-6 繼位者與市場績效(<i>BHR</i>)-薪酬結構之間接效果分析.....	35
表 4-3-1 整體模型是配度-市場績效(<i>CAR</i>)	37
表 4-3-2 繼位者與市場績效(<i>CAR</i>)-薪酬結構之間接效果分析	38

圖目錄

圖 3-1 觀念性架構圖.....	12
圖 3-2 接班薪酬績效動因關係圖.....	23
圖 4-1 後代子孫接班對財務績效之中介影響.....	36
圖 4-2 專業經理人接班對財務績效之中介影響.....	36

第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

戰後嬰兒潮後經濟迅速起飛，當年許多以家族結構形成的中小企業，演變至今儼然已在產業界占有一席之地，不變的是其家族企業色彩依舊濃厚。根據台灣董事協會提出的「2016 華人家族企業報告」顯示，家族企業占台灣上市櫃公司的 73%，且營業額更高達台灣 GDP 的九成之多，更加地凸顯家族企業在台灣經濟成長中扮演不容小覷的角色。

隨著時代更迭，曾經撐起台灣經濟的企業創辦人們，如今也紛紛邁入退休的階段，然而尋找接班人是門藝術，根據資誠會計事務所發布的「2016 資誠家族企業調查報告」，顯示我國受到傳統文化、社會信任等因素影響，「子承父業」的傳承模式仍深深存在於台灣家族企業，高達 58% 企業把企業的經營權及所有權一併傳承給下一代，但這並非為企業接班的唯一模式，「傳賢不傳子」的思想也愈來愈普及，考慮尋求專業經理人接班的企業約有 3 成。在此調查中也發現，隨著經濟環境越趨不穩定，對許多家族企業而言，「確保企業留在家族」已不如以往來的重要。

家族企業的獨特之處在於他們可以透過正式與非正式的治理機制影響企業的決策和績效，Tagiuri and Davis (1996) 指出家族成員的交流、價值觀傳遞等，會深刻影響家族企業的營業風格及效率。然而，探討家族力量和家族治理機制如何影響企業治理決策有多種管道，高階管理人員薪酬政策即是一項重要的議題(Bennedson et al. 2015)。故本研究想藉由接班人之薪酬，探討家族企業在面臨接班時，「家族人治」與「企業法治」之間如何取得權衡，並了解家族企業在繼位者為後代子孫或是專業經理人時，造成創始人佈局上的差異。

公司治理方面，董事會最主要的職責在確保股東的利益，接班之際最重要的即是應做好妥善的規劃，以確保組織擁有適合的人力資源，董事會的操作在此扮演重要的一環，而完善的接班計劃，接班人選的薪酬設定尤其重要(Steve Seelig 2014)，繼位者接班後的薪酬制度將會與財務績效有著裙帶關係，若是給予接班人的薪酬符合整體營運及財務負擔，同時也能夠達成激勵的效果，對企業之績效就顯得十分重要。

Schulze, Lubatkin, Dino, and Buchholtz (2001)指出由於家族成員間存在著家族企業利他主義(Altruism)¹，且在家族企業的權力掌控下，有可能發生超額薪酬、舞弊事件等掠奪了企業的資產(Kim and Nofsinger 2007)，可想而知，無論是在接班人選的考量，亦或是繼位者的薪酬安排上，家族企業可能會以家族利益最大化為優先考量，進而損害公司小股東或者公司價值(Cheng, Wu, and Wong 2010；Barontini and Bozzi 2010)。因此，更加引發本研究想探討在創始人選定接班人選後，不同繼位者薪酬制度的配置下，對於公司的績效與價值有何種影響。

目前國內外文獻較多是探討家族企業與非家族企業 CEO 之薪酬差別，並且實證結果亦相當分歧，例如 McConaughy (2000)以及 Gomez, Larraza, and Makri (2003)認為家族企業相較於家族成員，會給予專業經理人較高之薪酬；反觀 Barontini and Bozzi (2010)的研究卻指出高階管理人員由家族成員擔任時，薪酬會高於專業經理人。然而，Murphy (1999)指出典型的薪酬設定應大致包括固定薪資，以及與績效連結的權益類別薪酬，例如：獎酬、紅利、限制型股票、選擇權股票等，針對東方的華人企業中，薪酬之績效動因上是否有別於西方，相關文獻並不多見。而以接班為研究主軸，從家族企業代際傳承視角，瞭解創辦人轉移經營權之激勵誘因佈局模式的研究更是付之闕如。

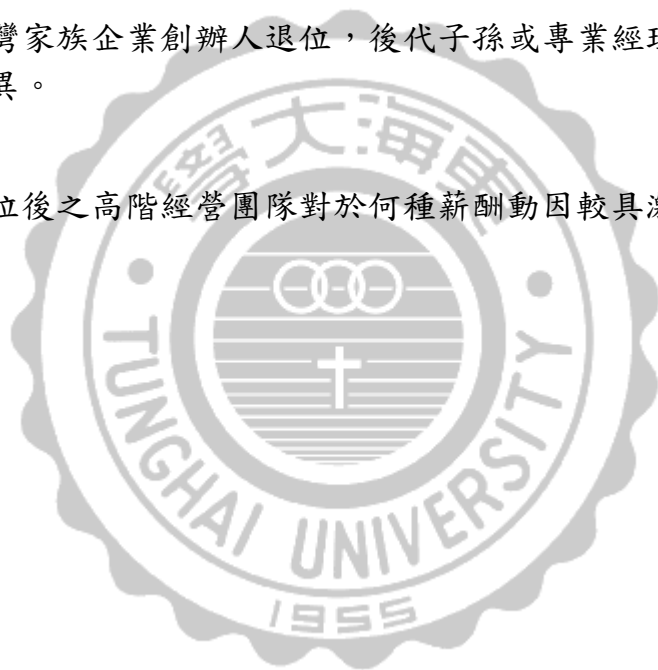
在台灣家族企業掀起接班潮的眼下，伴隨接班而產生之所有權配置變化，高階經理人薪酬結構之再檢視是每個面臨接班企業重要且不可或缺的議題，薪酬績效動因於繼位給後代子孫時，在家族情感依附濃厚下，能否在其所擁有的財富原賦點上持續發揮激勵效益；抑或是繼位給專業經理人，薪酬機制設計能否調和其與創業家族間之利益，亦是各界持續關注的焦點。爰此，本研究將著重於台灣上市櫃企業創辦人退位後，對於繼位者薪酬制度的接班布局，並以後代子孫和專業經理人做為接班人團隊的區分，除了分析以往研究大多專注的薪酬水準，更整合代理理論(Jensen and Meckling 1976)，補足接班人薪酬結構的分配傾向，以及探討對於不同接班人的財務績效動因，希望本文之實證研究，能給予台灣企業創辦人正在面臨接班議題時參考。

¹ 家族企業之利他主義(Altruism)的定義為，企業業主希望能幫助其他家族成員，因而犧牲掉少數股東之利益。

第二節 研究目的

本研究有別於先前薪酬相關之文獻，以往文獻大多只著重於探討家族企業高階主管薪酬制度與財務績效之分析，另外，近年來關於接班之議題也甚多，但少有將此兩種議題作為結合並進一步分析。引據前一節研究背景與動機，本研究觀察對象為台灣上市櫃家族企業創辦人繼位後的高階管理團隊，以實證研究探討創辦人繼位於後代子孫團隊，以及專業經理人團隊兩種情況下，董事會對於薪酬制度的偏好，再探討不同薪酬制度下，對企業財務績效的影響，希望在目前接班盛行的時刻，為實務界提供參考之依據。本研究將：

1. 探討台灣家族企業創辦人退位，後代子孫或專業經理人接班之薪酬制度差異。
2. 探討繼位後之高階經營團隊對於何種薪酬動因較具激勵效果。



第貳章 文獻回顧

第一節 家族企業接班

家族企業的定義不盡相同，然則不外乎是對家族成員掌握的所有權、經營權或者擔任要職此三構面做解釋。由所有權的面向探討，以家族企業是否持有一比例之股權來控管企業，來做為是否為家族企業之標準(Claessens et al 2000)。以經營權的觀點來定義家族企業，則是以家族成員是否在董事會中的比例有一定的數量，故以董監事席此的比例來判斷(林嬋娟與張哲嘉 2009)。另外，也有學者認為家族企業是以家族成員是否有一定比例擔任企業要職，或是有職位傳承的現象存在(金昌民 2004)。

Claessens et al.(2000)針對包括九個東亞國家調查後發現，有 48%的家族企業控制股東握有 20%投票權，若是以 10%投票權的標準來計算，家族企業比率更高達 66%。葉銀華 (1999)也指出相較於美國、德國及日本等先進國家，台灣的上市公司有較高的比例家族成員持有大部分的投票表決權。Jensen and Meckling (1976)指出股權集中度越高時，因經理人與企業的利益趨於一致，故能夠減少經理人以個人利益最大化的決策行為。

接班，為領導者的交替，無論將經營權傳承至家族成員，亦或是移轉至專業經理人，都是植基於企業永續經營的理念，也是企業現任領導者為了理念傳承必須經歷的過程(Gephart 1978)。然而，台灣企業股權大多集中於創業家族手中，所以高階管理階層的選任與變動則主要為家族傳承，另外，也有可能是接棒給專業經理人，而使所有權與經營權分離。

目前學者們對於接班的影響大多偏向於會減損企業價值。Bennedsen et al. (2015)提出了家族商業地圖(family business map)作為家族企業的分類依據，且家族企業能夠投入獨特的家族資產，例如：創業者的領導能力、關係、聲譽、技術、團隊精神等，倘若能夠在接班傳承時，跨越這些繼承特有資產的障礙(roadblocks)，就越能將企業價值的損失降到最低。然而，研究發現 218 家華人家族企業的接班，將近高達六成企業接班使企業價值損失。

將家族接班再細分為後代子孫接班或是專業經理人接班之研究當中，目前學者們的研究多為繼位於專業接班人較能為企業創造績效的共識。若是由家族成員接班，在家族的庇蔭與保護下，不管是專業能力或是管理眼界，皆不及專業經理人；反觀，由專業經理人接班，家族企業的非家族成員大多為董事會選任信任的人選，在家族強大的監督力量下，經理人在制定策略時會較審慎評估(張力 2010)。Perez-Gonzales (2006)針對美國上市公司在繼承控制權的方式，以及對其績效之影響作探討，研究顯示以家族關係繼承的傳承方式會損壞公司價值，但若是以績效來評估是否能勝任 CEO 的無家族關係傳承，會與公司績效呈正向關係。Chung and Luo (2013)指出雖然專業經理人非家族成員，會降低其在家族企業中的優勢，但卻能夠為較為封閉的家族企業帶來與外界市場連結的成熟觀念，有利於資源的獲得與配置。

