

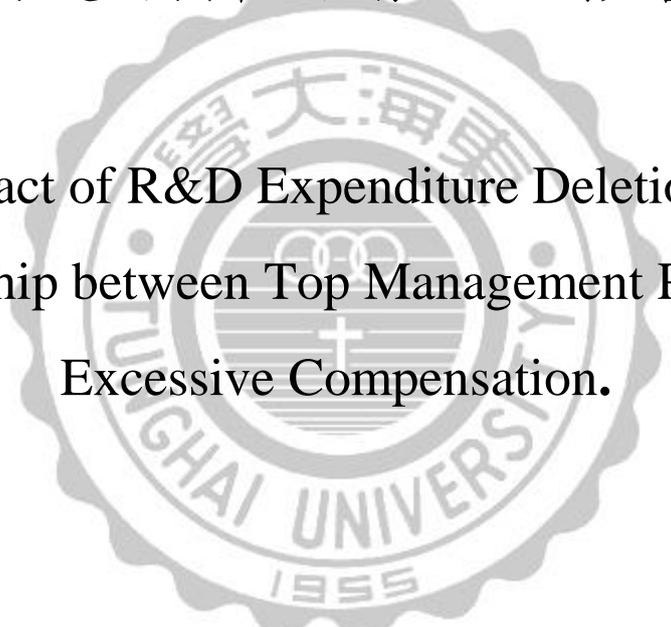
東海大學會計學系碩士班

碩士論文

刪減研發支出對高階經理人權力

與超額薪酬關係之影響

The Impact of R&D Expenditure Deletion on the  
Relationship between Top Management Power and  
Excessive Compensation.

The seal of Donghai University is a circular emblem with a scalloped border. It features the university's name in Chinese characters '東海大學' at the top and 'DONGHAI UNIVERSITY' in English at the bottom. The year '1955' is inscribed at the very bottom. In the center, there is a cross-like symbol and some smaller Chinese characters.

指導教授：黃政仁 博士

研究生：陳琬欣 撰

中華民國一〇四年六月

## 致謝

時間過得很快，一轉眼兩年就這樣過去，當時連顯著幾顆星都還搞不清楚，此時卻已完成論文在寫致謝詞，整個覺得不可思議。過去許多美好的回憶依舊歷歷在目，暑假的先修高統課、聽完演講課後的宵夜、計量考試前的複習課程、約好要早起吃早餐卻總是變成早午餐的晚起鳥兒團、凝聚大家革命情感的 LOL 以及日後想起會非常懷念的，那亂中有序充滿歡笑聲的研究室。

在這兩年的研究所生涯裡，遇見了許多的好朋友們，因為他們，這兩年裡我留下許多精采的回憶，也因為有了他們，我才能順利完成論文。首先，要感謝的是指導教授黃政仁老師，撰寫論文時一直遇到許多問題，甚至口試前的一個多月還在重跑實證，謝謝老師在旁指點幫忙，我才能趕在口試前順利完成論文，此外，在課堂上也從老師身上學習到許多，真的真的很開心能成為老師的指導學生。再來是感謝黃家班的三位同門，謝謝雅雯在我論文卡關、實證不顯著時，給予我許多的幫助，以及在我生活上遇到問題時給我建議，也謝謝妳讓我有個難忘的夜店初體驗。謝謝牧得在我腦袋打結論文寫不出來時提點我，也因為有你，讓我的每一天充滿了笑聲，永遠不會忘記在你家開冷氣看電視的固定八卦時間。謝謝子恆總是在我心情不好時，打來問我需不需要聊一聊，並且常常開車帶大家出遊，雖然老是對我講話很壞，但我知道每一次的關心都是出自於真心。謝謝芝君總是在我盯著 STATA 不知從何下手時，坐在我旁邊一句一句唸指令給我聽，多虧有妳，我才能順利的操作 STATA 並且完成實證，也謝謝妳在我不想回家時，收留我讓我待在妳家看電視。因為施施我開始喜歡柯基，謝謝施施常常聽我說話陪我聊天然後一起跑西屯菜市場，我想我會很懷念我們聚在牧得家一起聊八卦的那些歡樂時光的。謝謝戴士程偶爾充當心靈導師給我建議，雖然有時覺得你滿吵的，但也因為有你，讓研究室熱鬧很多。謝謝研究所的每一位朋友們，因為有你們，我才能開心度過這兩年並且完成論文。謝謝我的「好朋友」劉大雄，在我論文寫不出來壓力很大感到焦慮時，容忍我的任性隨 call 隨到，以及陪我聊天帶我出門透透氣。最後，感謝我的爸媽供我讀書這麼久，並且一直在旁支持著我，我終於畢業可以賺錢養自己報答你們啦！！！！

# 刪減研發支出對高階經理人權力 與超額薪酬關係之影響

指導教授：黃政仁 博士  
研究生：陳琬欣  
學 號：G02430114

## 摘要

2008 年的金融海嘯重挫全球經濟，大企業的高階經理人在面臨金融海嘯所帶來的危機時，卻完全束手無策，甚至持續領取高薪，使得肥貓此一現象開始受到大家關注。本研究目的為探討當企業刪減研發支出時，高階經理人之權力（高階經理人持股比例、家族經理人比例、高階經理人職位雙重性），以及扮演監督角色之機構投資人與高階經理人超額薪酬之關聯性。本研究以 2008 年至 2012 年台灣上市（櫃）公司為觀察樣本進行實證分析。本研究實證結果發現如下：當企業刪減研發支出時，(1)高階經理人持股比例與超額薪酬呈顯著正相關；(2)家族經理人比例與超額薪酬呈顯著負相關；(3)高階經理人職位雙重性與超額薪酬呈顯著正相關。研究結果說明當企業刪減研發支出時，高階經理人權力越大，越可能領有超額薪酬，然而由於家族經理人與企業關係較為緊密，因此超額薪酬之現象較為緩和。此外，本研究也發現，機構投資人能夠有效減少超額薪酬之現象，其中又以本國機構投資人更能抑制高階經理人之超額薪酬。

**關鍵字：**研發支出、高階經理人權力、機構投資人、高階經理人超額薪酬

# **The Impact of R&D Expenditure Deletion on the Relationship between Top Management Power and Excessive Compensation.**

Advisor: Dr. Huang, Chen-Jen

Graduates Student Name: Chen, Wan-Hsin

Graduates Student: G02430114

## **Abstract**

This study examines the effects of top management power (CEO shareholdings, the proportions of top management served by family members and CEO duality) and institutional ownerships on excessive executive compensation when firms reduce R&D expenditure. Using Taiwan's listed companies from 2008 to 2012 as research sample, this study shows the following empirical results: (1) CEO shareholdings have a significant positive relationship with excessive executive compensation. (2) The proportions of top management served by family members have a significant negative relationship with excessive executive compensation. (3) CEO duality significantly increases excessive executive compensation. (4) The institutional ownerships, especially domestic institutional ownerships, can significantly reduce excessive compensation of top management.

