

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

董監薪酬與公司績效之敏感性分析

- 家族與非家族企業之比較

The Relationship Between Director Compensation And Firm
Performance - Comparing With Family And Non-family Firms

指導教授：陳家偉 博士

研究生：李蕙汝

中華民國 101 年 7 月

東海大學碩士學位論文

學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 李蕙汝 君

所提之論文(中文)： 董監薪酬公司績效之敏感性分析

-家族與非家族企業之比較

(英文)： The Relationship between Director Compensation and

Firm Performance -Comparing with Family and Non-Family Firms

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人	<u>曾耀鋒</u>	教授	
考試委員	<u>曾耀鋒</u>	教授	教授
	<u>葉瑋玲</u>	教授	<u>陳家偉</u> 教授
指導教授	<u>陳家偉</u>	教授	教授
系所主任	<u>張永和</u>	教授	教授

中華民國 101 年 6 月 27 日

摘要

董監事一直以來被認為是監督經理人的重要機制亦為公司治理因素之一，公司也都不吝給予董監事高額報酬，但是，董監事領取高額報酬是否真能替公司帶來更好的效益呢？現今並無一致的定論。近來，「肥貓董監事」議題逐漸發酵，上市櫃公司董監薪酬之適當性，引發了外界許多質疑。然而，這些坐領高薪的董監事是否能發揮其職責而有效地監督管理者呢？引發了本文首要探討之動機。再者，過去文獻大多指出，在家族企業中董監事之職責較一般公司不同，家族企業之董監事多以家族成員或是相關成員所組成，其主要之職責以「監督」為輔、「諮詢」之主，若欲藉由薪酬來反映董監事之監督效果，則家族企業之董監薪酬與績效之相關性，為本文欲深入探討之議題。本文利用 2006 年至 2010 年台灣上市上櫃公司包含 1,205 間公司所屬之 5,421 年度資料，進行董監薪酬與公司績效之迴歸分析，實證結果發現，董監薪酬與公司績效呈現同方向之變動，即當董監事支領之薪酬愈高，公司績效之改善幅度亦會愈多，與過去文獻結果大多相符。而在考慮了家族企業之特性後，本文發現董監薪酬與公司績效之正向相關會因為家族控制型態而削弱，則在家族企業中，董監薪酬與公司績效之敏感程度較非家族企業低。根據 Linn and Park (2005) 研究指出，董監事酬勞乃是反映公司對監督效果之需，則若欲藉由增加董監薪酬之方式，促進董監事更善盡其監督職責，在家族企業相對較無效，本文之實證結果隱含著家族企業董監事薪酬之發放，非為仰賴其所能發揮之監督功能而是較符合諮詢之角色。

關鍵字:董監薪酬、公司績效、家族企業

Abstract

The director may be an important mechanism that supervises management directly, and director compensation has become a fashionable topic. Can directors who receive high compensation supervise efficiently the managers of firm? Furthermore, several studies document that the function of board in family firms are different from in non-family firms. The directors of board in family firms are more like the advisers, because they are composed by family members, and the family owns the control rights in the board. The purpose of this paper is to exam the relationship between director compensation and firm performance in family-control firms by using the listed firms in Taiwan from 2006 to 2010. We find that there is a positive relationship between director compensation and firm performance, but the relation will decline in family firms.

Keywords: Director Compensation, Firm Performance, Family Firm

目錄

摘要.....	I
Abstract.....	II
壹、緒論.....	1
貳、文獻探討與假說建立.....	4
一、董監薪酬與公司績效.....	4
二、董監事之職責與家族特性.....	4
參、資料來源與研究方法.....	6
一、樣本選取.....	6
二、變數衡量.....	6
肆、實證結果.....	10
一、敘述統計量.....	10
二、董監薪酬與公司績效之敏感性分析.....	10
三、穩健性分析.....	11
伍、結論.....	13
參考文獻.....	15

表目錄

表一、敘述統計.....	21
表二、比較統計.....	22
表三、董監薪酬與公司績效.....	23
表四、董監薪酬與公司績效－替代方法.....	24
表五、董監薪酬與公司績效－替代樣本.....	25
表六、董監薪酬與公司績效－替代變數.....	26

壹、緒論

近年來，國內外公司弊案頻傳，公司治理意識逐漸抬頭，我國政府於 2002 年仿效美、英各國引進獨立董事機制¹，藉由增加董事會之獨立性來強化董監事的監督職能，提高決策品質與效率，以減少公司舞弊之可能性。為了推動董監事責任險之普及，政府 2009 年規定上市櫃公司需強制公布董監事責任險之投保情形，以保護董監事因為業務執行而可能面臨的訴訟風險，使其在行使職權時無後顧之憂；更於 2011 年 3 月頒布「薪資報酬委員會之設置與職權行使辦法」，強制規定所有上市上櫃及興櫃之公司均需設置薪資報酬委員會，健全公司高階主管的考核和薪酬管理制度，防範不合理之董監事及經理人薪酬，強化公司治理結構。政府改革步伐不停歇，更突顯了台灣公司治理之不足與其重要性。

瑞士洛桑國際管理學院(International Institute for Management Development, IMD)於 1999 年發表之「世界競爭力報告」指出，台灣由 1998 年的第 16 名滑落至第 18 名，其中一個重要的原因即是「公司董監事功能不彰」。檢視國內董事會結構可分為內部董事及外部董事；內部董事係指由公司大股東或在公司擔任高階主管或其配偶及二等親等內部人出任之董事；而外部董事則為不實際參與公司業務執行，與公司控制者或大股東無利害關係，但需具備相關知識與經驗之專業人士，因而又稱獨立董事或公益董事。內部董事因為任職於公司，故參與董事會決策時無法表達客觀地表達立場，使監督功能及績效評等之客觀性受到質疑(Weisbach, 1988)。而外部董事雖不因僱傭關係受限於公司經營者，但在政府修法前，國內自願設置獨立董事的公司並不多，獨立董事雖空有客觀、獨立的特性可以有效地制衡管理階層但卻沒有舞台可供其發揮，再再地顯示過去台灣公司之董事會效能有限，Yeh et al. (2001)研究指出，台灣上市櫃公司普遍存在控制股東，因此造成董事會、監察人功能不彰；不僅如此，在國外之相關文獻中亦可發現支持上述論點之研究，Jensen (1993)、Core et al. (1999)與 Brick et al. (2006)指出，缺乏效率的董事會無法有效監督公司經營，造成公司價值下降；也就是說，如果董監事能夠發揮其監督的功能，降低經理人與股東之間的代理問題，能有效地提高公司績效並達到公司治理的目的(Fama, 1980、Fama and Jensen, 1983、Williamson, 1983)。董監事一直以來被認為是監