表 2-1 家族企業接班文獻彙總表

作者	年度	研究目的	研究結論
林穎芬、 洪晨桓與 陳羽甄	2009	將企業區分為家族控制型與非家族控制型，探討強迫性高階主管替換與公司相對績效之關係。	家族控制型公司中，績效表現對高階主管強迫性替換無顯著影響；反觀非家族控制型公司，卻是顯著負向影響。且家族成員居多的董事會難以發揮監督功能，削弱董事會的獨立性，並將公司視為私人財產，與經理人合作侵佔公司資產。
張力、林 翠蓉、侯 啟娉與馬 文利	2010	探討家族企業所有權型態、經理人行為與公司治理機制間之關係，並以總經理異動為公司治理機制之代理變數進行驗證。	家族企業經理人大多由家族系統產生，不管是專業能力或管理眼界，均不及專業經理人。且家族企業為了維持家族成員的企業要職，即使表現不佳，也不易被解職。
翁鶯娟與 楊朝景	2011	探討 CEO 繼承(繼承的有無)與 CEO 來源(家族或非家族的繼承)對興業績效之影響。	繼承 CEO 的特殊資本(例如：教育程度)愈高，處事能力愈強，進而在面對事物態度上傾向主動。且非家族成員較具有創業家的精神，對組織有較高的風險承擔。

表 2-1 家族企業接班文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
謝孟純	2015	從創辦人的角度，歸納出多數企業在面臨接班時，如何透過股權結構改變，以及人力資源調度，營造權力與資源傳承的氛圍，為後續接班者布局。	創始企業接班人持股比率與接班後的企業績效呈現顯著正相關，且核心經理人持股則與接班後的企業績效為負相關。
Claessens, Djankov, and Lang	2000	針對亞洲近三千所企業，調查其投票權與現金流量權之關係，以及金字塔結構之交叉持股現象。	有 48% 的家族企業控制股東握有 20% 投票權，若是以 10% 投票權的標準來計算，家族企業比率更高達 66%。且家族企業若有董事長同時擔任總經理的雙元關係，容易造成少數股東的損害。
Chung and Luo	2013	探討在社會鑲嵌理論的基礎上，接班之領導力轉型如何影響新興經濟體的公司業績。	專業經理人能夠為較為封閉的家族企業帶來與外界市場連結的成熟觀念，有利於資源的獲得與配置。而外部接班人較容易在新興市場的快速變化下，提高公司的盈利能力。
Bennedsen, Fan, Jian, and Yeh	2015	探討家族企業創辦家族所有權和經營權所造成的因果關聯。	依據家族企業所投入的特有資產以及其所產生的移轉障礙，為家族企業提供了分類標準，稱為家族商業地圖 (family business map)。家族資產和家族企業障礙因素決定了家族所有權和管理決策以及整體企業價值和可持續性。其實證研究顯示 217 間華人家族企業的接班，大部分企業的所有權和管理權移並移轉給後代子孫，且將近六成企業接班使企業價值損失。

表 2-1 家族企業接班文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
Daspit, Holt, Chrisman, and Long	2016	透過社會交換的觀點，了解資源如何在家庭利益相關者間，以及家庭和非家庭利益相關者間轉移。	繼任者和現任者之間的世代移轉被廣泛認為是有益的。且基於社會交換理論，家庭成員和非家庭成員之間的目標將趨於一致，從而改善專業經理人接班的資訊不對稱。然而，繼任者的選擇可能會破壞家族成員之間的關係，從而阻礙繼承過程所需的資源交換。



第二節 家族企業薪酬與企業績效

Jensen and Meckling (1976)提出代理理論(agency theory)，主張擁有經營權的經理人以及擁有所有權的企業股東間，會因利益不一致而有目標衝突的情形發生，也因兩者之間存在著資訊不對稱，股東為了防範經理人發生投機行為之代理問題，因而產生了代理成本。

一、 家族成員擔任高階經理人

傳統的代理理論在家族企業下，不再是單純的主理人與代理人關係，而是控制股東與小股東利益上的誘因與侵占效果的新代理問題，又稱核心代理理論(core agency theory)，當中又以 Jensen and Meckling (1976)提出的利益一致效果(alignment effect)及 Jensen and Ruback (1983)提出利益掠奪效果(managerial entrenchment effect)兩種理論互相抗衡。

台灣家族企業大多為經營權與所有權合一，且慣用金字塔結構與交叉持股的手法來強化在集團中的控制力，所以容易造成控制權與現金流量權的偏離，當控制股東偏離的幅度越小，控制股東之現金流量權越高，此時控制股東與小股東的利益將會趨於一致。Jensen and Meckling (1976)指出的利益一致效果顯示，當控制股東擁有的持股比例越高，當對其負監督責任的 CEO 做出決策的效果不彰時，控制股東損失的利益會大於小股東，換言之，控制股東會更加在乎 CEO 所作之決策是否合理且允當，使得控制股東與小股東的利益一致。Gomez-Mejia et al. (2003)指出根據利益一致效果作探討，因家族持股有強大的約束作用，因此在 CEO 決定策略時，會較有效的監督，除了較不會損及小股東外的權益，也造成企業的策略與高階經理人之薪酬有較直接之關聯。

然則，當控制股東偏離的幅度越大，則企業價值之提升對於自身財富累積的幫助越弱，故控制股東以自身利益極大化為出發點，較容易忽略甚至侵占小股東的權益，此為侵占效果。以 Jensen and Ruback (1983)提出的利益掠奪效果觀點切入，隨著家族企業持股比例的提高，家族成員就越能利用擁有的股權來鞏固家族的權力，在家族裙帶關係下，除了能夠決定高階經理人為家族成員之人事命令，也能利用契約或決策任意增加家族成員之薪酬。Barontini and Bozzi (2010)指出，在 1998 年到 2002 年義大利上市公司為樣本，並將其分為家族與非家族進行探討，研究發現高階經理人之薪酬會受到股東投票權與股權集中度所影響，且家族企業的高階經理人的薪酬明顯多與非家族企業。

綜而言之，因家族成員對企業運作有一定程度之瞭解，所以較有能力判斷高階經理人之行為與決策的合理正當與否，也能遏止高階經理人領取不符合效益的超額薪酬(Anderson and Reeb 2003)。

二、專業經理人擔任高階經理人

基於代理理論，Smith and Watts (1992)認為以公司績效與決定專業經理人的薪酬連結，並且，可透過減少董事會與專業經理人之間目標不一致、資訊不對稱所設計的內部控制機制來減少代理成本，降低經理人與股東之間的衝突，Core, Hoithausen, and Larcker (1999)的實證結論說明外部董事的比例、董事會的規模越大，因會發揮有效的監督效果，企業在發展時，不會因高階經理人傾向自身利益的策略而導致企業價值受損，所以對高階主管的薪酬有正向的影響。

表 2-2 家族企業薪酬與企業績效文獻彙總表

作者	年度	研究目的	研究結論
林穎芬與 劉維琪	2003	探討台灣家族與非家族企業之高階主管薪酬，是否所有的企業都適用於代理理論的推論。	以代理理論為基礎的薪酬-績效連結機制，在台灣非家族企業的薪酬設定上為有效的，且外部董事於台灣非家族企業高階管理人員之薪酬設定上佔有重要地位。然而，相較於市場基礎，會計基礎來評估高階管理人員的績效較為廣泛使用。
劉韻僖與 李玟廷	2010	結合資源依賴及代理理論的觀點，探討高階管理人員所擁有的權力對薪酬之影響。	台灣家族企業中，若高階管理人員為家族成員，較容易取得高階職位，但不一定會要求高薪，是為了公司長遠發展或累積公司的資本之因素考量。且高階管理人員擔任過其他公司董事等職務，可以替公司帶來更多的外部資源。

表 2-2 家族企業薪酬與企業績效文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
蘇義程	2014	探討家族企業之高階管理人員是否有領取超額薪酬之現象。	家族企業高階管理人員與超額薪酬呈現顯著正向關係。當家族成員擔任高階管理人員比率越大時，權力越大的情況下越有可能領請超額薪酬。另外，機構投資人的介入，能夠有效地降低超額薪酬之比例。
Finkelstein and Hambrick	1988	運用多種觀點(包括：經濟，政治，社會和個人)，來探討高階管理人員薪酬制定之因素及結果。	CEO 薪酬設定必須達成企業與經理人之共識，千篇一律的規劃並不能適當的符合接班人之需求。故設計不同的薪資組合，進而呈現經理人的薪資決定因素(例如：個人經歷)，亦或是從績效表現反映薪酬的激勵效果。
Mehran	1995	探討何種薪酬設定較能激勵高階管理人員創造企業績效。	高階管理人員之薪酬結構，比起薪酬水準更有企業績效之激勵效果。且高階管理人員之股權比例與企業績效呈現正向關係。其中，權益類別薪酬所佔的比例與企業績效有顯著正向關係。
Core, Holthausen and Larcker	1999	探討高階管理人員與董事會以及股份結構之薪酬關聯，並以董事會以及股權結構衡量超額薪酬，在加以探討與財務績效之關聯。	當董事會較無效率以及監督能力時，高階管理人員會取得較高之薪酬水準。而高階管理人員之超額薪酬越高時，對未來之企業營運以及股價越不利。
McConaughy	2000	探討家族企業之家族成員或是專業經理人擔任高階管理人員之薪酬水準以及績效敏感度。	因家族成員與家族企業利益密不可分，故家族成員擔任高階管理人員有誘因將企業價值最大化。反觀，由專業經理人擔任高階管理人員時，薪酬與績效之敏感度較高，故激勵性獎勵較高，而薪酬水準也較高。

表 2-2 家族企業薪酬與企業績效文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
Schulze, Lubatkin, Dino, and Buchholtz	2001	探討在家族企業的利他主義如何加劇控制股東與小股東間的代理問題。	利他行為會讓家族成員得到效益，但同時會降低企業價值與損及小股東之權益。
Cyert, Kang, and Kumar	2002	探討擁有經營元之高階管理人員與擁有所有權之企業之間的代理問題。	當董事長同時兼任總經理時，薪酬水準會較高。而公司治理之品質以及效率，可以強化權益類別之薪酬敏感度。
Gomez, Larraza, and Makri	2003	探討家族企業高階管理人員薪酬的影響因素，並以機構投資者和研發創新為調節作用。	家族企業專業經理人接班之薪酬水準會高於後代子孫接班，歸因於家族企業利他主義機制發揮於避免家族成員營運不佳的分險保護。若家族成員之權力越大，例如：企業要職多為家族成員擔任，或者家族企業股份結構較為集中時，企業績效較低。然而，家族成員為高階管理人員時，激勵作用歸因於家族的使命驅使而非財富的誘因，所以自願領取較低額之薪酬水準。
Cohen and Lauterbach	2008	探討家族企業中，高階管理人員之身分差異與薪酬的關係。	相較於專業經理人擔任高階管理人員，由家族成員擔任高階管理人員時薪酬水準顯著高於五成之多，且薪酬敏感度顯著低於專業經理人。
Barontini and Bozzi	2010	探討企業股權結構與高階管理人員薪酬之關聯性。	相較於非家族企業，家族企業會之高階管理人員能獲取較高額之薪酬水準。其中，若由家族成員擔任高階管理人員時，薪酬會高於專業經理人。且家族企業股權集中度也會影響高階管理人員之薪酬。

第參章 研究設計

第一節 觀念性架構圖

根據先前文獻探討，本研究發展兩大研究主題：(1)探討創辦人繼位給後代子孫或專業經理人之薪酬制度差異；(2)探討薪酬制度之差異對企業財務績效之影響。本研究觀念性架構圖如 3-1 所示：