**Keywords:** R&D Expenditure, Top Management Power, Institutional Investors, Excessive Executive Compensation

# 目錄

致謝 .....	I
摘要 .....	II
ABSTRACT .....	III
目錄 .....	IV
圖目錄 .....	V
表目錄 .....	V
第壹章 緒論 .....	1
第一節 研究背景與研究動機 .....	1
第二節 研究目的 .....	4
第三節 研究流程 .....	5
第貳章 文獻探討 .....	7
第一節 經理人權力與薪酬之相關文獻 .....	7
第二節 經理人權力與研發投資行為之相關文獻 .....	13
第三節 機構投資人之監督力量 .....	17
第四節 研發投資行為與薪酬之相關文獻 .....	21
第參章 研究設計 .....	23
第一節 觀念性架構 .....	23
第二節 研究假說 .....	24
第三節 變數衡量 .....	28
第四節 研究模型 .....	32
第五節 研究樣本 .....	35
第肆章 研究結果 .....	36
第一節 敘述性統計與相關係數分析 .....	36
第二節 研究結果及分析 .....	38
第三節 額外測試 .....	43
第伍章 結論、研究限制與建議 .....	50
第一節 結論 .....	50
第二節 管理意涵與建議 .....	52
第三節 研究限制 .....	54
參考文獻 .....	55

## 圖目錄

圖 1-1 研究流程圖.....	6
圖 3-1 觀念性架構.....	23
圖 4-1 高階經理人持股比例之斜率變化.....	41
圖 4-2 家族經理人比例之斜率變化.....	41
圖 4-3 高階經理人職位雙重性之斜率變化.....	42
圖 4-4 機構投資人持股比例之斜率變化.....	42
圖 4-5 本國機構投資人持股比例之斜率變化.....	48
圖 4-6 外國機構投資人持股比例之斜率變化.....	48
圖 4-7 本國公司法人持股比例之斜率變化.....	49

## 表目錄

表 2-1 高階經理人持股與薪酬之相關文獻彙總.....	10
表 2-2 家族經理人與薪酬之相關文獻彙總.....	11
表 2-3 職位雙重性與薪酬之相關文獻彙總.....	12
表 2-4 高階經理人持股與研發投資行為之相關文獻彙總.....	15
表 2-5 家族成員與研發投資行為之相關文獻彙總.....	16
表 2-6 機構投資人與高階經理人薪酬之相關文獻彙總.....	19
表 2-7 機構投資人持股與研發投資行為之相關文獻彙總.....	20
表 2-8 研發投資行為與薪酬之相關文獻彙總.....	22
表 3-1 變數衡量表.....	33
表 3-2 研究假說之預期結果.....	34
表 4-1 敘述性統計量.....	36
表 4-2 相關係數矩陣.....	37
表 4-3 實證結果表.....	40
表 4-4 本國及外國機構投資人與超額薪酬之關聯性.....	45
表 4-5 本國細項及外資細項與超額薪酬之關聯性.....	46

# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與研究動機

2008 年的金融海嘯，重挫全球經濟，使得「肥貓」此一現象開始受到大家關注。大企業的高階經理人之所以能夠坐領高薪，是因為被認為其領導能力強，可帶領企業創造絕佳業績，以及能在企業面臨困境時，帶領企業走出危機，尤其近 50 年來，知識經濟興起，具有高度創意的員工被視為競爭優勢的核心 (Martin 2014)，因此企業會祭出高薪來吸引人才的加入。然而當企業面臨金融海嘯所帶來的危機，必須接受政府援助時，高階經理人卻仍持續領取高額薪酬。美國智庫「政策研究所」(Institute for Policy Studies) 發布報告指出，接受美國政府緊急救援的 20 家銀行 CEO 的薪資，較「標準普爾指數」(S&P 500 Index) 500 家公司 CEO 平均年薪 (約 1000 萬美元) 高出 37%。鉅亨網 (2015) 報導指出，在 2008 年金融海嘯過後，老闆與員工間的薪資差異皆呈現擴大，其中亞洲地區的幅度最高達 12.5%。此外，行政院調查全台薪資分析，發現台灣受薪結構，呈現金字塔型，年薪所得在 55 萬元以下的人，就占了 65%，而相較之下，年薪 100 萬元以上的人佔近 12%，比例相當懸殊，呈現 M 型化現象(聯合報 2015)。

現今企業大多是所有權與經營權分離，代理理論提到，基於自利動機的經理人與追求財富極大化的股東之間往往因利益分歧而產生各種代理問題 (Jensen and Meckling 1976)。Jensen and Meckling (1976) 提出的「利益收斂假說」(convergence of interest hypothesis) 認為，在管理階層持股比例愈高的情況下，將使得管理階層利益與企業利益更趨於一致，企業若發生損失，亦會損及到管理階層的利益，因此會使得經營者有較大的動機增進企業的經營績效。然而另一方面，Jensen and Ruback(1983) 提出「利益掠奪假說」(entrenchment hypothesis)，認為當管理階層持有股份愈高時，因為具有足夠投票權或其工作保障性較高，如此一來將產生怠職的情況，或產生反接管行為 (anti-takeover behavior)<sup>1</sup>，導致企業經營績效變差。

在股權分散的情況之下，企業會希望透過薪酬機制的設計，來減少高階經理人與股東之間利益分歧的情況，Dechow and Sloan(1991)就提到，董事會可透過薪酬機制來避免高階經理人做出傷害股東權益的不當行為，期望高階經理人

---

<sup>1</sup> 反接管行為 (anti-takeover behavior)：為鞏固自己的利益而反對對公司有價值之方案

在做決策時，除考量自身利益外，能同時考量股東的利益，因此，企業所設計之薪酬機制通常與績效緊密連結。但由於不佳的經營績效可能導致高階經理人職位遭到撤換，故高階經理人為了達到盈餘目標以保障職位或領取較多的紅利獎酬，可能因此做出投機性的行為。楊朝旭與吳幸蓁(2003)研究即指出，在薪酬績效敏感性高以及前期盈餘門檻的雙重誘因之下，對於裁決性應計項目的影響具有增額效果，透過裁決性應計項目來進行盈餘管理的程度就越大，而究其原因，主要是因為薪酬與績效之連結度高，為了增加個人財富或是迎合投資者，使得高階經理人對短期盈餘以及股價表現過度關注，誘使其運用所握有之私有資訊以及透過會計原則之裁量權來微調盈餘數字。

根據國際財務會計準則的規定，對無形資產之投資，如廣告支出、研發支出等，若未來經濟效益不確定，則必須於當期立即認列為費用，然而支出立即費用化會影響到盈餘數字，進而影響到股東之投資意願，因此管理當局會減少對長期性、無形資產的投資，以達到短期經營績效目標(Dechow and Sloan 1991)，而在刪減裁決性支出方面，其中又以研發支出的相關研究占最大宗。過去研究指出，企業最常在以下兩種情況下刪減研發支出：(1)高階經理人即將面臨退休(Dechow and Sloan 1991)；(2)企業面臨盈餘小幅下降或小額虧損(Baber, Fairfield and Haggard 1991)。由於高階經理人與股東之間存在著資訊不對稱的問題，再加上研發投資的未來效益具不確定性，其效益無法馬上反映在當前的股價上，股價的暫時性低估會對高階經理人之薪酬帶來負面影響，因此高階經理人會傾向將重心放在能充分反映在當前股價上的投資，或是減少研發支出，來提高短期盈餘或短期績效(Cheng 2004)。吳安妮(2014)長期研究台海兩岸逾三百家中小企業，歸納出企業經常面臨的績效管理問題，在第一個問題點即明確指出企業把財務指標視為唯一重要的績效指標，導致在利潤下滑時，不會馬上聯想到要檢討策略或商業模式是否哪裡出了問題，反而是先降低成本，而大量刪減成本，又不會馬上產生副作用的，就是砍掉研發支出。