¹ 證期會與證交所於 2002 年修訂相關法規，規定新申請上市櫃者須設置獨立董事 2 名，獨立監察人 1 名。

督經理人的重要機制亦為公司治理因素之一，公司也都不吝給予董監事高額報酬，但是，董監事領取高額報酬是否真能替公司帶來更好的效益呢？現今並無一致的定論。近來，「肥貓董監事」議題逐漸發酵，上市櫃公司董監薪酬之適當性，引發了外界許多質疑。然而，這些坐領高薪的董監事是否能發揮其職責而有效地監督管理者呢？引發了本文首要探討之動機。再者，過去文獻大多指出，在家族企業中董監事之職責較一般公司不同，家族企業之董監事多以家族成員或是相關成員所組成，其主要之職責以「監督」為輔、「諮詢」之主，若欲藉由薪酬來反映董監事之監督效果，則家族企業之董監薪酬與績效之相關性，為本文欲深入探討之議題。

Yeh et al. (2001)研究指出台灣上市櫃公司有 76% 主要為家族控制型態，66.45% 董事會由家族成員掌控，顯示欲探討公司治理相關議題，家族控制之特性是不可忽略的。而關於家族企業之公司治理，過去文獻結論也不盡相同，有些學派認為在家族企業中，其家族成員持股愈多，愈有誘因監督公司之運作，提升公司績效(Anderson and Reeb, 2003)，且較能夠直接監督管理當局(Alil et al., 2007)，有效地降低公司擁有者與經營者之間的代理問題(Villalonga and Amit, 2006)，表示家族控制型態之公司，其利益結合效果大於利益侵略效果。另一方面，Anderson and Reeb (2003)亦指出，若家族成員參與經營程度愈高，不但公司績效會愈差，高階主管薪酬水準、薪酬績效連結性均較低，其主要原因為家族企業下，薪酬發放以追求家族成員安定及和諧為主要目的，故與績效連結度較低(林穎芬與劉維琪，2003)。

Linn and Park (2005)研究發現，董監事酬勞乃是反映公司對其監督效果之需求，然而，在台灣坐領高薪的董監事是否能扮演好監督公司的角色，強化公司治理進而為公司帶來良好的績效是本文首要關切的議題。另一方面，台灣上市櫃公司普遍存在控制股東之特性，而控制股東家族實際掌握了公司經營決策與董事會的議程主導，故董監事在家族企業中較欠缺獨立性，其主要之職責非為監督之功能(Ching et al., 2002)，而是傾向諮詢之角色。若董監薪酬為監督效果之代理變數，欲促使董監事發揮其監督之功能，進而提升公司績效，在家族企業中是否仍能有效？引發了本文欲深入探討之動機。本文以 2006 年至 2010 年台灣上市櫃公司為研究樣本探討董監薪酬與公司績效之敏感度分析，實證結果發現：董監薪酬與公司績效呈現同方向變動，即若增加董監薪酬會導致公司績效亦

有所成長；進一步考慮台灣上市上櫃公司存在家族控制之特性，本文發現相較於非家族企業，家族控制的公司型態會削弱董監薪酬與公司績效的敏感度，欲藉由增加薪酬以強化董監事之監督職責進而提升公司績效，此方法在家族企業中是相對無效的，亦符合家族企業董監事薪酬之發放，非為仰賴其所能發揮之監督功能而是較符合諮詢之角色。

過去研究中雖不乏探討董監薪酬與公司績效之相關文獻，但卻未考慮兩者之間變動量的影響；以原始資料作迴歸分析，主要探討董監薪酬對公司績效絕對相關，而使用變動量則是可看出兩者之間的相對變化，更能顯現出董監薪酬與公司績效變動方向之一致性。再者，本文主要之貢獻在於加入了台灣上市上櫃公司多為家族企業之特性，以補足過去文獻在此方面著墨不足之情形。本文以董監薪酬作為對監督需求之代理變數，探討當公司仰賴董監事職責之程度愈高時，增加其薪酬(自變數)能有效地提升公司績效(應變數)；有別於過去文獻，多以探討誘因薪酬制度之有效性，即當績效(自變數)增加時，董監薪酬(應變數)亦會隨之增加。相關研究結果皆發現，若以董監薪酬作為監督需求之代理變數時，增加董監薪酬能夠有效地提升公司績效，但在家族企業的這種特殊控制型態中上述之代理問題是不存在的。故本文與其他文獻不同之處在於，更進一步探討在家族企業中，董監薪酬與公司績效之變動方向是否一致。

本文其餘章節分布如下：第貳章為過去文獻之探討並建立本文之假說、所使用之變數、資料來源與研究方法則列於第參章、第肆章呈現了實證結果與穩健性分析，最後將結論列於第伍章。

貳、文獻探討與假說建立

一、董監薪酬與公司績效

過去文獻對於董監薪酬與公司績效之相關研究，雖然有少數抱持著負面或是中立之看法²，但大多數仍支持兩者之間呈現正向相關，如 Murphy (1985) 以股票報酬率作為公司績效之衡量指標時，發現董監酬勞與公司績效呈現正相關；此相關性在 Brown et al. (2003) 的研究中亦可獲得相同結論：其所提出之效率工資理論(Efficiency Wage Theory)認為，有較高薪酬水準的組織較有能力吸引、留住及激勵最佳的員工，故會有較高的績效。而從代理理論的角度而言，高階主管薪酬計畫有助於降低代理問題 (Jensen and Meckling, 1976)，並獲得實證結果之支持(Coughlan and Schmidt, 1985)。另外，Ryan and Wiggins (2003)認為董監薪酬是一個加強公司治理的機制，公司設有獨立董事通常會伴隨著好的公司治理，若將其薪酬與績效作連結，將促使董監事與股東之目標更接近，因而減少代理成本並有效地改善公司績效。在國內相關研究方面，洪榮華、陳香如與王玉珍(2005)指出，在高報酬激勵下，董監事較能發揮其興利監督的治理功能，對公司績效產生助益，並提升公司治理機制(吳琮璠與黃娟娟，2009)。總結上述，公司治理機制與公司績效有著密不可分之關聯性，董監事又扮演著監督經理人的重要角色，若將董監薪酬視為對於監督效果存在需求之代理變數時，則董監事支領的薪酬愈多，代表其願意更認真盡責地為公司監督經理人，公司績效會因此而增加。

二、董監事之職責與家族特性

過去研究皆指出許多上市公司存在最大控制股，且以家族控股為主要型態 (Claessens et al., 2000、La Porta et al., 1999)；Yeh et al. (2001)更發現，在台灣有 76%之上市公司屬於家族企業，且最大家族之平均控制權為 26%，在如此濃厚的家族色彩之下，公司股權特性成為了不可忽視的因素。Fama and Jensen (1983)指出，家族控制公司能夠