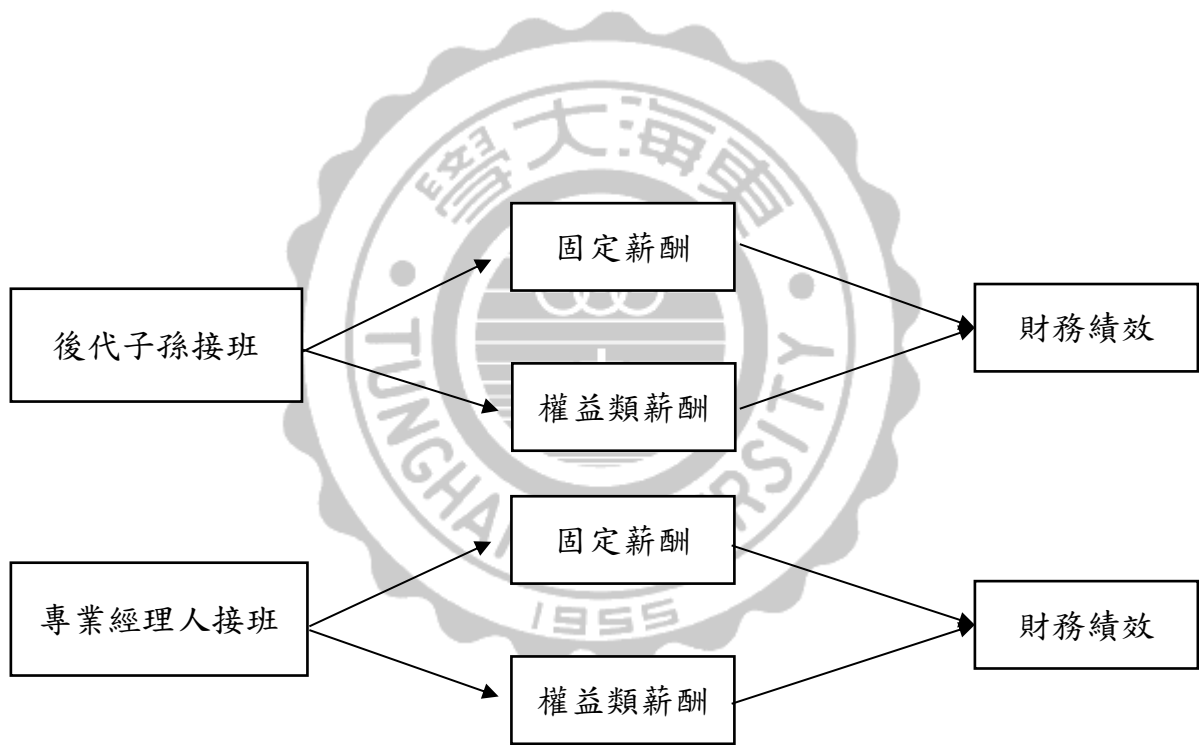


圖 3-1 觀念性架構圖

第二節 假說發展

一、 家族企業接班人薪酬

我國家族企業佔台灣上市櫃公司的 73%，而家族成員掌握了大多數的企業股權，所以繼位者的選任與變動主要為家族傳承，另外，也有可能是接棒給專業經理人，而使所有權與經營權分離。

家族企業薪酬設定方面學者們的看法不盡相同，McConaughy (2000)以及 Gomez, Larraza, and Makri (2003)的研究認為家族企業專業經理人接班之薪酬水準會高於後代子孫接班，將激勵作用歸因於家族的使命驅使而非財富的誘因，同時家族企業利他主義機制發揮於避免家族成員營運不佳的分險保護。然而，家族後代子孫的繼位者也可能會因為自身足夠的持股，具有較高力量來捍衛自己的地位及權利，進而提高自己薪酬之議價能力(Shleifer and Vishny 1997)。此外，Barontini and Bozzi (2010)及 Cohen and Lauterbach (2008)指明家族企業董事會較傾向選任家族成員為高階經理人，而並非讓能力較高的專業經理人擔任，且家族企業設定高階經理人之薪酬也比一般企業更高，但其營運績效卻和薪酬不成對等關係。

台灣家族企業薪酬的研究中，林穎芬與劉維琪 (2003)指出台灣家族企業中，董、監事或高階主管由家族成員擔任的情況甚為普遍，所有權與經營權疊合所引發小股東與家族控股股東的代理問題，容易使董事會的監督能力受到質疑，其中董事會能夠決議高階管理人薪酬，可能造成即使公司績效不彰，仍然能夠領取不對稱的薪酬問題存在。蘇義程 (2014)的研究中也指出台灣家族企業存在越多家族成員擔任高階經理人，就越容易使公司績效與薪酬脫鉤。可見，台灣家族企業之間的感情依附濃厚，在面臨領導者交替之際，基於家族自利的原則，期盼形成繼位者與成員間雙贏的局面，通常會以家族成員利益最大化為優先考量，而非採取對公司績效最好的選擇。

在台灣家族企業當中，相較於專業經理人的外部接班，不論是家族的庇護關係亦或是已經擁有的權益，後代子孫已贏在起跑點，且 Michiels, Voordeckers, Lybaert, and Steijvers (2013)指出家族企業董事會為了提升家族之權利，會弱化董事會的監督功能，因此後代子孫接班對於非家族成員就相對地擁有了較高的議價能力，將可能攫取較高額之薪酬。故面臨接班時，企業若是接班給後代子

孫之薪酬，會因為家族裙帶關係而高過於專業經理人接班。因此本研究提出下列假說：

假說 1a：後代子孫接班的高階管理階層經營團隊之薪酬高於專業經理人接班。

Mehran (1995)指出 CEO 之薪酬結構比起薪酬水準，更能影響且監督 CEO 為公司創造績效。高階經理人之聘用，其薪酬設定必須達成企業與經理人之共識，千篇一律的規劃並不能適當的符合接班人之需求，故應設計不同的薪資組合，進而呈現經理人的薪資決定因素(例如：個人經歷)，亦或是從績效表現反映薪酬的激勵效果(Finkelstein and Hambrick 1988)。故薪酬制度，牽一髮而動全身，如何建構一個完善的制度是企業很重要的課題。

薪酬結構設定的第一步即是考慮固定薪資與激勵性質的變動獎酬，此機制能較契合經理人的風險傾向，將薪酬設定與公司績效亦或公司價值做連結，能透過公司利潤分享來轉嫁部分經營風險，降低 CEO 與董事會利益抵觸的衝突。且因繼位者需求度之不同，利潤分享的方式與承擔風險的程度都有所不同，此些差異會反應於董事會所訂定的薪酬結構，進而顯著影響到企業未來的績效。

部分家族企業選擇交出經營權給專業經理人，此舉降低家族化之水平，將會凸顯出董事會與專業經理人之代理問題，為了消弭代理問題與道德危險之情況，董事會除了設立良好的監督機制外，設定明確的績效誘因之薪酬契約也勢在必行。此情況下，公司傾向將績效與專業經理人做薪酬連結，給予適當的權益類別的激勵性獎酬，能夠鼓勵經理人為公司達到利潤目標，並且，可透過減少董事會與專業經理人之間目標不一致、資訊不對稱所設計的內部控制機制來減少代理成本，降低經理人與股東之間的衝突(Smith and Watts 1992; Murphy 1985)。

Gomez-Mejia et al. (2003)的研究卻指明家族企業的持股會聯繫著 CEO 薪酬的給付方式，為了避免股權被稀釋，董事會較無意願制定股票與選擇權作為 CEO 之薪酬。然而接班之際，企業創辦人雖然移轉了經營權到繼位者，創始家族手中仍然掌握大部分資產及權力，且創辦人的所營造的風格及勢力仍然持續主宰著企業(Brunde Pontet et al. 2007)。可想而知，對於外部接班初期，創辦家族地位較不易受到威脅，故本研究認為公司在設定薪酬結構上，會發放較高比例之權益類薪酬，使經理人與董事會的利益更緊密一致。

然而相較於外部專業經理人接班，後代子孫的繼位人本身已擁有較多來自公司的財富，因為他們可能已擁有一定比例的公司持股，所以薪酬與績效的敏感度會顯著少於專業經理人接班，故具有激勵效果之權益類別的薪酬對他們而言會相對較不具有誘因(Cohen and Lauterbach 2008)，且後代子孫與家族企業密切相關，故對於薪酬激勵機制的需求也較少(McConaughy 2000)。綜上所述，本研究認為後代子孫接班會較傾向於直接且固定的薪酬設定。因此提出下列假說：

假說 1b：相對於專業經理人接班，由後代子孫接班的高階管理團隊權益類別薪酬比率較小，固定薪酬的比率較大。

二、 家族企業接班人績效動因

家族企業成員關係緊密，且願景往往建立於永續經營的共識上，在此種家族成員彼此扶持的情況下，比起專業經理人接班，後代子孫接班可以最小化道德危險可能發生之風險(Pollak 1985)，然而，為了促進家族氣氛，企業所有權人可能會發生犒賞或補償家族成員等慷慨行為，而無論績效的好壞，都會給予一定水準之薪酬就是一個典型的利他行為(Schulze et al. 2001; Shleifer and Vishny 1997)，但此種利他行為卻不利於企業之營運績效與降低投資人信賴因而影響股價(Core, Holthausen, and Larcker 1999)。

企業經營方面，CEO 在家族與企業間的重擔之下，為了確保企業能夠永續經營，會傾向規避風險較高的營運模式(James 1999; Gomez-Mejia et al. 2001; Anderson and Reeb 2003)，換言之，即使家族成員具有與企業共存共榮的意識形態，也易因固定薪酬而滿足，寧可退而求其次，較不願承擔失敗的後果，選擇對於企業而言公司績效次佳的策略。

然而，家族企業董事選擇專業經理人接班，以代理理論的角度探討，決策基礎是專業經理人個人的成本與收益考量(Jensen and Murphy 1990)，且可能因為缺乏熟悉而讓雙方的資訊不對稱更為嚴重(Zhang and Rajagopalan 2006)。對於企業而言，外部接班可能會為帶來風險；對於專業經理人而言，也會缺乏保障的安全感(McConaughy 2000)。

此時，通過明確條文規範的激勵性薪酬契約制度就成了雙方之間互信且互

利的橋樑，能將專業經理人之個人收益與企業價值關聯，緩解股東和 CEO 之間的代理衝突，且若是 CEO 的薪酬與企業績效敏感性越強，將與企業績效呈現顯著正相關，同時越能有效減緩代理問題(蔡柳卿與楊朝旭 2004; Jensen and Murphy 1990)。

綜上所述，並且延續假說 1，專業經理人對於薪酬激勵的機制較為敏感，故本研究將專業經理人接班之績效動因來源歸因於權益類別薪酬，並且將其視為專業經理人的外部績效動因，因其主要動因來自於顯著的企業績效能帶來的利益(Kaplan and Norton 2001)；反觀，家族成員對於薪酬激勵機制的的需求較少，故本研究將後代子孫接班之績效動因來源歸因於固定薪酬，並將其視為家族成員的內在績效動因，因其主要動因來自於家族的使命與企業永續經營的期盼(Chrisman et al. 2007)。在家族企業當中，家族成員冀望公司能夠永續經營，因而更加在乎建立公司長遠的競爭力及未來收益的分配權，而專業經理人關注的卻是立竿見影的績效成果能決定其薪酬之多寡，故本研究認為，高階管理人員的外部績效動因會優於後代子孫的內在績效動因。因此，本研究進而提出下列假說：