Finkelstein and Hambrick(1989)的研究指出，影響高階經理人薪酬的因素很多，其中包含了企業績效、經理人權力以及董事會，而高階經理人通常會以強化其權力為優先，而非從事對股東有益的決策(Ichan 1986)，此時，董事會即扮演著減緩代理問題之角色。此外，在制定高階經理人薪酬方面，董事會亦是很重要的內控機制，然而高階經理人會試著去規避該控制來最大化自身之薪酬(Boyd 1994)，當其所擁有之權力越大，越能去影響董事會所做之決策。因此本研究將議題著重在高階經理人之權力，探討當企業因內、外在因素做出刪減研發支出決策時，高階經理人權力對其超額薪酬之影響。

根據安侯建業聯合會計師事務所(2015)的調查，在全球企業中，家族企

業約占了 60%至 80%，而在台灣，家族企業也占上市櫃企業總數超過七成，與其相關之議題一直是學界關注的焦點，在以家族為核心的經營模式下，企業主與家族中每位成員的願景，既可能成為家族企業成長的推力亦可能成為阻力，因此家族經理人在企業中亦有著舉足輕重之地位，有鑑於此，本研究在探討高階經理人權力時，亦將家族經理人一併放入議題中討論，以檢視家族經理人與專業經理人不同之處。

機構投資人一直被視為公司治理很重要的一環，Clay(2000)研究指出，機構投資人能增進高階經理人之薪酬績效敏感度，當機構投資人持股越多，越能有效抑制高階經理人為達盈餘目標而做出刪減研發支出之行為(Bushee 1998)。現今被大型機構持有股票的企業越來越多，比起散戶，機構投資人所持有之資訊較多，在投資訊息方面較具有優勢，更能將眼光放在長期發展上，而機構投資人也通常被視為積極之監督角色，當其持股比例越高，管控能力越大，因此本研究欲進一步的探討，當企業因內、外在因素而刪減研發支出時，機構投資人是否能有效發揮其監督力量，避免高階經理人因一己之利謀取不合理之薪酬。



## 第二節 研究目的

過去研究大多探討薪酬與績效之敏感性分析，或者研發支出之刪減與薪酬水準間之關係，較少針對與績效脫鉤之超額薪酬的部分做更進一步的研究。外界檢視企業績效多以財務報表上的盈餘數字為依據，使得高階經理人重視短期績效，存在透過刪減裁決性研發支出的方式以達盈餘目標之動機，然而研發投資活動在提升企業長期績效以及價值上扮演著重要的角色，因此本研究將高階經理人持股、家族經理人比例以及高階經理人職位雙重性視為高階經理人之權力指標，討論當企業因為內、外在因素而做出刪減研發支出決策時，高階經理人是否會為了一己之利，透過職權為自己謀取不合理之薪酬，以及在此情況下，機構投資人能否發揮其監督力量，抑制高階經理人領取超額薪酬之現象。本研究目的歸納如下：

- 一、 當企業刪減研發支出時，高階經理人權力對其超額薪酬之影響。
- 二、 當企業刪減研發支出時，機構投資人對高階經理人超額薪酬之監督效果。

### 第三節 研究流程

本研究之研究流程說明如下：

#### 第壹章 緒論

敘述研究背景、動機與目的及研究流程。

#### 第貳章 文獻探討

探討國內外關於經理人權力、機構投資人、研發投資、與薪酬機制間關係之文獻。

#### 第參章 研究設計

根據文獻回顧提出本研究假說，說明變數與衡量方式，及樣本之選取，並確立實證模型。

#### 第肆章 研究結果

針對研究假說進行實證分析並說明實證結果。

#### 第伍章 結論、研究限制與建議

針對研究結果提出本研究之結論、管理意涵、研究限制與建議。

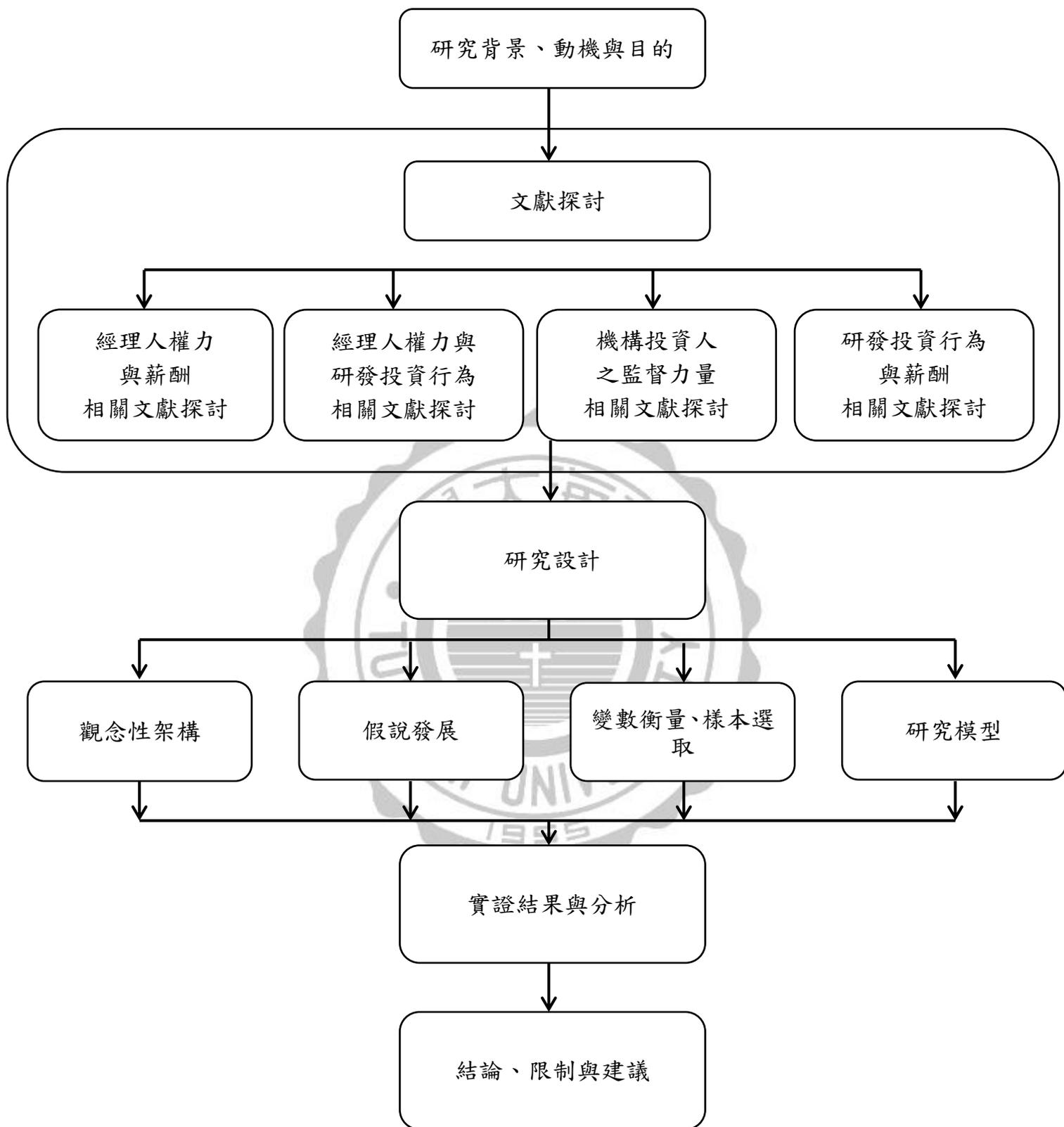


圖 1-1 研究流程圖

## 第貳章 文獻探討

### 第一節 經理人權力與薪酬之相關文獻

#### 一、 高階經理人持股

Core, Holthausen and Larcker(1999)探討企業的公司治理機制、董事會組成以及股權結構對高階經理人薪酬之影響。研究結果指出，董事會以及股權結構與高階經理人之薪酬具有顯著之關聯性，當企業的公司治理機制越薄弱，企業所存在之代理問題就越嚴重，則高階經理人越可能透過其職權增進私有財富。