² Benston (1985) 實證發現，高階主管之酬勞與公司績效之間並無任何關聯，因為其個人財富受本身所持有之股數影響，當公司股票報酬大幅振盪時，經營者可望獲取(損失)之利得(損)為其酬勞五倍之多，只有在股票報酬振幅在 10%以內時，董監薪酬才會比股票價值更為重要。如果董監事酬勞乃是反映公司對監督效果之需(Linn and Park, 2005)，董監酬勞愈多表示公司監督經營者的誘因更大，公司治理愈不好(Brick et al., 2006)；而以負債比率當作對監督效果需求之代理變數時，當負債比率增加表示股東權益受到侵害 (Jensen, 1986; Williamson, 1988)，公司內部治理機制不盡完善，需倚賴董監事發揮其監督職責，則會傾向支付較多之董監事薪酬。

消除權益的代理問題，使得管理階層與股東之利益目標更一致；Anderson and Reeb (2003)亦發現，若以 ROA 與 Tobin's Q 當作績效之代理變數時，家族企業不但在公司績效優於非家族企業，且發生舞弊的機率亦顯著較低，此隱含我國家族企業的利益結合效果大於侵略效果(林嬋娟與張哲嘉，2009)。由上述文獻可推論：相較於非家族企業，家族企業因為降低了股東與經營者之間的代理問題，故公司治理機制較佳，公司績效亦表現較好。然而，董監事為公司治理機制的重要因素之一，家族企業聘用家族成員擔任公司之董監事亦不足為奇且普遍存在於家族企業中，在存有此般利害關係下之董監事能否善盡職責以監督家族企業之經理人呢？許多研究雖然使用之樣本不同，但都得到相似的結果：如 Chen and Jaggi (2000)以香港為研究樣本指出，獨立董事與公司董事會效率呈現顯著正相關，但此相關性在家族企業中較微弱；Basu et al. (2007)則是研究在日本上市公司發現，由於家族企業以及財團關係公司所指派的經理人大多領取超額報酬，而此超額報酬對於未來的會計績效有負向的影響。而國內，廖秀梅、李建然與吳祥華(2006)亦指出，獨立董事人數會因為公司為家族控制型態而明顯減少，加上控制股東家族實際掌握著公司經營決策與董事會的議程主導，(外部或獨立)董監事基本上欠缺獨立性，能發揮的功能非常有限，故其監督之角色亦受到諸多限制(Ching et al., 2002)。綜合以上，家族控制型態之公司績效相對於非家族其表現較佳，但董監事又無法在家族企業中發揮其應有之監督、治理職責，可推論家族企業之績效優勢並非來自於董監事之監督功能，可能是因為代理問題降低所致。此舉引發了本文欲探討家族企業中董監事所領取的酬勞對於提升公司績效的有效性，即若以董監薪酬當作對監督效果存在需求之代理變數時，在董監事較無效率之家族企業中，欲藉由增加其薪酬進而提升公司績效之方法是否仍然有效？故本文之假說如下：

假說：在家族控制型態下，董監薪酬與公司績效之敏感度會降低。

參、資料來源與研究方法

一、樣本選取

根據我國金融監督管理委員會(金管會)於 2004 年修訂完成之「公開發行公司年報應行記載事項準則」,宣佈 2005 年起上市上櫃公司不再需要分別列示董監事與高階經理人的薪酬資訊,而改以彙總揭露方式為之;有鑑於此,董監事薪酬揭露僅能追溯至 2005 年,故本文以 2006 年至 2010 年台灣所有上市櫃公司為研究對象,並以變動量之方式探討董監薪酬與公司績效之間的敏感度。其中,董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ),於排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制³與資料缺漏的樣本公司後,最終樣本包含 1,205 公司所屬之 5,421 筆年度資料。

二、變數衡量

本文的實證設計乃著重在探討董監薪酬在家族及非家族的特性下與公司績效的相關性,迴歸式中所使用的變數即可大致區分為績效變數、董監薪酬與家族定義變數及可能同時影響公司績效的控制變數。所有變數皆取自於台灣經濟新報(TEJ),定義與衡量方式分別說明如下:

1、公司績效

本文用以捕捉公司績效的主要變數或應變數為資產報酬率,其計算方式乃稅前息前折舊前淨利除以資產總額;資產報酬率的增加即隱含了公司價值的上升。該變數除了反應公司的財報訊息,在過去的實證研究中亦曾被廣泛的引用(例如:Anderson and Reeb, 2003、Kang and Shirdasani, 1995、Kato and Kubo, 2006、Kren and Kerr, 1997 and Mehran, 1995);雖然資產報酬率具有不易受市場因素或突發事件影響的特性,並能準確反映公司經營狀況或能力,但在財報上的盈餘容易遭人窗飾或操弄的前提下,本文另輔以股東財富(Murphy, 1996)於穩健性分析中替代資產報酬率,並彌補其潛在性無法反應公司真實價值的限制。股東財富的計算方式乃以前一樣本年度的股票收盤價乘上流通在外股數

³ 原始樣本非曆年制公司包含:1258 F-其祥、3087 翔準、9104 萬宇科、910482 聖馬丁、910708 新傳媒、910801 金衛、910861 神州、910948 Z-Obee、911610 聯環、911613 特藝、911616 杜康與 911619 HISAKA。

與樣本年度內的股票報酬率；該變數雖未納入報表上的數據，但其反應公司未來價值的特性，似乎亦能具體捕捉股東所認定或預期之公司價值。於實證過程中，因本文乃著重在分析薪酬變動與績效變動的相關性，故上述公司績效變數於迴歸分析中皆採變動量表示之。

2、 董監薪酬

國內自 2005 年起已不再揭露個別董監事的薪酬，並改以公布所有董監事的年度薪酬，是故本文以樣本年度內所有董監事的薪酬總和除以支薪的董監事人數來做為董監事薪酬的衡量變數⁴。其變動量(Δ 董監薪酬)則為樣本年度的董監薪酬與前一年度之董監薪酬的差異。

3、 家族企業

家族企業及其相關議題近年持續受到學術與實務界的重視，其原因除了家族企業乃各國，尤其是亞洲地區，的主要型態之外，家族企業的運作方式亦參雜了複雜的人為因素，以致於傳統財務理論往往未必能套用於家族企業的管理。然而，在文獻廣泛討論家族企業的同時，家族企業的定義也隨著不同學者的看法而存在多樣的衡量方式。舉例而言，Gomez-Mejia et al. (2003)即認為同一家族中擁有董事會兩位或兩位家族成員以上席次即稱為家族企業；其中，同一家族是指公司董事會成員間具有配偶或二等親以內關係之成員。而國內學者，如葉銀華(1999)亦將配偶納入家族成員中，以家族成員所持有之持股比率超過 10%，且在董事會擁有之董事席次超過一半以上者定義為家族企業；周行一、陳錦村與陳坤宏(1996)另以董事長與總經理為同一人、父子、兄弟與三等親以內之親屬，且三等親內的親屬擔任董事會席次比率一半以上者視為家族企業。上述定義雖皆有其論點支持，但家族個別成員的認定過程除了耗時之外，卻也可能受制於研究者的主觀判斷；是故本文乃延續 La Porta et al. (1999)之定義，即以家族成員或公司最終控制者之直接持股與間接持股比率的方式來認定家族企業，並參考 Maury (2006)以控制持股超過 10% 以上樣本公司定義為家族企業。換言之，本文於實證中以一虛擬變數來區隔樣本