假說 2：專業經理人接班企業之權益類別薪酬績效動因優於後代子孫接班之固定薪酬績效動因。

第三節 變數衡量

一、應變數

1. 薪酬結構模型

(1) 薪酬水準(COM_LEV)

此應變數為測量本研究之假說 H1a。Murphy (1999)指出典型的薪酬設定應大致包括固定薪資、獎酬、紅利、限制型股票、選擇權股票等。故研究將薪酬分為固定薪酬(COM_RE)以及將其他與績效連結之獎酬統稱為權益類別薪酬(COM_EQ)，例如：獎金、現金股利、股票紅利、員工認股權等，並參考洪玉舜及王泰昌 (2008)，將高階管理團隊之實際薪酬取自然對數加以探討，避免薪酬非線性的問題產生。此外，本研究另外將薪酬水準做排名，共分十等級，並將薪酬等級($ICOM_LEV$)納入應變數作探討。

$$\text{高階管理團隊薪酬}(COM) = \text{固定薪酬}(REG) + \text{權益類別薪酬}(EQU)$$

(2) 薪酬比率($COM\%$)

此應變數為測量本研究之假說 H1b。本研究 Mehran (1995)之作法，將薪酬占總薪酬水準的百分比，並將取自然對數避免薪酬非線性，來定義薪酬比率。此外，將固定薪酬比率(REG)以及權益類別薪酬比率(EQI)由小至大劃分十等級，設立固定薪酬等級($IREG$)以及權益類別薪酬等級($IEQI$)來加以探討。

$$\text{固定薪酬比率}(REG) = \text{Ln}(\text{固定薪酬}/\text{總薪酬水準})$$

$$\text{權益類別薪酬比率}(EQI) = \text{Ln}(\text{權益類別薪酬}/\text{總薪酬水準})$$

2. 薪酬績效模型

(1) 公司績效(ROA)

Banker and Datar (1989)的研究中將財務績效視為高階管理人的努力成果。因此本研究採用 ROA 作為衡量公司績效之指標，用以探討在不同繼位者的薪酬激勵動因之下，是否對財務績效有影響。

$$ROA_{i,t} = \frac{OI_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

其中， i 代表公司別； t 代表年度； OI 代表營業淨利； TA 代表期末資產總額。

(2) 市場績效(BHR)

市場績效可反映投資者對於企業管理能力的信心，能補充會計績效對此衡量之不足。本研究參考楊政儒 (2008)的探討接班的文獻，以持股交易之買入並持有異常報酬(market-adjusted buy and hold returns, 簡稱 BHR)衡量市場績效指標。

$$BHR = [(\prod_{t=1}^{12} return_i^t + 1) - 1] - [(\prod_{t=1}^{12} market_return_i^t + 1) - 1]$$

其中， i 代表公司別； t 代表月份； OI 代表營業淨利； TA 代表期末資產總額。

二、 自變數

1. 繼任者是否為家族成員(FAM)

本研究接班設定為董事長接班，並且家族成員之定義來自於企業年報以及

公開說明書所揭露之二等親以內家族成員，或者姻親關係的資訊。故本研究以 *FAM* 代表作為繼任者是否為家族成員之虛擬變數，當繼任者為家族成員為 1，為專業經理人為 0。

三、 控制變數

1. 前期績效(*PRE_ROA*)

當期績效的狀況可能歸因於前一期績效所遞延的效果，無法真實測量本期經理人之公司績效，在捕捉市場績效時也未必準確，因此本研究將前期 *ROA* 定義為前期績效納入控制變數。

2. 最終所有權(*ULT_OWN*)

Shleifer and Vishny (1997) 的研究指出，由於家族企業創始家族擁有越龐大的所有權，越容易做出能額外獲得家族私有利益的決策，並且造成股價的不利影響，故本研究參 Benndesen et al. (2015) 的做法，將最終所有權納入控制變數。

3. 外部董監事比率(*OUTBD*)

企業內部董監事的監督效果可能因家族企業權力過大而有所侷限，會被迫順從不合利的薪酬契約制度，相較之下，外部董監事較不容易收到企業經理人之威脅與控制，對企業的營運能以較公正客觀的態度評估，Canyon and Peck (1998) 指出外部董事比例對 CEO 之薪酬具有一定的影響力，因此本研究將外部董監事比率納入控制變數。

$$\text{外部董監事比率} = \frac{\text{外部董監事席次}}{\text{董監事總席次}}$$

4. 董事會規模(*BD*)

董事會的職能在於監督高階管理人員之行為，並為其制定合理的薪酬制度，Core (1997) 及 Croci et al. (2012) 皆指出董事會之規模對 CEO 之薪酬有顯著

的影響，因此本研究將董事會規模納入控制變數。

5. 公司規模(SIZE)

Gabaix and Landier (2008)及 Cao and Wang (2008)的研究顯示出公司規模與 CEO 薪酬有顯著的正向關係，且投資人會傾向投資規模較大之公司，因此本研究採用 Lin, Le and Huang (2006)之研究，將期末總資產取自然對數，衡量公司規模。

$$SIZE_{i,t} = \ln(TA_{i,t})$$

其中， i 代表公司別； t 代表年度； TA 代表期末資產總額。

6. 教育程度(EDU)

Bertrand and Schoar (2003)的研究指出擁有較高教育程度的 CEO，在工作表現上會較為優秀，使公司績效良好，並且高學歷者在做決策上也會較有自信，因此本研究將教育程度納入控制變數。

7. 負債比率(DEBT)

Ahmed et al. (2002)指出高階管理人員與企業之代理問題，能夠透過薪酬合約有效的降低，但可能會產生債權人以及股東之間的代理問題，另外高負債比率也會讓投資人對企業有所疑慮。因此本研究將負債比率納入控制變數。

$$\text{負債比率} = \frac{\text{期末負債總額}}{\text{期末資產總額}}$$

表 3-1 變數定義彙總表

應變數			
變數名稱	代號	說明	預期符號
薪酬水準	<i>COM_LEV</i>	薪資、獎金、現金股利、股票紅利、員工認股權之總和取自然對數	
薪酬水準等級	<i>ICOM_LEV</i>	將薪酬水準劃分十等級	
固定薪酬比率	<i>REG</i>	Ln(固定薪資/薪酬水準)	
權益類別薪酬比率	<i>EQI</i>	Ln(權益類別薪資/薪酬水準)	
固定薪酬等級	<i>IREG</i>	將固定薪酬劃分十等級	
權益類別薪酬等級	<i>IEQI</i>	將權益類別薪酬劃分十等級	
公司績效	<i>ROA</i>	營業淨利/期末資產總額	
市場績效	<i>BHR</i>	以月報酬乘積計算異常報酬	
自變數			
變數名稱	代號	說明	預期符號
繼任者是否為家族成員	<i>FAM</i>	家族成員為 1，專業經理人為 0	+
控制變數			
變數名稱	代號	說明	預期符號
前期績效	<i>PRE_ROA</i>	前期 ROA	+
最終所有權	<i>ULT_OWN</i>	家族企業直接與間接持股數	+
外部董監事比率	<i>OBD</i>	外部董監事席次/董監事總席次	+
公司規模	<i>SIZE</i>	期末總資產取自然對數	+
教育程度	<i>EDU</i>	學歷為碩士者為 1，否則為 0	+
負債比率	<i>DEBT</i>	期末負債總額/期末資產總額	-

第四節 研究模型

本研究參考 McConaughy (2000)之作法，為了驗證本研究假說 1a 與假說 1b，比較後代子孫或者專業經理人接班之薪酬水準、薪酬比率，故建立薪酬結構模型(1)如下：

$$\begin{aligned} COM_LEV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 ULT_OWN_{i,t} + \alpha_3 OBD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} \\ & + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 EDU + \alpha_7 PRE_ROA + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} IEQI = & \beta_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 ULT_OWN_{i,t} + \beta_3 OBD_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_5 DEBT_{i,t} + \beta_6 EDU + \beta_7 PRE_ROA + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

其中，i 代表公司別；t 代表年度；ICOM_LEV(IEQI%)為公司當年度高階經理人之薪酬水準(權益類別薪酬)；FAM 代表繼位者是否為家族後代子孫；ULT_OWN 為家族企業最終所有權；OBD 代表外部董事比例；SIZE 代表公司規模；DEBT 為負債比率；EDU 為教育程度；PRE_ROA 為前期績效。當假說 1a：後代子孫接班的高階管理階層經營團隊之薪酬高於專業經理人接班成立時，預期 α_1 係數為正；當假說 1b：相對於專業經理人接班，由後代子孫接班的高階管理團隊權益類別薪酬比率較小，固定薪酬的比率較大，預期 β_1 係數為負。

為了驗證假說 2，本研究採用結構方程模式(Structural Equation Modeling)，此種檢測方式廣泛的運用於中介效果的探討，並為目前最有效率之方法。結構方程式可對其中界效果本身之估計值進行推算，並可有效避免先前探討中介效果使用的因果分析法(Causal Steps Approach)，容易產生的型 I 錯誤(Preacher and Hayes 2008; Hayes 2009)，以及無法同時檢測多項變數間影響的缺點。

Efron (1979) 提出拔靴法(Bootstrap Method)，採重複抽樣(resampling)之統計方法來進行無母數的統計推論，目前拔靴法以普遍應用在結構方程式分析中介效果之時，讓研究者更有效率地進行分析。故本研究參考以上學者對於中介效果提出的觀念，建立薪酬動因模型(2)，運用 STATA 進行結構方程式之分析，全面檢視創辦人退位後高階經營團隊之薪酬對於財務績效之關係。

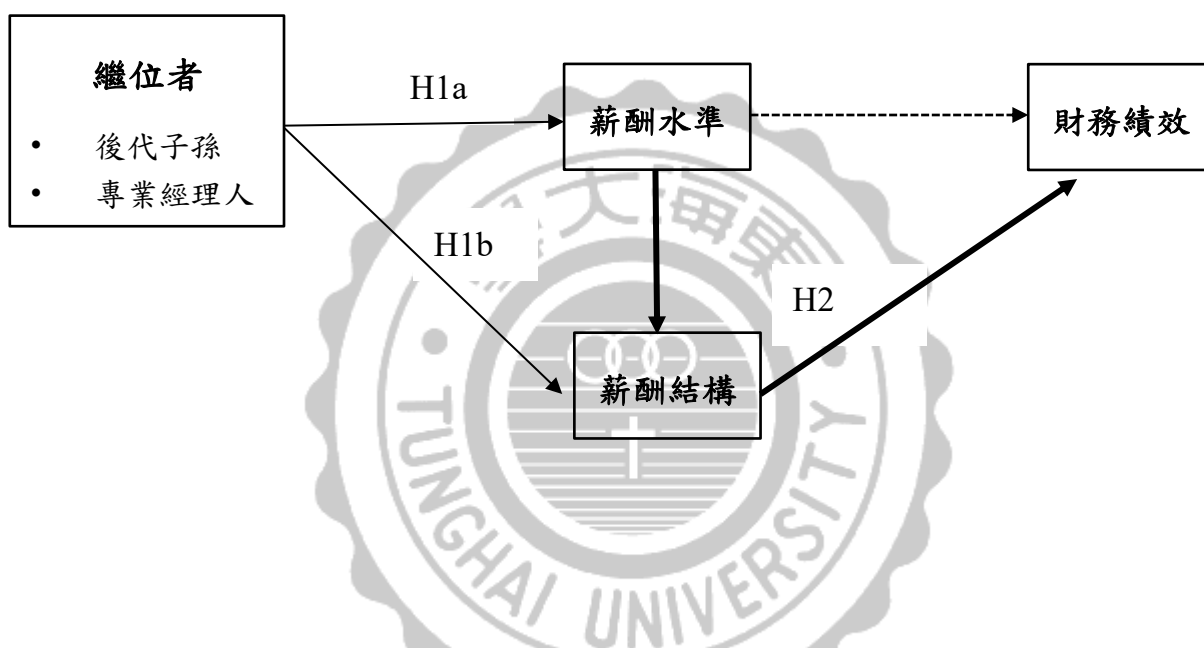


圖 3-2 接班薪酬績效動因關係圖

第五節 樣本選取與資料來源

本研究以台灣公司為樣本，觀察對象為上市、上櫃、下市、下櫃企業創辦人退位後之高階經營團隊。為觀察企業接班之情況，故將樣本期間設定為 1998 年至 2017 年，共計 20 年，產業設定為全產業；薪酬資料以及企業財務資料來源為台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ)資料庫。