Wright and Kroll(2002)探討高階經理人之裁決權與企業績效對其薪酬之影響。實證結果顯示，高階經理人之持股比例與其薪酬呈現正相關，當企業存在嚴重之代理問題時，若高階經理人所擁有之權力越大，若可能透過其職權來圖利自身而非最大化股東之利益。此外，研究結果亦指出，在代理成本較小的情況下，企業能透過外部董事以及機構投資人之積極監督，以及制定具有誘因效果之薪酬機制，來提高高階經理人之薪酬與績效連結程度。

Cheung, Stouraitis and Wong(2005)主張控制股東可以透過很多方式來攫取少數股東的財富，其中一種方式就是透過控股權為自己制定較高的薪酬，研究結果即指出，高階經理人之持股比例與其現金薪酬有正向關聯，說明了當高階經理人與外部股東存在資訊不對稱之問題時，會導致高階經理人利用權力作出對自己有利之決策。

從上述文獻可以發現，當高階經理人持股越多，其權力就越大，在與外部股東存在資訊不對稱的情況之下，越可能透過職權為自己制定較高之薪酬以增進私有財富。

#### 二、 家族經理人

Gomez-Mejia, Larraza-Kintana and Makri(2003)探討總經理是否為家族成員兩種不同情況下，來檢視在家族企業中影響總經理薪酬制度的相關因素。研究結果顯示，家族經理人所領取之總薪酬比專業經理人來的少，且當家族持股數

越多，家族經理人所領取之薪酬會更少，外加上若高階經理人為風險規避者，其會願意領取較低的薪酬，以此來獲得工作之保障。

McConaughy(2000)探討在家族企業中，家族經理人與專業經理人其薪酬與績效之敏感度以及薪酬水準有何差異。研究結果指出，家族經理人之薪酬與績效敏感度以及薪酬水準皆比專業經理人來的低，該篇研究認為，家族企業會透過給予較多的薪酬來吸引、留住以及激勵專業經理人。此外，當專業經理人之薪酬與績效敏感度較高時，其與股東間之目標會比較趨於一致，故經理人比較會做出有利於提升企業價值的決策。

Smirnova and Lange(2010)以家族企業為樣本，來檢視企業績效對於高階經理人薪酬之影響，研究結果指出，家族企業之高階經理人其平均薪酬比非家族企業來的低，此外也發現到，家族企業之績效與薪酬間之連結程度較高，比較能使高階經理人與股東間之利益趨於一致。

Croci, Gonenc, and Ozkan(2012)檢視家族控制股東以及機構投資人如何影響高階經理人之薪酬，此篇研究將重點放在家族控制以及機構投資人所扮演的角色上，以 754 家上市公司為樣本，觀測期間為 2001 至 2008 年。研究結果指出，由於給予權益薪酬會稀釋家族持股，故家族企業比較不願意給予高階經理人股票或選擇權作為紅利，進而使得高階經理人之薪酬水準較低。此外，企業給予權益薪酬的主要目的為使高階經理人與股東間之利益趨於一致，然而高階經理人若為家族成員，企業即沒有迫切的動機給予權益薪酬來避免高階經理人做出圖利自己而犧牲股東權益之行為，故家族控制可以抑制高階經理人之薪酬水準。

由上述文獻可發現，高階經理人是否為家族成員與其薪酬具有關聯性，相較於專業經理人，家族經理人與企業關係較為緊密，工作保障性較高，因此願意領取較低之薪酬，此外，為了減少代理問題，使高階經理人與股東之利益一致，專業經理人之薪酬與績效敏感度也比較高。

### 三、 高階經理人職位雙重性

Core et al.(1999)探討企業的公司治理機制、董事會組成以及股權結構對高階經理人薪酬之影響，研究結果發現，董事會以及股權結構與高階經理人之薪酬有顯著關聯性，若高階經理人同時擔任董事長，不僅會提高其所領取之薪酬，

也會使企業之代理問題更為嚴重，而當公司治理機制越薄弱，高階經理人越可能透過其職權增進私有財富。

Cyert, Kang, and Kumar(2002)探討在制定高階經理人薪酬時，股東與高階經理人間是否存在利益衝突之問題，研究結果發現，當高階經理人具備職位雙重性時，其權益薪酬比不具職位雙重性之經理人高出 36%。此外，若高階經理人同時擔任董事長，不僅會降低董事會的管控程度，也會降低其獨立性，然而董事會之股權與高階經理人之薪酬－績效敏感度呈現正相關，說明了董事會之股權越高，越能避免高階經理人領取與績效脫鉤之超額薪酬。

Arena and Braga-Alves(2013)探討高階經理人之管理特性對公司治理之影響，研究結果發現，在各個特性中，高階經理人之職位雙重性對公司治理之影響最大，由於董事會之權責在於監督高階經理人，若高階經理人同時擔任董事長，將會降低董事會之獨立性，減弱其監督力量。

根據上述文獻，高階經理人之職位雙重性與其薪酬有關聯性，若總經理同時擔任董事長，則其領取之薪酬會較高，除此之外，職位雙重性也會降低董事會之獨立性，削弱董事會對高階經理人之監督效果。

表 2-1 高階經理人持股與薪酬之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Core et al.	1999	探討企業的公司治理機制、董事會組成以及股權結構對高階經理人薪酬之影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 董事會以及股權結構與高階經理人之薪酬具有顯著之關聯性</li> <li>2. 當公司治理機制越薄弱，所存在之代理問題越嚴重，高階經理人越可能透過職權增進私有財富</li> </ol>
2.	Wright and Kroll	2002	探討高階經理人之裁決權與企業績效對薪酬之影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 高階經理人之持股比例與其薪酬呈正向關係</li> <li>2. 當高階經理人擁有之權力越大，越可能透過職權圖利自身而非最大化股東之利益</li> <li>3. 在代理成本較低之情況下，企業能透過外部董事以及機構投資人之積極監督，提高高階經理人之薪酬與績效連結程度</li> </ol>
3.	Cheung et al.	2005	探討股權集中程度對高階經理人薪酬之影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 控制股東會透過控股權為自己制定較高之薪酬</li> <li>2. 高階經理人之持股比例與其薪酬有正向關聯</li> <li>3. 當高階經理人與外部股東存在資訊不對稱之問題時，會導致高階經理人做出對自己有利之決策</li> </ol>