⁴ 依據資料庫所提供之變數定義，薪酬總和包含酬勞合計、現金股利、股票股利及董監事兼任所領取的薪資、退職金及獎金等。

中之家族與非家族企業；該變數為 1，即代表家族企業或控制持股於樣本年度內大於 10%。相反的，若該變數為 0，則代表非家族企業或控制持股於樣本年度內小於或等於 10%。

4、控制變數

於迴歸分析中，本文試圖捕捉董監薪酬變動對於公司績效變動的可能影響；然而，公司績效的變動往往亦受到其他因素的左右，例如樣本公司的特質與資本市場監督機制。疏於考量這類潛在變數與公司績效的相關性，董監薪酬於迴歸過程中所取得的係數則將可能被錯估。有鑑於上述疑慮，本文迴歸式中納入以下變數：公司規模、年齡、成長機會、董事會規模、大股東持股、董監持股、法人持股及經理人持股。

公司規模、年齡與成長機會隱含了個別公司的特性、生命週期與未來發展，這類特質對於公司的營運與展望具有一定的解讀能力，公司績效潛在性的也將因這些變數的差異而不同。於實證過程中，本文以樣本年度內的資產總額來代理公司規模，並以公司成立至樣本年度之年數來衡量公司年齡；然而，在考量資產總額與成立年數可能非常態分配的特性，本文於迴歸式中皆將其取自然對數。成長機會則以文獻上常被引用的 Tobin's q (Aivazian et al, 2005、Chan and Sutton, 2009)，其計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值(Chung and Pruitt, 1994)。當公司規模愈大，可在營運、行銷及財務方面達到規模經濟，提昇公司價值，因此，公司規模與公司績效呈正相關(Demsetz and Lehn, 1985、Orlitzky, 2001)；成長機會隱含了公司未來的發展，故成長機會愈高，公司之經營績效也會隨之增加(黃旭輝、黃一祥與張志向，2011)

除了上述代理公司特色的變數外，本文於自變數中亦納入可能影響公司績效之部份公司治理與衡量外部監督的變數，例如董事會規模(Velivath, 1999、Zahra and Pearce, 1989)、經理人(Morck et al, 1988)、董監事(廖秀梅、李建然與吳祥華，2006)、大股東(Brickley et al, 1988)及法人(Barnhart and Rosenstein, 1998、Leech and Leahy, 1991、Pound, 1988、Shleifer and Vishny, 1986)持股。董事會的規模乃樣本年度內的董事會人數，包含董事與監事⁵；持股變數則以樣本年度之持股比例表示之。Bacon(1973)、Kiel and

⁵ 我國董事會是採「雙軌制」，即董事會中包含了董事與監事。董事及監察人由股東大會選出，前者負責

Nicholson (2003)認為較多的董事會人數有較多的技術、知識與產業背景，會對於公司的經營決策提出更多的看法與建議，但在家族企業，若董事會規模愈大，由於內部易生不同派系，不易整合不同意見，反而使決策效率，對公司績效產生負面影響(廖秀梅、李建然與吳祥華，2006)。在內部人⁶持股方面，過去文獻結果各有不同，Jensen and Meckling(1976)提出「利益收斂假說」(Convergence-of-Interest Hypothesis)，即當內部人持股比例愈高時，公司若有損失時亦會損及自身的利益，因而有較大的誘因增進公司的經營績效，內部人持股比例與公司經營績效呈正相關，符合「利益收斂假說」。(Oswald and Jahera, 1991、Hudson et al, 1992、Vance, 1995、Yermack, 1996)；然而 Jensen 及 Ruback(1983)則提出「利益掠奪假說」(Conflict of Interest Hypothesis)，認為當管理經營者所持有之股權比例愈高時，因有足夠投票權或其工作保障性愈高，而產生怠職的情形，也或許會產生一些反接管行為(Anti-Takeover Behavior)，最終導致經營績效變差(Fan and Wong, 2002)。而法人股東因具有專業知識，較會積極介入董事會議程運作，甚至會指派若干董監事席次參與公司實際經營，形成另一種監督機制。故當外部機構投資人持股愈高時，愈有動機監督管理當局，進而提昇公司績效(Shleifer and Vishny, 1986、Leech and Leahy, 1991)。但 Barnhart and Rosenstein (1998)則認為法人持股亦可能符合「利益掠奪假說」，即機構法人持股比例與公司經營績效間為負相關。

經營而由後者負責監督公司，經營與監督分屬於不同的機構行使之；相較於雙軌制，「單軌制」之董事會，在公司機關設置上沒有獨立之監察人，業務執行機構與監督機構合而為一，董事會既是決策執行機構也是監督機構，不但具有業務執行之機能，而且具有監督業務執行之機能。

⁶ 包含了經理人、董監事與持有 10% 股數之大股東。

肆、實證結果

一、敘述統計量

本文利用 2006 年至 2010 年台灣上市櫃公司為主要樣本，並刪除金融業、管理股票、非曆年制與資料缺漏的樣本公司後，最終樣本包含共 1,205 間公司所屬之 5,421 筆年度資料，各變數之敘述統計量結果列於表一。由表一可看出資產報酬率之變動量是負的，表示台灣上市櫃公司近年來的報酬呈現下降的趨勢，但董監薪酬之變動則為正向，顯示國內之公司愈來愈傾發放董監事之薪酬，期望能藉此獲取董監事為公司帶來之效益，而全體研究樣本中有 88% 之公司屬於家族企業。本文進一步將所有樣本分為家族與非家族控制型態之公司，並以原始資料進行差異性分析(T test)，發現非家族企業之資產報酬率與董監薪酬皆高於家族企業且達到 1% 之顯著水準，而初步可看出非家族企業之公司規模較大、且未來之成長機會亦較高。而家族企業通常為設立年限較久之公司，且其關係人持股，例如大股東、董監、經理人與法人，皆顯著地較非家族企業高。兩類樣本之比較統計量與差異性檢定之結果列於表二。

二、董監薪酬與公司績效之敏感性分析

欲探討董監薪酬與公司績效之敏感度是否會因為家族控制之特性而降低，本文首先利用最小平方法(Ordinary Least Squares; OLS)檢驗以台灣上市櫃公司為研究樣本時，是否能得到與第貳章文獻回顧時所推論之結果相同，即董監薪酬與公司績效會呈現同方向之變動。迴歸分析結果列於表三，迴歸式(1)為董監薪酬對公司績效之單變量分析，可看出董監薪酬與公司績效呈現正相關且達到 1% 之顯著水準，表示兩者變動之方向是一致的，即若董監薪酬增加，則公司績效亦會增加，支持過去文獻之結果⁷；迴歸式(2)則為加入了其他可能影響公司績效之控制變數，上述結果依然不變，顯示董監薪酬確實為影響績效之重要因素之一。而進一步將家族企業之虛擬變數加入迴歸方程式中，迴歸式(3)指出，在家族企業中董監薪酬對公司績效之影響係數為 2.1⁸，相對於非家族企業之 3.285 明顯較低，表示迴歸式(1)所得到之正向相關會因為家族控制之特性而減弱；且加入了控

⁷ Murphy (1985) and Brown et al. (2003).