本研究樣本篩選方法，為計算模型(1)與模型(2)之考量，選取樣本為在 1998 年至 2017 年有接班之企業，並考量接班後財務績效之落後效果，觀察期間設定於接班前一年與接班後三年，排除遺漏資料後，利用統計方法處理極端值，最終選取 1644 筆樣本觀察值。



第肆章 實證結果分析

第一節 敘述性統計

一、敘述統計

進行實證分析前，首先對全體樣本做全面的檢視，本研究變數的敘述統計彙總於表 4-1-1 Panel A。資料顯示，在應變數方面，企業績效分別以息前稅前資產報酬率(*ROA*)衡量公司績效，以及以買入並持有異常報酬(*BHR*)衡量市場績效，*ROA* 平均數為 7.841，最大值為 36.790，最小值為-23.360；*BHR* 平均數為-2.113，最大值為 138.829，最小值為-97.085，兩者變數差距甚大，故本研究將會採取極端值處理的方式來改善此現象。在薪酬部分，薪酬水準(*ICOM_LEV*)的平均數為 5.592，而中位數為 6.000，有稍微右偏的情形，表示台灣有超過一半的企業薪酬水準都高於平均；權益類別薪酬(*IEQI*)的平均數為 5.276，最大值為 10.000，最小值為 1.000。

在實驗變數方面，*FAM* 為是否為家族成員接班之虛擬變數，平均數為 0.629，表示在台灣社會中，家族企業創辦人退位後，多以後代子孫為繼位人為主。在控制變數方面，最終所有權(*ULT_OW*)的平均數為 29.560，最大值為 74.230，最小值為 3.680；外部董監事比率(*OBD*)的平均數為 0.435，最大值為 0.833，最小值為 0.000²；公司規模(*SIZE*)的平均數為 15.269，最大值為 19.286，最小值為 12.672；負債比率(*DEBT*)的平均數為 0.430，最大值為 0.897，最小值為 0.082；教育程度(*EDU*)的平均數為 0.478。

再者，本研究就接班為家族成員或專業經理人來區分樣本，考量接班人差異在薪酬激勵效果上，不同動因驅使企業績效成長之效果。就表 4-1-1 Panel B 可發現，應變數的部分，後代子孫接班之息前稅前資產報酬率(*ROA*)平均數為 7.306，小於專業經理人接班的平均數為 10.063，說明普遍而言，專業經理人接班之企業績效較佳；買入並持有異常報酬(*BHR*)的部分，後代子孫接班之平均數為-2.022，小於專業經理人接班之平均數-2.257。在薪酬方面，後代子孫接班之薪酬水準(*ICOM_LEV*)平均數為 5.766 大於專業經理人接班之平均數 5.377，意即在接班的企業中，會給予較高的薪酬水準後代子孫；後代子孫接班之權益

² 2002 年 2 月財政部證期會頒布行政命令，規定「新上市上櫃公司必須都要聘請二席外部董事、一席外部監察人」，本研究期間含括 1998 年至 2017 年，故樣本有無外部董事的情形。

類別薪酬(*IEQI*)的平均數為 5.122 小於專業經理人接班之 5.603，表示專業經理人接班之權益類別薪酬的比重較後代子孫接班高。

在控制變數方面，後代子孫接班之最終所有權(*ULT_OWN*)之平均數為 35.059，大於專業經理人接班之平均數 26.815，代表由後代子孫接班之家族企業，在家族最終所有權的掌控上還是較多，大多具有所有權與經營權高度重疊之特性；後代子孫接班之外部董監事比率(*OBD*)的平均數為 0.386，小於專業經理人接班之平均數 0.475；後代子孫接班之公司規模(*SIZE*)的平均數為 15.407，大於專業經理人接班之平均數 15.406；後代子孫接班之教育程度(*EDU*)的平均數為 0.406，小於專業經理人接班之平均數 0.513。

二、相關係數分析

本研究係為彙總應變數資產報酬率(*ROA*)、買入並持有異常報酬(*BHR*)、薪酬水準(*ICOM_LEV*)、權益類別薪酬(*IEQI*)，實驗變數是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)，以及相關控制變數間之 Pearson 相關性分析。將各變數間之相關係數彙整於表 4-1-3，並從中觀察得知，應變數資產報酬率(*ROA*)與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著正相關；買入並持有異常報酬(*BHR*)與後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為不顯著；薪酬水準(*ICOM_LEV*)與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著正相關；權益類別薪酬(*IEQI*)與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著負相關，以上結論初步支持假說 H1a 與 H1b。

根據 Chatterjee and Price (1991)與 Marill (2004)的標準，本文變數間變異數膨脹係數(*variance inflation factor, VIF*)皆在 2 以內，小於判斷之門檻值 10，表示自變數間相關性不高，並無嚴重共線性現象。

表 4-1-1 Panel A 各變數之敘述統計量 (n=1644)

變數 ^a	平均數	標準差	最小值	最大值	百分位數		
					25%	50%	75%
<i>ROA</i>	7.841	9.432	-23.360	36.790	2.470	7.480	12.790
<i>BHR</i>	-2.113	40.561	-97.085	138.829	-26.374	-5.279	18.350
<i>ICOM_LEV</i>	5.592	2.839	1.000	10.000	3.000	6.000	8.000
<i>IEQI</i>	5.276	2.853	1.000	10.000	3.000	5.000	8.000
<i>FAM</i>	0.629	0.483	0.000	1.000	0.000	1.000	1.000
<i>ULT_OWN</i>	29.560	16.991	3.680	74.230	15.670	27.445	41.270
<i>OBD</i>	0.435	0.238	0.000	0.833	0.250	0.444	0.625
<i>SIZE</i>	15.269	1.499	12.672	19.286	14.219	15.083	16.114
<i>DEBT</i>	0.430	0.188	0.082	0.897	0.293	0.429	0.550
<i>EDU</i>	0.476	0.499	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
<i>PRE_ROA</i>	8.353	11.201	-69.580	58.730	2.870	7.945	13.94

Panel B 財務績效相關因素在不同繼位者差異之單變量檢定

變數 ^a	後代子孫接班 (n=1048)		專業經理人接班 (n=596)		差異	t 值
	平均數	中位數	平均數	中位數		
<i>ROA</i>	7.306	7.090	10.063	8.730	-2.757 ***	-5.05
<i>BHR</i>	-2.022	-5.522	-2.257	-4.993	0.235	0.10
<i>ICOM_LEV</i>	5.766	6.000	5.377	5.000	0.389 ***	2.66
<i>IEQI</i>	5.122	5.000	5.603	5.000	-0.481 **	-3.19
<i>FAM</i>	1.000	1.000	0.000	0.000	1.000 ***	0
<i>ULT_OWN</i>	35.059	32.070	26.815	23.000	8.241 ***	9.97
<i>OBD</i>	0.386	0.500	0.475	0.400	-0.089 **	-5.91
<i>SIZE</i>	15.407	15.363	15.046	14.736	-0.361 ***	-6.39
<i>DEBT</i>	0.428	0.425	0.426	0.433	0.002	0.38
<i>EDU</i>	0.406	0.000	0.513	1.000	-0.1.7 ***	-4.12
<i>PRE_ROA</i>	7.232	7.255	9.989	9.190	-2.757 ***	-5.17

註：

^a *ROA*：公司績效，營業淨利除以期末資產總額；*BHR*：買入並持有異常報酬，以月報酬乘積計算異常報酬；*ICOM_LEV*：薪酬水準，共分十個等級，級數越大代表薪酬水準越高；*IEQI*：權益類別薪酬等級，權益薪酬除以薪酬水準取對數後，區分十個等級，級數越大代表權益薪酬比率越高；*FAM*：繼任者是否為家族成員，家族成員為1，專業經理人為0；*ULT_OWN*：最終所有權，家族企業直接與間接持股數；*OBD*：外部董監事比率，外部董監事席次除以董監事總席次；*SIZE*：公司規模，期末總資產取自然對數；*DEBT*：負債比率，期末負債總額/期末資產總額；*EDU*：教育程度，學歷為碩士者為1，否則為0；*PRE_ROA*：前期績效，前期 *ROA*。

^b 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%之顯著水準

表 4-1-2 相關係數矩陣

	<i>ROA</i>	<i>BHR</i>	<i>ICOM_LEV</i>	<i>IEQI</i>	<i>FAM</i>	<i>ULT_OWN</i>	<i>OBD</i>	<i>SIZE</i>	<i>DEBT</i>	<i>EDU</i>	<i>PRE_ROA</i>
<i>ROA</i>	1										
<i>BHR</i>	0.2425 (0) ^{***}	1									
<i>ICOM_LEV</i>	0.2227 (0) ^{***}	0.0031 (0.8241)	1								
<i>IEQI</i>	-0.0643 (0.5554)	0.0271 (0.0519) [*]	-0.3155 (0) ^{***}	1							
<i>FAM</i>	0.1352 (0) ^{***}	0.0069 (0.6225)	0.0284 (0.0682) [*]	-0.0928 (0) ^{***}	1						
<i>ULT_OWN</i>	0.0876 (0) ^{***}	0.0033 (0.8108)	0.1762 (0) ^{***}	-0.0494 (0) ^{***}	0.2311 (0) ^{***}	1					
<i>OBD</i>	0.0010 (0.5944)	0.0038 (0.7841)	-0.1728 (0) ^{***}	-0.2203 (0) ^{***}	-0.1975 (0) ^{***}	-0.3192 (0) ^{***}	1				
<i>SIZE</i>	0.1113 (0) ^{***}	0.0124 (0.3726)	0.3051 (0) ^{***}	-0.118 (0) ^{***}	0.1371 (0) ^{***}	-0.0362 (0.0051) ^{***}	-0.2833 (0) ^{***}	1			
<i>DEBT</i>	-0.2960 (0) ^{***}	-0.0223 (0.109)	-0.0169 (0.1919)	0.0113 (0.3807)	0.0184 (0.158)	0.0006 (0.9635)	-0.1148 (0) ^{***}	0.3385 (0) ^{***}	1		
<i>EDU</i>	-0.0130 (0.5776)	0.0084 (0.5497)	0.094 (0) ^{***}	-0.0222 (0.0885) [*]	-0.0506 (0) ^{***}	-0.0839 (0) ^{***}	0.0613 (0) ^{***}	0.0753 (0) ^{***}	0.0079 (0.5425)	1	
<i>PRE_ROA</i>	0.6994 (0) ^{***}	0.0236 (0.0942) [*]	0.2856 (0) ^{***}	-0.0368 (0.0059) ^{***}	0.0523 (0) ^{***}	0.0651 (0) ^{***}	0.0618 (0) ^{***}	0.0848 (0) ^{***}	-0.2564 (0) ^{***}	-0.004 (0.7641)	1