表 2-2 家族經理人與薪酬之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	McConaughy	2000	探討在家族企業中，家族經理人與專業經理人其薪酬與績效之敏感度以及薪酬水準有何差異性	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 家族經理人之薪酬與績效敏感度以及薪酬水準皆比專業經理人低</li> <li>2. 家族企業為吸引以及激勵專業經理人，會給予較高額的薪酬</li> </ol>
2.	Gomez-Mejia et al.	2003	在高階經理人是否為家族成員兩種不同情況下，檢視在家族企業中影響高階經理人薪酬制度的相關因素	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 家族經理人所領取之總薪酬比專業經理人少</li> <li>2. 當家族持股越多，家族經理人所領取之薪酬會更少</li> <li>3. 若高階經理人為風險規避者，會願意領取較少之薪酬來獲取工作之保障</li> </ol>
3.	Smirnova and Lange	2010	以家族企業為樣本，檢視企業績效對於高階經理人薪酬之影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 家族企業之高階經理人平均薪酬比非家族企業來的低</li> <li>2. 家族企業之薪酬與績效連結程度較高，高階經理人與股東間之利益較趨於一致</li> </ol>
4.	Croci et al.	2012	檢視家族控制股東與機構投資人對高階經理人薪酬之影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 家族企業較不願意給予高階經理人權益薪酬，故薪酬水準較低</li> <li>2. 家族控制可以抑制高階經理人之薪酬水準</li> </ol>

表 2-3 高階經理人職位雙重性與薪酬之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Core et al.	1999	探討企業的公司治理機制、董事會組成以及股權結構對高階經理人薪酬之影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 當公司治理機制越薄弱，主理人與代理人間之代理問題就越嚴重，高階經理人越可能透過職權增進私有財富</li> <li>2. 董事會以及股權結構與高階經理人之薪酬有顯著關聯性</li> <li>3. 若高階經理人具職位雙重性，除了所領取之薪酬越高以外，企業存在之代理問題也會更嚴重</li> </ol>
2.	Cyert, Kang, and Kumar	2002	探討在制定高階經理人薪酬時，股東與高階經理人間是否存在利益衝突之問題	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 具職位雙重性之經理人權益薪酬比不具職位雙重性經理人高出 36%</li> <li>2. 高階經理人若同時擔任董事長，會降低董事會的管控程度，降低其獨立性</li> <li>3. 董事會股權與高階經理人之薪酬-績效敏感度呈現正相關</li> </ol>
3.	Arena and Braga-Alves	2013	探討高階經理人的管理特質對公司治理的影響	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 當高階經理人同時兼任董事長，對公司治理運作之影響最大</li> <li>2. 即使在沙賓法案以及證券交易管理法規實施後，仍沒有足夠證據顯示能有效減少高階經理人對公司治理的裁量權</li> </ol>

## 第二節 經理人權力與研發投資行為之相關文獻

### 一、 高階經理人持股

Narayanan(1985)探討哪些動機會促使經理人做出刪減研發支出之決策，進而犧牲企業以及股東的長期利益，結果顯示由於經理人的激勵獎金多與財務報表上的盈餘數字連結，加上外部股東極度重視股價的短期表現，皆促使企業的經理人看重短期績效，進而導致高階經理人為達盈餘目標而做出刪減研發支出之行為。此外，若經理人手中握有投資者所不知道的私有資訊，當其所擁有之權力越大，經理人就有可能做出次佳決策，甚至是犧牲企業以及股東長期利益的短視決策

Ghosh, Moon, and Tandon(2007)探討高階經理人持股比例與裁決性支出（如研發支出）間之關聯性，研究結果指出，當高階經理人持股比例越高，其為了維護個人財富，會有風險規避之傾向，進而避免高風險之研發投資，因此，當高階經理人持股比例越高，企業越會有投資不足的現象產生。

Cao and Laksmana(2010)研究指出，當企業面臨盈餘小幅下降或是小額虧損，而經理人可以透過刪減研發支出來使報導盈餘達到目標時，經理人便會採取減少研發支出的策略來達到盈餘目標，進而領取較多的激勵獎酬。

由於高階經理人之薪酬與績效緊密連結，加上股東重視股價的短期表現，促使高階經理人看重短期績效，若高階經理人持股比例越高，企業之營運表現越與其息息相關，而當企業面臨盈餘目標之壓力，或是景氣不佳時，高階經理人越有可能透過職權通過刪減研發支出之決策。

### 二、 家族經理人

Gomez-Mejia et al.(2003)探討總經理是否為家族成員兩種不同情況下，來檢視在家族企業中影響總經理薪酬制度的相關因素。研究結果顯示，家族持股比例與研發支出呈現正相關，當家族利益與企業利益緊密連結時，家族成員比較不會做出圖利家族利益的決策行為。

Anderson and Reeb(2003) 探討創辦家族企業之股權結構與績效間之關聯性，以及家族經理人與績效間之關係。研究結果指出，在績效表現方面，由於家族利益與企業利益一致，高階經理人較不易做出損及股東利益以及企業價值之決策，故家族企業之表現會比非家族企業來的佳。此外，高階經理人若由家族成員所擔任，由於其較了解自家事業以及產業之發展，加上符合管家理論，會以提高企業價值以及最大化股東利益為目的，故較不會做出短視研發投資行為。

Maury(2006)探討家族與非家族企業之績效有何差異，研究指出，比起非家族企業，家族企業較能減少高階經理人與股東間之代理問題，故績效表現會較佳，然而該研究也顯示，若家族股權太過集中，家族成員易以家族利益為優先，而損害到少數股東之權益。

以往文獻結果指出，由於家族與企業之關係緊密，家族經理人較了解自家事業以及產業之發展，因此家族經理人在做決策時，較會站在企業長期發展的角度上考量，不易做出傷及股東利益以及企業價值之決策，相較於專業經理人，家族經理人較不會從事刪減研發支出之行為。



表 2-4 高階經理人持股與研發投資行為之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Narayanan	1985	探討哪些動機會促使高階經理人做出短視研發投資決策	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 高階經理人之激勵獎金多與盈餘數字連結，加上外部股東極度重視股價的短期表現，導致高階經理人過度看重短期績效</li> <li>2. 高階經理人若持有投資者所不知道的私有資訊，越有可能做出犧牲企業價值以及股東利益之短視研發投資決策</li> </ol>
2.	Ghosh, Moon, and Tandon	2007	探討高階經理人持股比例與裁決性支出6間之關聯性	當高階經理人持股比例越高，為了維護個人財富，越會有風險規避之傾向，進而避免高風險之研發投資
3.	Cao and Laksmana	2010	探討當企業面臨盈餘門檻時，是否會做出短視研發投資行為	當企業面臨盈餘小幅下降或是小額虧損時，高階經理人會透過刪減研發支出來達到盈餘目標，進而領取較多的激勵獎金

表 2-5 家族經理人與研發投資行為之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Gomez-Mejia et al.	2003	探討 CEO 是否為家族成員兩種不同情況下，在家族企業中影響 CEO 薪酬制度的相關因素	家族持股比例與研發支出呈現正相關，當家族利益與企業利益緊密連結時，家族成員比較不會做出圖利家族利益的決策行為。
2.	Anderson and Reeb	2003	1. 創辦家族企業之股權結構與績效間之關係 2. 家族經理人與績效間之關係	1. 由於家族利益與企業利益一致，故高階經理人較不易做出傷及股東利益以及企業價值之決策 2. 高階經理人若由家族成員所擔任，較不會做出短視研發投資行為
3.	Maury	2006	探討家族與非家族企業之績效表現有何差異	1. 家族企業所存在之代理問題較少，故績效表現較佳 2. 若家族股權太過集中，家族成員亦以家族利益為優先