⁸ 為迴歸式(3)Δ董監薪酬係數(3.285)與交乘項係數(-1.185)之總和。

制變數之後，此削弱效果仍保持不變，列於迴歸式(4)。

上述之實證結果不但驗證了過去文獻所提出之董監薪酬與公司績效呈現同方向之變動關係，亦發現若以董監薪酬作為對於監督效果存有需求之代理變數時，則增加董監薪酬可以有效地促進董監事善盡其監督職責，提升公司績效；但此有效性卻會因為公司存在家族控制之特性而減弱。即欲藉由增加薪酬以強化董監事之監督職責進而提升公司績效，此方法在家族企業中是相對無效的，亦符合家族企業董監事薪酬之發放，非為仰賴其所能發揮之監督功能而是較符合諮詢之角色。

三、穩健性分析

為了補強上述之結果，本文另外於穩健性分析分別採用替代方法、替代樣本與替代變數以驗證實證結果，茲詳述如下：

1、董監薪酬與公司績效之敏感性分析-替代方法

此部份利用固定效果(Fixed effect)與隨機效果(Random effect)替代前一小節使用之最小平方法(OLS)，以驗證在使用不同的方法之下，董監薪酬與公司績效之間的敏感度是否仍為同方向變動，且此一正相關會因為家族控制之特性而削弱。實證結果列於表四，迴歸式(1)為使用固定效果之分析結果，迴歸式(2)為隨機效果之分析結果。由迴歸式(1)與(2)可看出不論使用固定效果或是隨機效果，董監薪酬與公司績效之變動量仍呈現同方向之變動，且在家族企業中兩變數之敏感性會較非家族企業低，實證結果仍保持不變，印證了本文結果之穩健性。

2、董監薪酬與公司績效之敏感性分析-替代樣本

為了排除不同產業及不同年度可能會造實證結果有所偏誤，本文進一步將樣本限縮至僅電子業與刪除可能受金融風暴影響之年度。其中，電子業佔本文之樣本約為 55%，亦為台灣上市櫃公司中最大的產業，在單一產業中之迴歸分析是否仍支持本文之實證結果，是此小節欲探討之問題。再者，2008 年爆發之金融風暴對台灣公司影響甚大，為了排除此一重大事件可能造成之偏誤，故本文將受影響之年度(2008 年至 2010 年)剔除，

又因金融風暴何時結束難以界定，因此，僅保留 2006 年至 2007 年之樣本以驗證實證結果之穩健性。替代樣本之迴歸分析結果列於表五，迴歸式(1)為限縮在電子業之樣本結果，迴歸式(2)則是排除 2008 年至 2010 年之樣本結果。迴歸式(1)與迴歸式(2)皆顯示董監薪酬與公司績效仍呈現同方向之變動關係，但會因為公司為家族控制之型態而削弱了上述之正相關，亦符合本文之實證結果。

3、董監薪酬與公司績效之敏感性分析-替代變數

雖然資產報酬率具有不易受市場因素或突發事件影響的特性，並能準確反映公司經營狀況或能力，但在財報上的盈餘容易遭人窗飾或操弄的前提下，本文另輔以股東財富於穩健性分析中替代資產報酬率，並彌補其潛在性無法反應公司真實價值的限制。股東財富的計算方式乃以前一樣本年度的股票收盤價乘上流通在外股數與樣本年度內的股票報酬率；該變數雖未納入報表上的數據，但其反應公司未來價值的特性，似乎亦能具體捕捉股東所認定或預期之公司價值，故本文以股票報酬率替代資產報酬率進行迴歸分析，並將結果列於表六。可發現不論是董監薪酬與公司績效之單變量分析(迴歸式(1))、加入家族企業特性之迴歸式(2)或是考慮其他可能影響公司績效之控制變數的迴歸式(3)，皆支持本文之實証結果，即董監薪酬與公司績效呈現同方向之變動，且此正向相關會因為家族控制型態而削弱。

伍、結論

1997年亞洲金融海嘯過後，公司治理意識逐漸抬頭；爾後，國內外弊案不斷再加上又經歷了2008年全球金融風暴，台灣不得不去思考如何建立一套健全之公司治理機制，防範於未然。於是，政府於2002年仿效美、英各國引進獨立董事機制，藉由增加董事會之獨立性來強化董監事的監督職能，提高決策品質與效率，以減少公司舞弊之可能性。為了推動董監事責任險之普及，政府2009年規定上市櫃公司需強制公布董監事責任險之投保情形，以保護董監事因為業務執行而可能面臨的訴訟風險，使其在行使職權時無後顧之憂；更於2011年3月頒布「薪資報酬委員會之設置與職權行使辦法」，強制規定所有上市櫃及興櫃之公司均需設置薪酬委員會，健全公司高階主管的考核和薪酬管理制度，防範不合理之董監事及經理人薪酬，強化公司治理結構。凡此種種，皆顯示了政府欲改善公司治理機制之決心與其重要性。

董監事一直以來被認為是監督經理人的重要機制亦為公司治理因素之一，公司也都不吝給予董監事高額報酬，但是，董監事領取高額報酬是否真能替公司帶來更好的效益呢？現今並無一致的定論。近來，「肥貓董監事」議題逐漸發酵，上市櫃公司董監薪酬之適當性，引發了外界許多質疑。然而，這些坐領高薪的董監事是否能發揮其職責而有效地監督管理者呢？引發了本文首要探討之動機。再者，過去文獻大多指出，在家族企業中董監事之職責較一般公司不同，家族企業之董監事多以家族成員或是相關成員所組成，其主要之職責以「監督」為輔、「諮詢」之主，若欲藉由薪酬來反映董監事之監督效果，則家族企業之董監薪酬與績效之相關性，為本文欲深入探討之議題。

本文利用2006年至2010年台灣上市上櫃公司為主要樣本，在刪除金融業、管理股票、非曆年制與資料缺漏之樣本公司後，最終樣本包含1,205間公司所屬之5,421年度資料。以資產報酬率作為公司績效之代理變數，並使用最小平方法(Ordinary Least Squares；OLS)進行董監薪酬與公司績效之迴歸分析，實證結果發現，董監薪酬與公司績效呈現同方向之變動，即當董監事支領之薪酬愈高，公司績效之改善幅度亦會愈多，與過去文獻結果大多相符。而在考慮了家族企業之特性後，本文發現董監薪酬與公司績效之正向相關會因為家族控制型態而削弱，則在家族企業中，董監薪酬與公司績效之敏感程度較非家族企業低。根據Linn and Park (2005)研究指出，董監事酬勞乃是反映公司