第二節 迴歸結果分析

本研究首先利用普通最小平方法(Ordinary Least Squares)，以及序位邏輯式迴歸法(Ordered logistic regression)來進行實證結果分析，比較後代子孫或專業經理人接班後之薪酬水準、薪酬比率，樣本期間設定為接班後三年，此外，也利用採用結構方程模式(SEM)，探討接班人薪酬對企業財務績效的中介效果，觀察創始企業的接班採取的繼位者之薪酬佈局方式對於接班後的企業績效影響，由於績效可能有遞延的作用，故將樣本期間設定為接班前一年與接班後三年進行探討。

一、薪酬結構模型

1. 薪酬水準

本研究依據假說 H1a，首先將薪酬水準(*COM_LEV*)此應變數採用普通最小平方法，探討不同接班人薪酬水準之差異，並將結果彙總於表 4-2-1 模型(一)，根據下表顯示此模型之 Adjusted R-squared 值為 23.7%，F 值為 55.54，達顯著水準，表示此模型具有解釋力。

應變數為薪酬水準(*COM_LEV*)的情況下，與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著正相關(係數為 0.311，t 值 2.04)，表示普遍而言，家族企業創辦人退位後，若是後代子孫繼位，則薪酬水準會顯著高過於專業經理人，與假說 H1a 預期方向相同。上述結果，與 Cohen and Lauterbach(2008)及 Chrisman, Chua, and Sharma(2005)提出的看法相似，家族企業中，會以家族成員利益為優先之考量提出的看法相似，並且家族成員擔任高階管理人員與超額薪酬呈現顯著正向關係。

本研究進而將薪酬水準劃分為十個等級後(*ICOM_LEV*)，採用序位邏輯式迴歸法來加以衡量，並將結果彙總於表 4-2-1 模型(二)，根據下表顯示此模型之 Pseudo R-squared 值為 5.9%，Chi² 值為 373.74，在應變數為薪酬水準等級(*ICOM_LEV*)的情況下，與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著正相關(係數為 0.197，z 值 1.89)，與模式(一)結論相同，支持假說 1a。

控制變數方面，後代子孫接班之最終所有權(*ULT_OWN*)為顯著正相關(係數為 0.016，t 值 3.73；係數為 0.013，z 值 4.62)，隨著家族最終持股比例的提高，家族成員就越有力量鞏固自身的利益，與 Jensen and Ruback (1983)提出的利益掠奪效果觀點相符；外部董監事比率(*OBD*)為顯著負相關(係數為-2.896，t 值-8.67；係數為-2.021，z 值-8.70)，說明外部董事的比例越大，越會發揮有效的監督效果(Core, Hoithausen, and Larcker 1999)；公司規模(*SIZE*)為顯著正相關(係數為 0.721，t 值 12.98；係數為 0.524，z 值 13.18)，表示公司規模越大，具有一定之優勢與影響力，也會提高接班後的企業績效，進而增加高階經理人薪酬；負債比率(*DEBT*)為顯著負相關(係數為-0.974，t 值-2.22；係數為-0.600，z 值-2.04)，負債比率越高，代表業資本結構較不健全，形成較低的公司價值，進而降低高階管理人員薪酬；繼位者教育程度(*EDU*)為顯著正相關(係數為 0.455，t 值 3.15；係數為 0.349，z 值 3.60)，繼位者的高教育程度使其在工作上的表現較為優異，使公司績效良好(Bertrand and Schoar 2003)，從而使經理人薪酬提高；前期績效(*PRE_ROA*)為顯著正相關(係數為 0.051，t 值 7.63；係數為 0.034，z 值 7.32)，前一期績效的遞延效果，使本期績效隨之波動，進而使繼位者薪酬跟著改變。



表 4-2-1 薪酬水準與接班人之關係 (n=1233)

$$COM_{LEV_{i,t}}(ICOM_{LEV_{i,t}}) = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 ULT_{OWN_{i,t}} + \alpha_3 OBD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 EDU + \alpha_7 PRE_ROA + \varepsilon$$

自變數 ^a	預期符號	模式(一) OLS		模式(二) Ordered	
		係數	t 值	係數	z 值
<i>FAM</i>	+	0.311**	2.04	0.197**	1.89
<i>ULT_OWN</i>	+/-	0.016***	3.73	0.013***	4.62
<i>OBD</i>	-	-2.896***	-8.67	-2.021***	-8.70
<i>SIZE</i>	+/-	0.721***	12.98	0.524***	13.18
<i>DEBT</i>	-	-0.974**	-2.22	-0.600**	-2.04
<i>EDU</i>	+	0.455***	3.15	0.349***	3.60
<i>PRE_ROA</i>	+	0.051***	7.63	0.034***	7.32
		Adj-R ²	0.237	Pse-R ²	0.059
		F	55.54***	χ^2	373.74***

註：

^a ROA：公司績效，營業淨利除以期末資產總額；BHR：買入並持有異常報酬，以月報酬乘積計算異常報酬；COM_LEV：薪酬水準，共分十個等級，級數越大代表薪酬水準越高；EQI：固定薪酬比率，固定薪酬除以薪酬水準，共分十個等級，級數越大代表固定薪酬比率越高；FAM：繼任者是否為家族成員，家族成員為 1，專業經理人為 0；ULT_OWN：最終所有權，家族企業直接與間接持股數；OBD：外部董監事比率，外部董監事席次除以董監事總席次；SIZE：公司規模，期末總資產取自然對數；DEBT：負債比率，期末負債總額/期末資產總額；EDU：教育程度，學歷為碩士者為 1，否則為 0；PRE_ROA：前期績效，前期 ROA。

^b 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%之顯著水準

2. 薪酬結構

本研究再依據假說 H1b，將權益類別薪酬比率(*EQI*)此應變數採用普通最小平方法，使薪酬水準二分法成固定薪酬與權益類別薪酬後，探討不同接班人薪酬結構之差異。並將結果彙總於表 4-2-2 模式(一)中，此模型之 Adjusted R-squared 值為 6.8%，F 值為 13.81，達 1%顯著水準。

根據實證結果顯示，應變數為權益類別薪酬(*EQI*)的情況下，與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著負相關(係數為-0.431，t 值-2.52)，表示普遍而言，家族企業創辦人退位後，若是後代子孫繼位，權益類別薪酬比率則會顯著小於專業經理人，換言之，後代子孫繼位者之固定薪酬比率則會顯著大於專業經理人，且權益類別薪酬比例為顯著少於專業經理人，與假說 1b 預期方向相同。此結果結合了 McConaughy (2000)、Cohen and Lauterbach (2008)的結論，也凸顯了華人社會中家族企業利他主義中的薪酬激勵制度之普遍現象。

本研究進而將權益類別薪酬比率劃分為十個等級後(*IEQI*)，採用序位邏輯式迴歸法來加以衡量，並將結果彙總於表 4-2-2 模型(二)，根據下表顯示此模型之 Pseudo R-squared 值為 1.7%，Chi² 值為 105.27，在應變數為薪酬水準等級(*ICOM_LEV*)的情況下，與是否為後代子孫接班之虛擬變數(*FAM*)為顯著負相關(係數為-0.249，z 值-2.40)，與模式(一)結論相同，支持假說 1b。

控制變數方面，後代子孫接班之家族企業最終所有權(*ULT_OWN*)為顯著負相關(係數為-0.005，t 值-1.19；係數為-0.004，z 值-1.40)，此結論與 Lai (2015)的結果一致，若高階主管掌握的權力越高則企業傾向給予越少權益薪酬，增加固定薪酬來保障自身利益；外部董監事比率(*OBD*)為顯著負相關(係數為-2.544，t 值-6.81；係數為-1.731，z 值-7.71)，表示外部董監事比率愈高，發放權益類別薪酬比率愈低；公司規模(*SIZE*)為正相關(係數為-0.059，t 值-0.95；係數為-0.050，z 值-1.37)；負債比率(*DEBT*)為顯著正相關(係數為 1.077，t 值 2.22；係數為 0.685，z 值 2.32)，顯示出公司若是負債比率越高，不但無法發放越高的固定薪酬，也越期盼能夠利用權益類別薪酬的效果來激勵經理人；繼位者教育程度(*EDU*)為顯著正相關(係數為 0.568，t 值 3.51；係數為 0.321，z 值 3.27)，代表經理人若是教育程度越高，越有信心能夠提高企業的績效，會希望越高比例的權益類別薪酬；前期績效(*PRE_ROA*)為顯著負相關(係數為-0.016，t 值-2.22；係數為-0.011，z 值-2.52)，代表前期績效越好的公司，創辦人在接班佈局時會提高固定薪酬比例。張瑞當、林國欽、沈文華與侯佩秀(2007)指出，當經理人薪

酬將會影響經理人為股東謀取利益的意願，本研究實證結果更顯示，為強化經理人以公司立場角度出發做決策之激勵效果，在企業前期績效良好且公司可負擔之情況下，將提高初接班時期之固定薪酬。

表 4-2-2 薪酬結構與接班人之關係 (n=1233)

$$IEQI_{i,t}(EQI_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 ULT_{OWN_{i,t}} + \alpha_3 OBD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 EDU + \alpha_7 PRE_ROA + \varepsilon$$

自變數 ^a	預期符號	模式(一) OLS		模式(二) Ordered	
		係數	t 值	係數	z 值
<i>FAM</i>	-	-0.431**	-2.52	-0.249***	-2.40
<i>ULT_OWN</i>	+/-	-0.005	-1.19	-0.004*	-1.40
<i>OBD</i>	-	-2.544***	-6.81	-1.731***	-7.71
<i>SIZE</i>	+/-	-0.059	-0.95	-0.050*	-1.37
<i>DEBT</i>	+	1.077*	2.20	0.685**	2.32
<i>EDU</i>	+	0.568***	3.51	0.321***	3.27
<i>PRE_ROA</i>	+	-0.016	-2.22	-0.011	-2.52
		Adj-R ²	0.068	Pse-R ²	0.017
		F	13.81***	χ ²	105.27***

註：
^a ROA：公司績效，營業淨利除以期末資產總額；BHR：買入並持有異常報酬，以月報酬乘積計算異常報酬；COM_LEV：薪酬水準，共分十個等級，級數越大代表薪酬水準越高；EQI：固定薪酬比率，固定薪酬除以薪酬水準，共分十個等級，級數越大代表固定薪酬比率越高；FAM：繼任者是否為家族成員，家族成員為 1，專業經理人為 0；ULT_OWN：最終所有權，家族企業直接與間接持股數；OBD：外部董監事比率，外部董監事席次除以董監事總席次；SIZE：公司規模，期末總資產取自然對數；DEBT：負債比率，期末負債總額/期末資產總額；EDU：教育程度，學歷為碩士者為 1，否則為 0；PRE_ROA：前期績效，前期 ROA。
^b 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%之顯著水準