### 第三節 機構投資人之監督力量

#### 一、 機構投資人與高階經理人薪酬

在機構投資人的監督力量與高階經理人薪酬間之關係方面，首先 Hartzell and Starks(2003) 的研究指出企業績效與高階經理人之薪酬呈現正相關，是因為機構投資人扮演積極的監督角色，能有效減少高階經理人與股東間之代理問題，可以促使企業增進績效與薪酬間之連結程度，進而避免高階經理人領取與績效脫鉤之超額薪酬。

Lin, Liao, and Chang(2011)以高科技公司為樣本，研究期間為 2004 年至 2006 年，探討機構投資人在制定高階經理人薪酬時扮演著甚麼樣的角色，研究結果指出，當機構投資人持股比例越高，其控制程度就越高，就越能善盡監督的責任，因此越能抑制高階經理人領取過多的薪酬。

Clay (2000)探討機構投資人對高階經理人薪酬之影響，以檢視機構投資人在公司治理層面的重要性。研究結果指出，機構投資人並無法降低高階經理人之薪酬水準，但可以提升薪酬與績效間之連結程度。

從上述文獻可以發現，機構投資人在制定高階經理人薪酬方面扮演著積極的監督角色，當其持股比例越高，越能增進薪酬與績效的敏感度，避免高階經理人領取與績效脫鉤之超額薪酬。

#### 二、 機構投資人與研發投資行為

機構投資人除了在制定高階經理人薪酬上扮演著不可或缺的監督角色外，也同時監控著高階經理人所做之決策是否傷及企業價值或是違背股東利益，因此 Bushee(1998)探討機構投資人之持股，是否會讓高階經理人有動機透過刪減研發支出來達到盈餘目標，研究結果指出，機構投資人之持股比例與刪減研發支出行為呈負相關，說明了機構投資人是扮演著積極監督之角色，以確保高階經理人會選擇能最大化企業價值之決策，因此，當其持股比例越高，高階經理人就越不會有刪減研發支出之行為，反駁了機構投資人會促使高階經理人刪減研發支出以達盈餘目標之論點。

Wahal and McConnell(2000)探討機構投資人持股與企業的資本支出以及研發支出間之關聯性，以2500家美國企業為觀察樣本，研究期間為1988年至1994年。研究結果指出，企業的資本支出以及研發支出會與機構投資人的持股數呈現正相關，Wahal and McConnell認為，比起投資散戶，機構投資人在投資訊息方面較具有優勢，更能將眼光放在長期投資上，因此較能促使企業投入在長期投資上。

李馨蘋與鄭誌偉(2008)探討在台灣的產業中，機構投資人持股比例與企業研發支出之相關性，以1995年至2004年間之台灣上市公司為樣本來進行實證分析，研究結果指出機構投資人之持股比例與企業之研發支出呈顯著負相關，推測原因可能是因為機構的基金經理人其獎酬與績效評估之週期大多介於一季到一年之間，加上其投資組合多以及投資期間短，因此無法深入了解企業的決策，僅以短期盈餘做為績效的判斷標準，外加上當企業盈餘小幅下降或小額虧損時，基金經理人可能會大量售出其持股，導致企業股價大幅下跌。高階經理人為了達到短期盈餘目標，以及避免股價之波動起伏過大，可能會透過刪減研發支出來提升短期盈餘。

從以往文獻中可發現，機構投資人之進駐不僅能提供企業投資之資金，也能補足公司治理之不足，扮演積極之監督角色，監控經理人所做之決策，避免其為一己之利傷及企業價值及違背股東利益。

表 2-6 機構投資人與高階經理人薪酬之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Clay	2000	探討機構投資人對高階經理人薪酬之影響，以檢視機構投資人在公司治理層面之重要性	機構投資人之持股無法降低高階經理人之薪酬水準，但可以提升高階經理人薪酬與績效間之連結程度
2.	Hartzell and Starks	2003	探討機構投資人之股權集中度對企業之影響	機構投資人扮演積極之監督角色，促使企業增進高階經理人薪酬與績效之敏感度，進而避免高階經理人領取與績效脫鉤之超額薪酬
3.	Lin et al.	2011	探討機構投資人於制定高階經理人薪酬時所扮演之角色	高階經理人持股比例越高，控制程度就越高，當其善盡監督之責任，越能抑制高階經理人領取不合理之薪酬

表 2-7 機構投資人與研發投資行為之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Bushee	1998	探討機構投資人之持股是否會讓高階經理人有動機透過刪減研發支出來達到盈餘目標	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 機構投資人持股越多，高階經理人越不會做出刪減研發支出之行為</li> <li>2. 機構投資人扮演著積極之監督角色</li> <li>3. 反駁機構投資人會促使高階經理人做出刪減研發投資之論點</li> </ol>
2.	Wahal and McConnell	2000	探討機構投資人持股比例以及企業的資本支出與研發支出間之關聯性	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 機構投資人持股比例與企業的資本支出及研發支出呈現正相關</li> <li>2. 比起投資散戶，機構投資人在投資訊息方面較具有優勢，能促使企業投入在長期投資上</li> </ol>
3.	李馨蘋與鄭誌偉	2008	探討機構投資人持股比例與企業研發支出間之關聯性	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 機構投資人持股比例與企業之研發支出呈負相關</li> <li>2. 基金經理人握有之投資組合多，外加投資期間短，僅以短期盈餘做為績效之判斷標準</li> <li>3. 高階經理人為避免股價波動起伏過大，可能透過刪減研發支出來提升盈餘</li> </ol>

#### 第四節 研發投資行為與薪酬之相關文獻

Jensen(1986)認為高階經理人薪酬制度之設計，其績效評估基礎多為短期層面，因此導致高階經理人有進行短視研發投資行為之動機，在做決策時，將重點放在可以迅速回收成本之方案，或是減少長期性的研發投資，如刪減研發支出。

Cheng(2004)探討當薪酬委員會預期高階經理人可能會減少研發支出(如即將退休、面臨盈餘小幅下降或小額虧損)時，是否會採取行動去避免高階經理人做出投機性的決策。研究結果顯示，當高階經理人即將退休、面臨盈餘小幅下降或小額虧損時，研發支出的變動數會與高階經理人之總薪酬呈現正相關，也就是說，薪酬委員會有意識到高階經理人可能有做出短視研發投資行為的動機，因此會透過薪酬計畫的制訂來避免這樣的情況發生。

李馨蘋與鄭誌偉(2008)探討在台灣的產業中，企業的創新投資與高階經理人之薪酬是否存在著關聯性，以1995年至2004年間之台灣上市公司為樣本來進行實證分析，研究結果指出，高階經理人為了增加個人之財富，以及保障其工作職位，會減少風險性之投資，例如刪減研發支出，來降低其所需承擔之風險，證實高階經理人之短視研發投資行為確實存在。另外該篇研究也指出，董事會在設計高階經理人之薪酬計畫時，為了避免高階經理人有風險規避之傾向進而有短視研發投資行為之發生，以及鼓勵其勇於創新，除了將薪酬計畫與盈餘做連結以外，也會將創新能力考量進去。