對監督效果之需，則若欲藉由增加董監薪酬之方式，促進董監事更善盡其監督職責，在家族企業相對較無效，本文之實證結果隱含著家族企業董監事薪酬之發放，非為仰賴其所能發揮之監督功能而是較符合諮詢之角色。

參考文獻

- 吳琮璠、黃娟娟(2009)，「公司治理機制是否影響會計師查核意見？」，*公司管理學報*，第 83 期，頁 65-98。
- 周行一、陳錦村與陳坤宏(1996)，「家族企業、聯屬持股與公司價值之研究」，*中國財務學刊*，頁 115-139。
- 林嬋娟、張哲嘉(2009)，「董監事異常變動、家族企業與公司舞弊之關聯性」，*會計評論*，第 48 期，頁 1-33。
- 林穎芬、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程度」，*管理學報*，第 20 卷，第 2 期，頁 365-395。
- 洪榮華、陳香如與王玉珍(2005)，「公司內部治理機制與公司績效之關係-股權結構與董事會特性的觀點」，*輔仁管理評論*，第 12 卷，第 3 期，頁 23-40。
- 葉銀華(1999)，「家族控股集團、核心公司與報酬互動之研究-台灣與香港證券市場之比較」，*管理評論*，第 18 卷，第 2 期，頁 59-86。
- 黃旭輝、黃一祥與張志向(2011)，「重大資本支出後的經營績效:成長機會與公司治理的角色」，*臺大管理論叢*，第 22 卷，第 1 期，頁 298-326。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華(2006)，「董事會結構特性與公司績效關係之研究—兼論台灣家族企業因素的影響」，*東吳經濟商學學報*，第 54 期，頁 117-160。
- Aivazian, Varouj A., Ying Ge, and Jiaping Qiu, 2005, "Can Corporatization Improve the Performance of State-Owned Enterprises Even Without Privatization?" *Journal of Corporate Finance* 11, 791-808.
- Alil, Ashiq, Tai-Yuan Chen, and Suresh Radhakrishnan, 2007, "Corporate Disclosures by Family Firms," *Journal of Accounting and Economics* 44, 238-286.
- Anderson, Ronald C., and David M. Reeb, 2003, "Founding-Family Ownership and Firm

Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance* 58, 1301–1327.

Bacon, J., 1973, “Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board,” New York: The Conference Board.

Barnhart, S. W., and S. Rosenstein, 1998, “Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis,” *The Financial Review* 33, 1-16.

Basu, Sudipta, Lee-Seok Hwang, Toshiaki Misudome, and Joseph Weintrop, 2007, “Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan,” *Pacific-Basin Finance Journal* 15, 56-79.

Benston, George J., 1985, “The Self-Serving Management Hypothesis: Some Evidence,” *Journal of Accounting and Economics* 7, 67-84.

Brick, Ivan E., Oded Palmon, and John K. Wald, 2006, “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?” *Journal of Corporate Finance* 12, 403-423.

Brickley, J. A., R. C. Lease, and Jr. Smith, 1988, “Ownership Structure and Finance Economics,” *Journal of Financial Economics* 26, 267-291.

Brown, Mark P., Michael C. Sturman, and Marcia J. Simmering, 2003, “Compensation Policy and Organizational Performance: The Efficiency, Operational, and Financial Implications of Pay Levels and Pay Structure,” *The Academy of Management Journal* 46(6), 752-762.

Bryan, Stephen H., Lee-Seok Hwang, April Klein, and Steven Lilien, 2000, “Compensation of Outside Directors: An Empirical Analysis of Economic Determinants,” Working Paper, New York University.

Chen, Charles J. P., and Bikki Jaggi, 2000, “The Association Between Independent Nonexecutive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong,” *Journal of Accounting and Public Policy* 19, 285-310.

Chen, Chia-Wei, and Ninon Sutton, 2009, “Growth Opportunities, Agency Conflicts, and the Effectiveness of Busy Outside Directors,” *The Official Publication of the Taiwan Finance*

Association 17.

Ching, Ken M., L. Michael Firth, and Oliver M. Rui, 2002, "Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings in Hong Kong," Working Paper, Hong Kong Polytechnic University.

Chung, Kee H., and Stephen W. Pruitt, 1994, "A Simple Approximation of Tobin's Q," *Financial Management* 23, 70-74.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H.P Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.

Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, 1999, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.

Coughlan, Anne T., and Ronald M. Schmidt, 1985, "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance," *Journal of Accounting and Economics* 7, 43-66.

Demsetz, H., and K. Lehn, 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

Fama, Eugene F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy* 88, 288-307.

Fama, Eugene, and Michael Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.

Fan, P. H., and T. J. Wong, 2002, "Corporate Ownership Structure and the Information of Accounting Earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.

Gomez-Mejia, Luis R. Martin, Larraza-Kintana, and Marianna Makri, 2003, "The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations," *Academy of Management Journal* 46, 226-237.

Hudson, C., J. Jahera, and W. Lloyd, 1992, "Further Evidence on the Relationship Between

Ownership and Performance,” *The Financial Review* 27, 227-239.

Jensen, Michael C., 1986, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review* 76, 323-329

Jensen, Michael C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance* 48, 831-880.

Jensen, Michael C., and Meckling William H., 1976, “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Jensen, M. C., and R. S. Ruback, 1983, “Market for Corporate Control: Empirical Evidence,” *Journal of Financial Economics* 1, 5-50.

Kang, Jun-Koo, and Anil Shivdasani, 1995, “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.

Kato, T., and K. Kubo, 2006, "CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay," *Journal of The Japanese and International Economies* 20 (1), 1-19.

Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, “Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance,” *Corporate Governance* 11, 189-205.

Kren, Leslie, and Jeffrey L. Kerr, 1997, “The Effects of Outside Directors and Board Shareholdings on the Relation Between Chief Executive Compensation and Firm Performance,” *Accounting and Business Research* 27, 297-309.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 1999, “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance* 54, 471-517.

Leech, D., and J. Leahy, 1991, “Ownership Structure, Control Type, Classification and Performance of Large British Companies,” *The Economic Journal* 101, 1418-1437.

Linn, Scott C., and Daniel Park, 2005, "Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set," *Journal of Corporate Finance* 11, 680-715.

Lipton, Martin, and Jay W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporated Governance," *Business Lawyer* 48, 58-77.

Maury, Benjamin, 2006, "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations," *Journal of Corporate Finance* 12, 321-341.

Mehran, Hamid, 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.

Murphy, Kevin J., 1985, "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics* 7, 11-42.

Orlitzky, Marc, 2001, "Does Firm Size Confound the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?" *Journal of Business Ethics* 33, 167.

Oswald, S. L., and Jr. Jahera, 1991, "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study," *Strategic Management Journal* 12, 218-228.