二、薪酬動因模型

1. 整體結構方程式分析

本研究採用 Stata 軟體進行結構方程(SEM)模式來驗證假說 H2，並且參考先前文獻匯總之結構方程模式配適度判定指標(Cziraky 2004; 邱皓政 2009)，用以評估理論假設模型與真實數據是否有不適切之處，故本研究使用絕對配適度(SRMSR, RMSEA)與增值配適指標(CFI, TLI)做為判定標準。絕對配適度指標的部分，SRMSR 為標準化殘差均方和平方根，介於 0 至 1 之間，越接近 0 代表其擁有越佳之配適度；RMSEA 為漸進殘差均方根，若其值小於 0.05 代表整體表示理論模式擁有良好適配，而本研究無論是在衡量公司績效亦或是市場績效之模型，模型之 SRMSR 值與 RMSEA 值兩項配適指標皆為 0，表示本研究之薪酬動因模型整體模型配適良好。增值配適度指標的部分，TLI 為非規準配適指標，介於 0 至 1 之間，若 TLI 值大於 0.9 以上表示整體模型配適良好，本研究之模型皆為 1，代表模型達到良好配適度的標準；CFI 為比較配適度指標，介於 0 至 1 之間，若 CFI 值大於 0.9 以上代表整體模型配適良好，本研究之模型皆為 1，代表模型也具有良好的整體配適。

表 4-2-3 整體模型是配度-公司績效

模型配適度指標	判定標準	固定薪酬模型配適度	權益薪酬模型配適度
標準化殘差均方和平方根(standardized root mean squared residual)	<0.05	0.000	0.000
漸進殘差均方根(root mean square error of approximation)	<0.05	0.000	0.000
非規準配適指標(tucker-lewis index)	>0.90	1.000	1.000
比較配適度指標(comparative fit index)	>0.90	1.000	1.000

表 4-2-4 整體模型是配度-市場績效

模型配適度指標	判定標準	固定薪酬模型配適度	權益薪酬模型配適度
標準化殘差均方和平方根(standardized root mean squared residual)	<0.05	0.000	0.000
漸進殘差均方根(root mean square error of approximation)	<0.05	0.000	0.000
非規準配適指標(tucker-lewis index)	>0.90	1.000	1.000
比較配適度指標(comparative fit index)	>0.90	1.000	1.000

2. 整體路徑分析

整體路徑分析全面檢視研究模型中各變數之間的關係，以驗證假說 H2，有關是否為後代子孫繼位、薪酬結構以及對於財務績效之實證結果，並承敘假說 H1b 的實證結論，在薪酬結構制定上，家族企業創辦人退位後，後代子孫繼位者之固定薪酬比率則會顯著大於專業經理人、權益類別薪酬比例為顯著少於專業經理人，並更進一步的分析對公司績效(*ROA*)與市場績效(*BHR*)的影響。

(1) 公司績效(*ROA*)

根據表 4-2-5 Panel A 實證結果顯示，接班人是否為家族成員(*FAM*)透過固定類別薪酬(*REG*)對於財務績效(*ROA*)的直接效果為顯著負向影響(係數為-2.295，P 值為 0.000)，間接效果為顯著負向影響(係數為-0.054，P 值為 0.07)，總效果為顯著負向影響(係數為-2.350，P 值為 0.000)；而表 4-2-5 Panel B 實證結果顯示，接班人是否為家族成員(*FAM2*)透過權益類別薪酬(*REG*)對於財務績效(*ROA*)的直接效果為顯著正向影響(係數為 2.280，P 值為 0.000)，間接效果為顯著正向影響(係數為 0.057，P 值為 0.06)，總效果為顯著正向影響(係數為 2.337，P 值為 0.000)。綜上所述，家族企業創辦人退位後，繼位者若是為家族成員，其固定薪酬越多，對於公司績效(*ROA*)會有顯著負面的影響，繼位者若是專業經理人，其權益類別薪酬越多，對於公司績效(*ROA*)會有顯著正面的影響，與假說 H2 預期結果相同。

(2) 市場績效(*BHR*)

根據表 4-2-6 Panel A 實證結果顯示，接班人是否為家族成員(*FAM*)透過固定類別薪酬(*REG*)對於市場績效(*BHR*)的直接效果為負向影響(係數為-0.563，P 值為 0.400)，間接效果為正向影響(係數為 0.034，P 值為 0.320)，總效果為負向影響(係數為-0.598，P 值為 0.395)；而表 4-2-5 Panel B 實證結果顯示，接班人是否為家族成員(*FAM2*)透過權益類別薪酬(*REG*)對於市場績效(*BHR*)的直接效果為負向影響(係數為-0.232，P 值為 0.457)，間接效果為正向影響(係數為 0.034，P 值為 0.322)，總效果為正向影響(係數為 0.267，P 值為 0.451)。綜上所述與假說 H2 預期結果不同。

表 4-2-5 繼位者與公司績效-薪酬結構之間接效果分析

Panel A 路徑：接班人是否為家族成員(FAM)→固定類別薪酬(REG)→公司績效(ROA)											
自變數	應變數	直接效果			中介效果			總效果		中介占總效果之比例	
		路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值		顯著性 ^a
接班人是否為家族成員 (FAM) ^b	財務績效 (ROA)	-2.295	-4.63	***	-0.054	-1.39	*	-2.350	-4.81	***	2.29%

Panel B 路徑：接班人是否為家族成員(FAM2)→權益類別薪酬(EQI)→公司績效(ROA)											
自變數	應變數	直接效果			中介效果			總效果		中介占總效果之比例	
		路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值		顯著性 ^a
接班人是否為家族成員 (FAM2) ^b	財務績效 (ROA)	2.280	4.93	***	0.057	1.55	*	2.337	4.98	***	2.43%

註：
^a顯著性細單尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%之顯著水準
^bFAM：接班人是否為家族成員，若是 1 為後代子孫接班，否則為 0； FAM2：接班人是否為家族成員，若是專業經理人接班，否則為 0

表 4-2-6 繼位者與市場績效-薪酬結構之間接效果分析

PanelA 路徑：接班人是否為家族成員(FAM)→固定類別薪酬(REG)→市場績效(BHR)											
自變數	應變數	直接效果			中介效果			總效果		中介占總效果之比例	
		路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值		顯著性 ^a
接班人是否為家族成員 (FAM) ^b	市場績效 (BHR)	-0.563	-0.03	不具顯著	0.034	0.08	不具顯著	-0.598	-0.03	不具顯著	-5.68%

PanelB 路徑：接班人是否為家族成員(FAM2)→權益類別薪酬(EQI)→市場績效(BHR)											
自變數	應變數	直接效果			中介效果			總效果		中介占總效果之比例	
		路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值		顯著性 ^a
接班人是否為家族成員 (FAM2) ^b	市場績效 (BHR)	-0.232	-0.14	不具顯著	0.034	0.05	不具顯著	0.267	0.15	不具顯著	12.7%

註：
^a顯著性細單尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%之顯著水準
^bFAM：接班人是否為家族成員，若是 1 為後代子孫接班，否則為 0； FAM2：接班人是否為家族成員，若是專業經理人接班，否則為 0

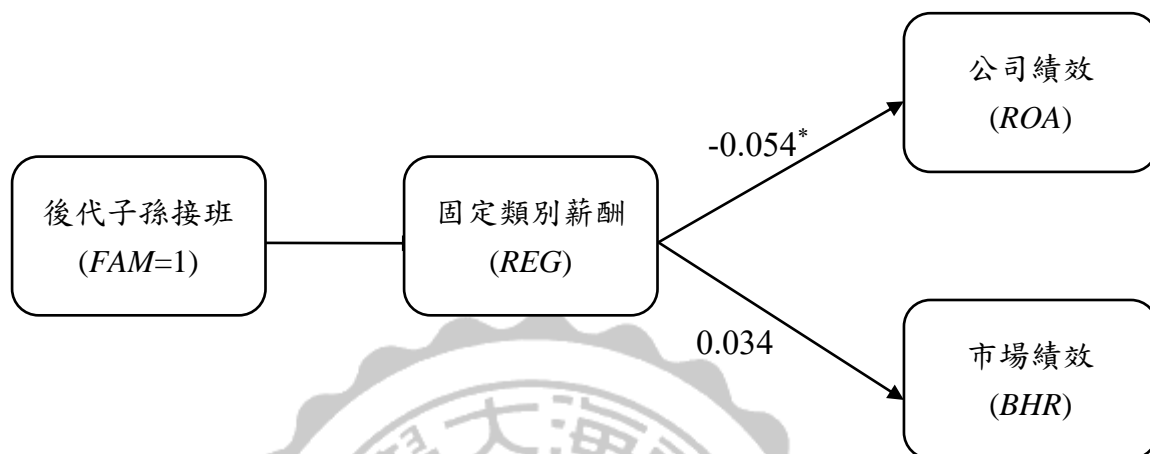


圖 4-1 後代子孫接班對財務績效之中介影響

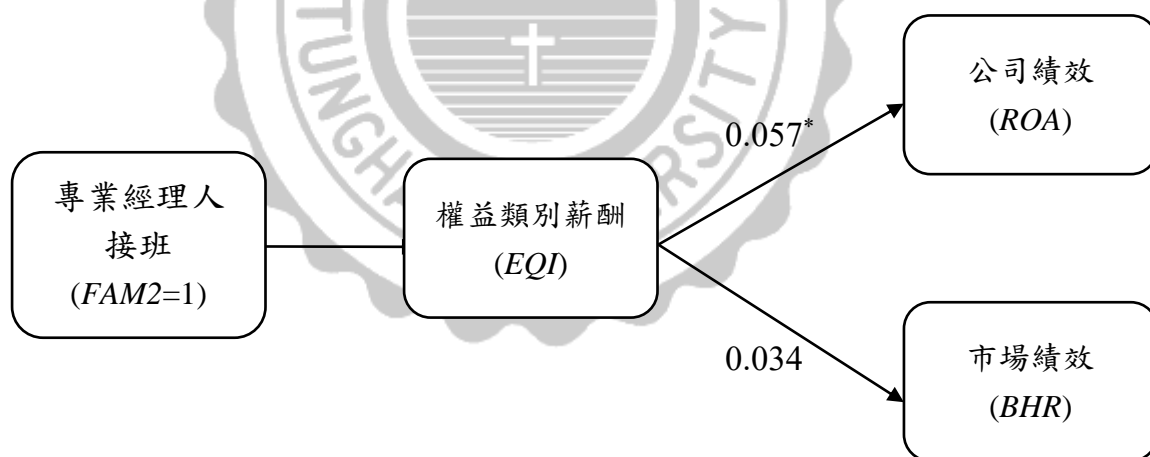


圖 4-2 專業經理人接班對財務績效之中介影響

第三節 敏感性測試

本研究為了更穩健的檢驗假說 H2，將對於衡量公司績效中的市場績效進行敏感性測試，並改用以累積異常報酬(Cumulative Abnormal Returns, CAR)來衡量。