王曉雯、陳欣妤與吳佩珊(2013)探討企業的控制型態在董事會調整總經理薪酬誘因以抑制其作出投機性行為上，所扮演之角色，以及制定薪酬誘因決策時，會如何受到企業控制型態與成長機會之交互作用所影響。研究結果顯示，在總經理做出短視研發投資行為之動機中，相較於即將面臨退休，董事會對於盈餘小幅下降或小額虧損之問題較為敏感，因此會透過調整薪酬計畫之誘因，來抑制總經理為達盈餘目標而投機性的刪減研發支出。此外，相較於家族企業，高成長機會之非家族企業在面臨總經理即將退休、盈餘小幅下降或小額虧損時，會透過薪酬計畫之設計調整誘因來減少總經理做出投機性的短視研發投資行為。

表 2-8 研發投資行為與薪酬之相關文獻彙總

編號	作者	年度	研究目的	摘要及重點
1.	Cheng	2004	探討當薪酬委員會預期高階經理人可能會減少研發支出時,是否會採取相關行動去避免高階經理人投機性的減少研發支出	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 當高階經理人即將退休、面臨盈餘小幅下降或小額虧損時,研發支出的變動數會與高階經理人之總薪酬呈現正相關</li> <li>2. 薪酬委員會會透過薪酬計畫之制定來避免高階經理人做出刪減研發支出之行為</li> </ol>
2.	李馨蘋 與鄭誌偉	2008	探討企業之創新投資與高階經理人之薪酬是否存在關聯性	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 高階經理人為增加其個人財富以及保障工作職位,會減少風險性投資,如刪減研發支出</li> <li>2. 董事會為避免高階經理人有風險規避之傾向,以及鼓勵其創新,會將薪酬計畫與盈餘以及創新能力做連結</li> </ol>
3.	王曉雯、 陳欣妤 與吳佩珊	2013	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 探討企業的控制型態(家族、非家族企業)在董事會調整總經理薪酬誘因以抑制其作出投機性行為上所扮演之角色</li> <li>2. 董事會在制定薪酬誘因決策時,會如何受到企業控制型態與成長機會之交互作用所影響</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 總經理從事刪減研發支出之動機中,董事會對於盈餘小幅下降或小額虧損之問題較為敏感</li> <li>2. 董事會透過調整薪酬計畫之誘因,來抑制總經理投機性刪減研發支出</li> <li>3. 相較於家族企業,非家族企業在面臨總經理即將退休、盈餘小幅下降或小額虧損時,會透過薪酬計畫之設計調整誘因來減少總經理做出投機性的刪減研發支出</li> </ol>

## 第參章 研究設計

### 第一節 觀念性架構

本研究欲探討企業刪減研發支出之行為，如何影響(1)高階經理人持股；(2)家族成員擔任高階經理人；(3)高階經理人職位雙重性；(4)機構投資人持股與超額薪酬間之關係。以下為本研究之觀念性架構圖：

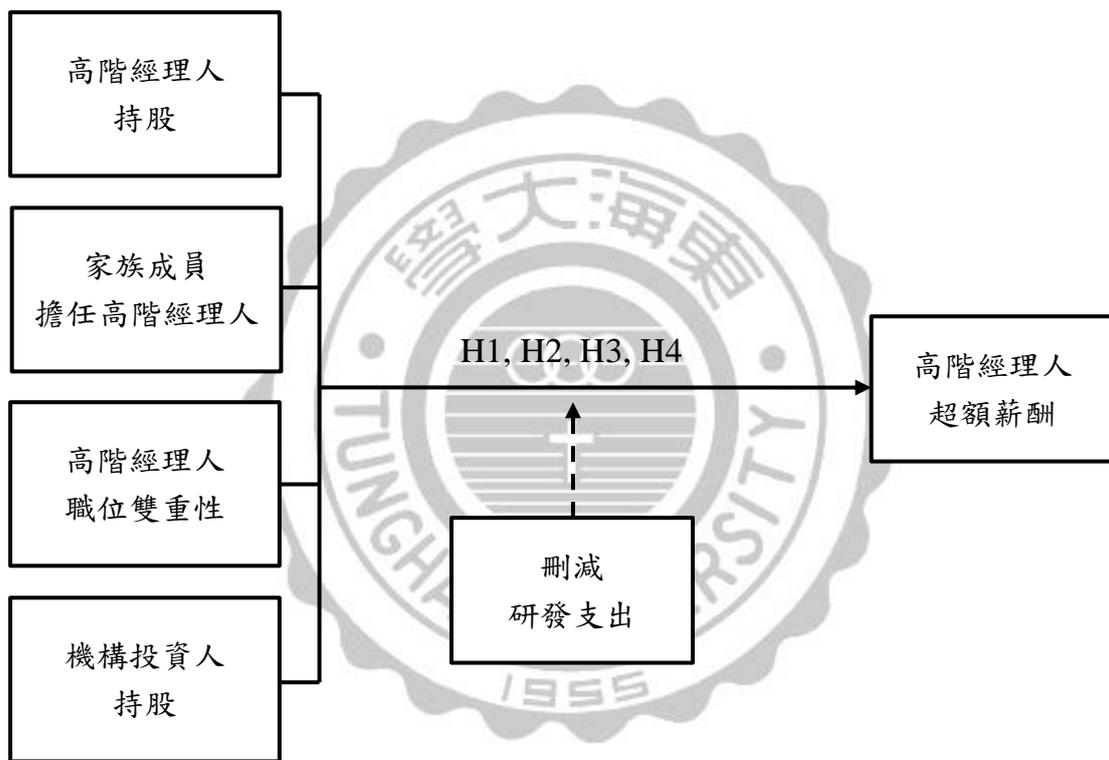


圖 3-1 觀念性架構

## 第二節 研究假說

### 一、 高階經理人持股

Jensen and Meckling(1976)所提出之「利益收斂假說」認為，當管理階層持股數越多，其與股東間之利益就越趨於一致，然而高階經理人之績效考核多與盈餘數字有所連結，如此一來將使得高階經理人有動機掠奪股東利益來圖利自己，因此，Jensen and Ruback(1983)所提出的「利益掠奪假說」(entrenchment hypothesis)即指出，當管理階層持有股份愈高時，因為具有足夠投票權或其工作保障性較高，如此將容易產生怠職的情況，導致企業經營績效變差，在經營績效差的情況下若仍持續坐領高薪，即為本研究欲探討之超額薪酬。