Pound, J., 1988, "Proxy Contests and Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.

Ryan, Harley E. JR., and Roy A. Wiggins, 2003, "Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring," *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.

Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Vance, S., 1995, "Inside or Outside Directors: Is There Really a Difference," *Across The Board*, 15-17.

- Veliyath, R., 1999, "Top Management Compensation and Shareholder Returns: Unraveling Different Models of The Relationship," *Journal of Management Studies* 36, 123-143.
- Villalonga, B., and R. Amit, 2006, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Weisbach, Michael S., 1988, "Outside Directors and CEO turnover," *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
- Williamson, Oliver E., 1983, "Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control," *Journal of Law Economics* 26, 351-266.
- Williamson, Oliver E., 1988, "Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of the Board's Relationship to Management and Shareholders," *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance & Organization* 4(1), 53-70.
- Yeh Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke, 2001, "Family control and corporate governance: evidence for Taiwan," *International Review of Finance* 2, 21-48.
- Yermack, D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce II, 1989, "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model," *Journal of Management* 15, 291-334.

表一：敘述統計

	平均數	5%	中位數	95%
△資產報酬率	-0.19	-11.31	-0.16	10.62
△董監薪酬	0.18	-0.79	0.07	1.55
家族企業	0.88	0.00	1.00	1.00
公司年齡	23.23	10.01	23.81	48.62
董事會規模	6	4	6	11
公司規模	4,310	598	3,624	64,453
大股東持股	19.00	4.44	17.22	39.31
董監持股	23.33	7.11	19.90	51.74
法人持股	35.11	5.26	31.49	76.21
經理人持股	1.73	0.00	0.66	6.96
成長機會	1.37	0.66	1.15	2.80

說明：本文以 2006 年至 2010 年台灣所有上市櫃公司作為研究之對象，於排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制與資料缺漏的樣本公司後，最終樣本包含 1,205 間公司所屬之 5,421 筆年度資料。△資產報酬率計算方式為樣本年度的資產報酬率與前一年度的資產報酬率之差異，其中，資產報酬率乃稅前息前折舊前淨利除以資產總額；△董監薪酬為樣本年度的董監薪酬與前一年度的董監薪酬之差異，其中，董監薪酬計算方式為樣本年度董監薪酬總和除以支薪人數，並以自然對數表示之；家族企業為一虛擬變數，變數為 1 時，即代表為家族企業，反之，則為 0；董事會規模為董事與監事人數之總和，並以自然對數表示之；公司規模為公司資產總和，並以自然對數表示之；大股東持股為大股東所持有股數佔流通在外股數之比例；董監持股為董監事所持有股數佔流通在外股數之比例；法人持股為法人所持有股數佔流通在外股數之比例；經理人持股為經理人所持有股數佔流通在外股數之比例；成長機會則以 Tobin's Q 作為代理變數，計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值。上述之董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

表二：比較統計

	非家族		家族		差異 (1) - (3)
	平均數 (1)	中位數 (2)	平均數 (3)	中位數 (4)	
資產報酬率	10.22	10.41	9.38	8.98	0.84**
董監薪酬	40,562	15,403	19,650	11,045	20,912***
家族企業					
公司年齡	19.56	18.98	23.80	24.69	-4.24***
董事會規模	7.16	7.00	6.51	7.00	0.65***
公司規模	6,282	5,278	4,090	3,458	2,192***
大股東持股	15.32	14.04	19.51	17.80	-4.19***
董監持股	11.72	10.66	24.95	21.42	-13.23***
法人持股	31.51	28.23	35.61	31.91	-4.10***
經理人持股	1.39	0.84	1.77	0.63	-0.38***
成長機會	1.44	1.22	1.36	1.14	0.08**
樣本數	662		4,759		

說明：本文以 2006 年至 2010 年台灣所有上市櫃公司作為研究之對象，於排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制與資缺漏的樣本公司後，最終樣本包含 1,205 間公司所屬之 5,421 筆年度資料，其中家族企業包含 4,759 筆樣本數，非家族企業包含 662 筆樣本數，資產報酬率計算方式為稅前息前折舊前淨利除以資產總額；董監薪酬為樣本年度董監薪酬總和除以支薪人數，並自然對數表示之；家族企業為一虛擬變數，變數為 1 時，即代表為家族企業，反之，則為 0；董事會規模為董事與監事人數之總和，並以自然對數表示之；公司規模為公司資產總和，並以自然對數表示之；大股東持股為大股東所持有股數佔流通在外股數之比例；董監持股為董監事所持有股數佔流通在外股數之比例；法人持股為法人所持有股數佔流通在外股數之比例；經理人持股為經理人所持有股數佔流通在外股數之比例；成長機會則以 Tobin's Q 作為代理變數，計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值。上述之董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

*, **與***分別表示為 10%，5%與 1%水準之顯著性。

表三：董監薪酬與公司績效

	(1)	(2)	(3)	(4)
△董監薪酬	2.268*** (17.58)	2.196*** (16.99)	3.285*** (9.61)	3.241*** (9.53)
家族企業			0.348 (1.13)	-0.171 (-0.51)
△董監薪酬 x 家族企業			-1.185*** (-3.21)	-1.219*** (-3.32)
公司年齡		0.775*** (3.45)		0.814*** (3.59)
董事會規模		0.554 (1.42)		0.466 (1.19)
公司規模		0.130 (1.36)		0.133 (1.40)
大股東持股		0.038*** (3.66)		0.040*** (3.81)
董監持股		0.028*** (3.01)		0.031*** (3.25)
法人持股		-0.014** (-2.03)		-0.014** (-2.10)
經理人持股		0.027 (0.68)		0.035 (0.87)
成長機會		0.865*** (6.94)		0.874*** (7.02)
R ²	0.05	0.07	0.06	0.07

說明：本文以 2006 年至 2010 年台灣所有上市櫃公司作為研究之對象，於排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制與資缺漏的樣本公司後，最終樣本包含 1,205 間公司所屬之 5,421 筆年度資料。迴歸式之應變數為△資產報酬率，計算方式為樣本年度的資產報酬率與前一年度的資產報酬率之差異，其中，資產報酬率乃稅前息前折舊前淨利除以資產總額；△董監薪酬為樣本年度的董監薪酬與前一年度的董監薪酬之差異，其中，董監薪酬計算方式為樣本年度董監薪酬總和除以支薪人數，並自然對數表示之；家族企業為一虛擬變數，變數為 1 時，即代表為家族企業，反之，則為 0；董事會規模為董事與監事人數之總和，並以自然對數表示之；公司規模為公司資產總和，並以自然對數表示之；大股東持股為大股東所持有股數佔流通在外股數之比例；董監持股為董監事所持有股數佔流通在外股數之比例；法人持股為法人所持有股數佔流通在外股數之比例；經理人持股為經理人所持有股數佔流通在外股數之比例；成長機會則以 Tobin's Q 作為代理變數，計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值。上述之董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。表中之括弧內為 t 檢定之統計量；*，**與***分別表示為 10%，5%與 1%水準之顯著性。