1. 整體結構方程式分析

本研究採用 Stata 軟體進行結構方程(SEM)模式來驗證假說 H2 之市場績效面衡量，並使用絕對配適度(SRMSR, RMSEA)與增值配適指標(CFI, TLI)做為判定標準，並將配適度結果列於表 4-3-1 中。結果顯示，SRMSR 與 RMSEA 皆為 0，CFI 與 TLI 皆為 1，表示此模型擁有良好之配適度。

表 4-3-1 整體模型是配度-市場績效

模型配適度指標	判定標準	固定薪酬模型配適度	權益薪酬模型配適度
標準化殘差均方和平方根(standardized root mean squared residual)	<0.05	0.000	0.000
漸進殘差均方根(root mean square error of approximation)	<0.05	0.000	0.000
非規準配適指標(tucker-lewis index)	>0.90	1.000	1.000
比較配適度指標(comparative fit index)	>0.90	1.000	1.000

2. 整體路徑分析

CAR 的檢定結果與 BHR 結論一致，皆未發現薪酬結構明顯之中介效果。根據表 4-3-2 Panel A 實證結果顯示，接班人是否為家族成員(*FAM*)透過固定類別薪酬(*REG*)對於市場績效(*CAR*)的直接效果與間接效果皆為負向影響(係數分別為-9.527 與-0.103，P 值為 0.244 與 0.441)，總效果為負向影響(係數為-9.631，P 值為 0.242)；而表 4-3-2 Panel B 顯示，接班人是否為家族成員(*FAM2*)透過權益類別薪酬(*REG*)對於市場績效(*CAR*)的直接效果為正向影響(係數為 9.527，P 值為 0.236)，間接效果為正向影響(係數為 0.188，P 值為 0.397)，總效果為正向影響(係數為 9.715，P 值為 0.231)。綜上所述與假說 H2 符號預期一致，惟不具顯著性。

表 4-3-2 繼位者與市場績效-薪酬結構之間接效果分析

PanelA 路徑：接班人是否為家族成員(FAM)→固定類別薪酬(REG)→市場績效(CAR)											
自變數	應變數	直接效果			中介效果			總效果		中介占總效果之比例	
		路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值		顯著性 ^a
接班人是否為家族成員(FAM) ^b	→ 市場績效(CAR)	-9.527	-1.09	不具顯著	-0.103	-0.61	不具顯著	-9.631	-1.13	不具顯著	1.07%

PanelB 路徑：接班人是否為家族成員(FAM2)→權益類別薪酬(EQD)→市場績效(CAR)											
自變數	應變數	直接效果			中介效果			總效果		中介占總效果之比例	
		路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值	顯著性 ^a	路徑係數	t 值		顯著性 ^a
接班人是否為家族成員(FAM2) ^b	→ 市場績效(CAR)	9.527	1.09	不具顯著	0.188	0.61	不具顯著	9.715	1.15	不具顯著	1.94%

註：

^a 顯著性細單尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%之顯著水準

^b FAM：接班人是否為家族成員，若是 1 為後代子孫接班，否則為 0； FAM2：接班人是否為家族成員，若是專業經理人接班，否則為 0

第五章 研究結論與建議

第一節 研究結論

本研究針對台灣的家族創始企業中，以接班為主軸，瞭解創辦人轉移經營權之薪酬水準佈局模式，且探討不同繼位者之激勵誘因對於財務績效的影響，並經過敏感性測試，主要發現如下：

1. 薪酬水準

本研究結果顯示後代子孫接班與薪酬水準為顯著正相關，亦即家族企業創辦人退位後，繼位者為後代子孫接班之薪酬高於專業經理人接班，此結論符合蘇義程(2014)的看法相同，在台灣的家族企業中，家族成員利益為優先之考量，並且同時也符合「肥水不落外人田」的華人東方社會思考框架。

2. 薪酬結構

本研究結果顯示後代子孫接班與權益類別薪酬結構比率為顯著負相關，亦即家族企業創辦人退位後，繼位者為後代子孫接班之權益類別薪酬比率會少於專業經理人，換言之，後代子孫接班之固定薪酬比率會高於專業經理人。家族情感依附濃厚，故創辦人對於繼位者的薪酬佈局上，會確保家族成員能夠享有薪酬保障，然而若是繼位給專業經理人，期盼薪酬機制設計能調其與創業家族間之利益，創辦人會將經理人之薪酬與績效做掛勾。

3. 薪酬績效動因

本研究結果顯示，在公司績效方面若是以薪酬結構當中介效果，專業經理人繼位之權益類別薪酬績效動因優於後代子孫接班之固定薪酬績效動因，故後代子孫接班之薪酬與績效的敏感度，顯著少於專業經理人。然而在市場績效方面，若是以薪酬結構為中介效果，本研究並未發現有影響。

第二節 管理意涵與研究貢獻

隨著時光流逝，許多企業正面臨接班之議題，然而在接班的過程中，創辦人之佈局為企業奠基了企業未來發展的脈絡，本文實證研究補足接班人薪酬結構的分配傾向，望能給予台灣企業創辦人安排接班過程時之參考，並且期盼能夠勾起各界對於接班人薪酬議題之關注。

當創辦人面臨退位之際，若是繼位給後代子孫，應聚焦於如何在其財富原賦點上持續的創造激勵效果，且家族企業本身人事組織結構與一般企業有所差異，容易造成資訊較為封閉、且內外疏於互通有無，導致繼位者的薪酬水準雖然較高，但對於企業績效並沒有較好，且該注意繼位者權力是否過於龐大，進而弱化了董事會的監督效果，容易使薪酬以及績效連結失效，故在制定薪酬合約時，應更理性的考量是否合理，而非感性的侷限在家族情感。然而，從本文實證研究方面得知繼位給專業經理人之薪酬水準較低，但蔡柳卿與楊朝旭(2004)提出若企業發放經理人薪酬時無法達到預期，經理人不但未達到激勵效果，且容易做出傷害股東權益之決策，故本研究認為，在一個合理的範圍之內，若是家族成員能夠更將經理人視如己出，雙方達成為以企業績效為優先的共識後，才能得到雙贏的局面。

第三節 研究限制與建議

本研究係針對台灣 1998 年至 2017 年之家族企業探討其繼位者薪酬與績效之關聯，然而金管會於 2006 年 1 月 16 日修正公開發行公司年報應行記載事項準則，其中第 11 條之修正主要內容為將董酬揭露方式由「個別揭露」改為「總額揭露」及揭露各級距人數，故本研究在變數捕捉方面受到限制，因此本研究只可取得薪酬平均值，無法深入探討。

在台灣探討繼位與薪酬之研究甚少，但薪酬議題卻一直是各界都關注且務實之議題，應加多深入研究，然而本研究在市場績效的部分，使用了兩個普遍衡量市場績效之變數代理，為累積異常報酬(CAR)與買入並持有異常報酬(BHR)都未獲得支持，未來研究若能尋求更精確之衡量變數，便能使此議題更具完整。

參考文獻

- 台灣董事協會，2017，2016 華人家族企業報告。網址：http://twiod.org/index.php?option=com_sppagebuilder&view=page&id=82
- 金昌民，2004，公司治理在家族企業之應用－宏傳電子股份有限公司實例探討，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 林嬋娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第 48 期：1-33。
- 林穎芬與劉維琪，2003，從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用性，管理學報，第 20 卷第 2 期：365-395。
- 邱皓政，2011，結構方程模式：LISREL/SIMPLIS 原理與應用。
- 翁鶯娟與楊朝景，家族接班人對企業興業價值影響之研究，國立高雄應用科技大學高階經營管理研究所碩士在職專班。
- 張力、林翠蓉、侯啟娉與馬文利，2010，所有權型態、經理人行為與總經理異動關係之實證研究，台灣管理學刊，10 卷 2 期：149-169。
- 葉銀華，2015，公司治理：全球觀點、台灣體驗。
- 蔡柳卿與楊朝旭. 2004. 會計盈餘之監督與評價角色關聯性之研究：台灣實證結果. 風險管理學報, 6(2), 119-154.
- 劉韻僖與林玟廷，2010，CEO 權力與薪酬關係之實證研究-代理和資源依賴觀點. 中原企管評論, 8(1), 35-59.
- 賴運霆，2015，審計委員會權益薪酬之決定因素. 臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 謝孟純，2015，創始企業之 CEO 接班與企業績效－所有權與經營權策略佈局的考量，東海大學會計學研究所碩士論文。
- Anderson, R. C., and Reeb, D.M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58(3): 1301-1328.
- Barontini, R.M., and S. Bozzi. 2010. CEO Compensation and performance in family firms. *Available SSRN* 1557321.
- Bennedsen, M., Fan, J. P., Jian, M., and Yeh, Y. H. 2015. The family business map: Framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession. *Journal of Corporate Finance*, 33, 212-226.
- Brun de Pontet, S., Wrosch, C., and Gagne, M. 2007. An exploration of the generational differences in levels of control held among family businesses

- approaching succession. *Family Business Review*, 20(4), 337-354.
- Chung, C. N., and Luo, X. R. 2013. Leadership succession and firm performance in an emerging economy: Successor origin, relational embeddedness, and legitimacy. *Strategic Management Journal*, 34(3), 338-357.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Sharma, P. 2005. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(5), 555-576.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asia corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 81-112.
- Core, J.E., R. W. Holthausen, and D. F. Larker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3): 371-406.
- Cohen, S., and Lauterbach, B. 2008. Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 4-15.
- Cyert, R. M., Kang, S. H., & Kumar, P. 2002. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science*, 48(4), 453-469.
- Cziraky, D., 2004. , LISREL 8.5: A program for Structural Equation Modelling with latent variables. *Journal of Applied Econometrics*, 19(1): 135-141.
- Daspit, J. J., Holt, D. T., Chrisman, J. J., and Long, R. G. 2016. Examining family firm succession from a social exchange perspective: A multiphase, multistakeholder review. *Family Business Review*, 29(1), 44-64.
- Finkelstein, S., and Hambrick, D. C. 1988. Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, 9(6), 543-558.
- Francisco, P. G., 2006. Inherited Control and Firm Performance. *American Economic Review*, VOL. 96, NO. 5,: 1559-1588.
- Gephart, R. P., 1978. Status degradation and organizational succession: an ethnomethodological analysis. *Administrative Science Quarterly*, 23: 553-581.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- Hair, J. F. Anderson, R. E. Tatham, R. L., and Black, W. C. 1998. *Multivariate Data Analysis*, USA: Prentice Hall.
- Jensen, M.C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):

305-360.

- Jensen, M.C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- Kaplan, R. S., and Norton, D. P. 2001. Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management: Part I. *Accounting Horizons*, 15(1), 87-104.
- McConaughy, D. L. 2000. Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance. *Family Business Review*, 13(2), 121-131.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Perry, T., and Zenner, M. 2000. CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation. *Wake Forest L. Rev.*:35-123.
- Preacher, K. J., and Hayes, A. F. 2008. Asymptotic and resampling strategies for assessing and comparing indirect effects in multiple mediator models. *Behavior Research Methods*, 40(3), 879-891.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., Buchholtz, A. K. 2001. Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Tagiuri, R., and Davis, J. 1996. Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199-208.