表四：董監薪酬與公司績效－替代方法

	隨機效果	固定效果
	(1)	(2)
△董監薪酬	3.247*** (9.55)	3.260*** (9.63)
家族企業	-0.169 (-0.50)	-0.182 (-0.55)
△董監薪酬 x 家族企業	-1.222*** (-3.33)	-1.268*** (-3.48)
公司年齡	0.814*** (3.59)	0.752*** (3.25)
董事會規模	0.441 (1.13)	0.446 (1.15)
公司規模	0.138 (1.46)	0.123 (1.29)
大股東持股	0.040*** (3.84)	0.040*** (3.81)
董監持股	0.032*** (3.31)	0.031*** (3.22)
法人持股	-0.015** (-2.16)	-0.013* (-1.94)
經理人持股	0.032 (0.79)	0.039 (0.98)
成長機會	0.883*** (7.08)	0.789*** (6.33)
R ²	0.05	0.05

說明：本文以 2006 年至 2010 年台灣所有上市櫃公司作為研究之對象，於排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制與資缺漏的樣本公司後，最終樣本包含 1,205 間公司所屬之 5,421 筆年度資料。迴歸式之應變數為△資產報酬率，計算方式為樣本年度的資產報酬率與前一年度的資產報酬率之差異，其中，資產報酬率乃稅前息前折舊前淨利除以資產總額；△董監薪酬為樣本年度的董監薪酬與前一年度的董監薪酬之差異，其中，董監薪酬計算方式為樣本年度董監薪酬總和除以支薪人數，並自然對數表示之；家族企業為一虛擬變數，變數為 1 時，即代表為家族企業，反之，則為 0；董事會規模為董事與監事人數之總和，並以自然對數表示之；公司規模為公司資產總和，並以自然對數表示之；大股東持股為大股東所持有股數佔流通在外股數之比例；董監持股為董監事所持有股數佔流通在外股數之比例；法人持股為法人所持有股數佔流通在外股數之比例；經理人持股為經理人所持有股數佔流通在外股數之比例；成長機會則以 Tobin's Q 作為代理變數，計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值。上述之董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。表中之括弧內為 t 檢定之統計量；*，**與***分別表示為 10%，5%與 1%水準之顯著性。

表五：董監薪酬與公司績效－替代樣本

	電子業 (1)	刪除金融風暴之年度 (2)
△董監薪酬	3.098*** (7.51)	2.644*** (6.50)
家族企業	-0.567 (-1.26)	1.083** (1.97)
△董監薪酬 x 家族企業	-0.980** (-2.16)	-1.316*** (-3.00)
公司年齡	1.142*** (3.04)	0.270 (0.83)
董事會規模	1.141* (1.68)	0.087 (0.16)
公司規模	0.177 (1.22)	-0.061 (-0.44)
大股東持股	0.063*** (3.72)	0.021 (1.40)
董監持股	0.046** (2.89)	-0.002 (-0.12)
法人持股	-0.017 (-1.49)	0.008 (0.82)
經理人持股	0.057 (1.10)	0.077 (1.36)
成長機會	0.938*** (5.83)	0.480*** (2.86)
R ²	0.06	0.06

說明：迴歸式(1)以台灣所有上市櫃之電子業公司為研究之對象，包含 690 間公司所屬之 2,974 筆年度資料；迴歸式(2)以刪除金融風暴年度(2008~2010 年)公司為研究之對象，包含 1,076 間公司所屬之 2,022 筆年度資料。迴歸式(1)、(2)皆排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制與資缺漏之樣本公司。迴歸式之應變數為△資產報酬率，計算方式為樣本年度的資產報酬率與前一年度的資產報酬率之差異，其中，資產報酬率乃稅前息前折舊前淨利除以資產總額；△董監薪酬為樣本年度的董監薪酬與前一年度的董監薪酬之差異，其中，董監薪酬計算方式為樣本年度董監薪酬總和除以支薪人數，並自然對數表示之；家族企業為一虛擬變數，變數為 1 時，即代表為家族企業，反之，則為 0；董事會規模為董事與監事人數之總和，並以自然對數表示之；公司規模為公司資產總和，並以自然對數表示之；大股東持股為大股東所持有股數佔流通在外股數之比例；董監持股為董監事所持有股數佔流通在外股數之比例；法人持股為法人所持有股數佔流通在外股數之比例；經理人持股為經理人所持有股數佔流通在外股數之比例；成長機會則以 Tobin's Q 作為代理變數，計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值。上述之董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

表中之括弧內為 t 檢定之統計量；*，**與***分別表示為 10%，5%與 1%水準之顯著性。

表六：董監薪酬與公司績效—替代變數

	(1)	(2)	(3)
△董監薪酬	1.992*** (4.74)	3.867*** (3.39)	3.325*** (2.96)
家族企業		0.397 (0.40)	0.435 (0.40)
△董監薪酬 x 家族企業		-2.169* (-1.77)	-2.000* (-1.66)
公司年齡			0.903 (1.23)
董事會規模			1.674 (1.34)
公司規模			2.719*** (8.88)
大股東持股			0.111*** (3.27)
董監持股			0.087*** (2.79)
法人持股			-0.055** (-2.50)
經理人持股			-0.019 (-0.14)
成長機會			3.847*** (9.38)
R ²	0.02	0.02	0.04

說明：本文以 2006 年至 2010 年台灣所有上市櫃公司作為研究之對象，於排除產業性質特殊的金融業(TSE 產業碼:17)、管理股票(TSE 產業碼:80)、非曆年制與資缺漏的樣本公司後，最終樣本包含 1,175 間公司所屬之 5,253 筆年度資料。迴歸式之應變數為△股票報酬率，計算方式為前一樣本年度的股票收盤價乘上流通在外股數與樣本年度內的股票報酬率(Murphy, 1996)；△董監薪酬為樣本年度的董監薪酬與前一年度的董監薪酬之差異，其中，董監薪酬計算方式為樣本年度董監薪酬總和除以支薪人數，並以自然對數表示之；家族企業為一虛擬變數，變數為 1 時，即代表為家族企業，反之，則為 0；董事會規模為董事與監事人數之總和，並以自然對數表示之；公司規模為公司資產總和，並以自然對數表示之；大股東持股為大股東所持有股數佔流通在外股數之比例；董監持股為董監事所持有股數佔流通在外股數之比例；法人持股為法人所持有股數佔流通在外股數之比例；經理人持股為經理人所持有股數佔流通在外股數之比例；成長機會則以 Tobin's Q 作為代理變數，計算方式為普通股權益市值與負債帳面價值之和除以資產帳面價值。上述之董監薪酬與財報資訊等相關資料乃取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

表中之括弧內為 t 檢定之統計量；*，**與***分別表示為 10%，5%與 1%水準之顯著性。