過去不少研究發現，高階經理人之持股比例與其薪酬具有關聯性，Core et al.(1999)研究結果指出，高階經理人的持股比例與其薪酬呈現正向關係，Cheung et al. (2005)認為高階經理人持股比例越高，其所領取之現金薪酬越多，且若為控制股東，更會透過控股權為自己制定較高之薪酬。高階經理人之持股比例被視為權力多寡的指標，當其所擁有之股權越多，對企業之營運決策影響力越大，導致經理人利用控股權替自己制定較高之薪酬。而究竟有哪些誘因會促使高階經理人做出刪減研發支出的決策，Bar-Gill and Bebchuk (2003)的研究即提到，資本市場的激勵機制會促使高階經理人在犧牲企業長期價值的情況之下做出不利企業的決策，像是透過刪減研發支出的方式，以達短期的盈餘目標。Narayanan (1985)探討哪些動機會促使高階經理人做刪減研發支出之行為，進而犧牲企業以及股東的長期利益，結果顯示由於高階經理人的激勵獎金多與財務報表上的盈餘數字連結，加上外部股東極度重視股價的短期表現，皆促使企業的高階經理人看重短期績效，尤其當企業面臨盈餘小幅下降或是小額虧損，高階經理人便會採取減少研發支出的策略來達到盈餘目標，藉此領取更多的激勵獎酬(Cao and Laksmana 2010)。此外，Wright and Kroll(2002)指出，當高階經理人擁有之權力越大，越可能透過其職權圖利自身，而當企業存在誘因促使高階經理人刪減研發支出以增加盈餘，美化財報數字時，若其持股比例越高，擁有之權力越大，就越有可能透過職權增進私有財富。且高階經理人與股東之間存在著資訊不對稱的問題，若高階經理人手中握有投資者所不知道的私有資訊，高階經理人就有可能做出犧牲企業以及股東長期利益而圖利自己的決策(Narayanan 1985)。

綜上所述，本研究認為資本市場重視績效表現，導致高階經理人有動機透

過刪減研發支出的方式以達到盈餘目標，而當高階經理人持股比例越高，其所有權越大，就越能影響企業所作決策及其薪酬計畫，並透過職權以增進私有財富，再加上高階經理人與外部股東存在資訊不對稱之問題，皆讓高階經理人在企業刪減研發支出時，有動機利用權力來為自己獲取更高之薪酬。故本研究建立假說一如下：

假說一：當企業刪減研發支出時，高階經理人持股比例越高，領取越多之超額薪酬

## 二、 家族成員擔任高階經理人

近來家族企業的研究漸受重視，東亞各國的企業超過 50% 由家族控制，且許多亞洲家族企業是由華人所擁有(Tan and Fock 2001)。Claessens, Djankov, and Lang(2000)的研究指出，65.6%的臺灣上市公司屬於家族企業。

Bertrand and Schoar (2006)認為家族企業特有的裙帶關係 (Family tie) 會導致企業的利益分配順序有所改變，滿足家族利益成了首要目的，而且高階經理人若與家族有關係，其工作保障性較高(Gomez-Mejia et al. 2003)。Barontini and Bozzi (2010)研究指出，相較於非家族企業，家族企業支付給高階經理人的薪酬較高，且支付的薪酬越高，其股價以及盈餘表現就越差，顯示出縱使某些家族獲取之利益沒有傷及企業價值，但若造成企業股價下跌，藉此來獲取私有財富，就會壓榨到其他股東的權益。

然而家族企業是建立在人治的精神上，其企業成員間目標分歧、資訊不對稱的問題比較輕微，若高階經理人由家族成員擔任，其與企業間之目標及利益較趨於一致，且家族企業較能減少主理人與代理人間的代理問題(Anderson and Reeb 2003; Maury 2006)。McConaughy (2000)研究結果指出，家族經理人之薪酬水準、薪酬與績效敏感度以及激勵獎酬所佔比例皆比專業經理人低，顯示家族經理人之薪酬較不受績效之影響，也比較不會有操弄盈餘以領取激勵獎酬之動機。此外，鍾喜梅、劉韻僖與葉匡時 (2003)認為，家族成員在高階經營團隊中所佔的比例，可被視為家族對企業營運掌控力的指標，而且家族企業的高階經理人多由家族成員擔任，例如大立光的執行長為創辦人林耀英的兒子林恩平、台達電的執行長為創辦人鄭崇華的兒子鄭平，當家族利益與企業利益緊密連結時，管理階層就比較不會有犧牲企業利益而做出圖利自己的決策行為，James (1999)的研究結果指出，家族企業比較不會做出刪減研發支出的行為，而且其投資效率也會較佳，而家族企業的特性，包括了高度的信任與承諾，不僅能使

企業運作效率更佳，也能帶給企業更大的效益(Zahra 2003)。根據 KPMG 的調查，為了獲得事業拓展所需的資金，家族願意在能持續掌控事業的前提下出售部份股權，以換取事業擴張所需的資金。且家族企業的股權集中，使其能充分掌握企業的管理以及董會事成員，進而對企業帶來絕大的影響以及有效的監督(Demsetz and Lehn 1985)。

綜上所述，雖然家族企業特有的裙帶關係會使得利益分配順序有所改變，但當家族利益與企業利益緊密連結時，為了家族和企業的聲譽，家族經理人在做決策時，比較會以長期為導向，加上工作保障性較高，薪酬水準較不受績效影響。因此當企業刪減研發支出時，相較於專業經理人，由於家族經理人與企業關係較緊密，當家族成員擔任高階經理人比例越高，則較不會有領取超額薪酬的情況。故本研究建立假說二如下：

假說二：當企業刪減研發支出時，家族經理人比例越高，較不會領取超額薪酬

### 三、 高階經理人之職位雙重性

Arena and Braga-Alves (2013)研究結果顯示，在高階經理人的管理特性中，當總經理同時擔任董事長時，對公司治理運作的影響最大，其中之一即包含了董事會的獨立性，而董事會的權責就在於監督高階經理人，當總經理同時擔任董事長時，如此一來將會降低董事會的獨立性，減弱董事會監督高階經理人的力量，並且使其無法有效監控高階經理人之行為及其所做之決策(Boyd 1994)。Jensen (1993)指出，職位雙重性將經理人的管理權以及董事會的領導權集中在同一人手上，如此一來容易加劇代理問題，此外，職位雙重性造成之權力集中化，會使得高階經理人容易干涉董事會所做之決策，而董事會是扮演監督管理團隊以及保護股東之角色，如此一來將使得利益衝突更為嚴重(Booth, Cornett, and Tehranian 2002)。Core et al. (1999)以及 Cyert et al. (2002)研究結果皆指出高階經理人是否同時擔任董事長與其薪酬具有高度相關性，當總經理同時擔任董事長時，其薪酬水準會較高。

綜上所述，總經理同時擔任董事長時，會擴大其自身權力，當企業刪減研發支出時，基於自利動機，高階經理人可能會透過其在董事會的影響力，掠奪股東的利益以提高自身的薪酬。故本研究建立假說三如下：

假說三：當企業刪減研發支出時，若高階經理人具有職位雙重性，其領取之超額薪酬越多

#### 四、 機構投資人持股

Boyd (1994)的研究指出，現今被大型機構持有股票的企業越來越多，而機構投資人通常被視為積極的監督角色，當其管控能力越大，就越能避免管理階層基於自利動機做出不利企業而圖利自己的決策。比起散戶，由於機構投資人所持有之資訊較多，且在投資訊息方面較具有優勢，更能將眼光放在長期發展，因此較能防止高階經理人為了達成短期目標而做出刪減研發支出之決策，促使企業投入在長期投資上。Hartzell and Starks (2003)的研究指出，由於機構投資人扮演著積極之監督角色，能夠促進企業增進績效與薪酬間之連結程度，進而避免高階經理人領取與績效脫鉤之超額薪酬，而 Lin et al. (2011)探討機構投資人在制定高階經理人時扮演著甚麼樣的角色，研究結果指出，當機構投資人持股比例越高，其控制程度就越高，越能善盡監督的責任，因此就越能抑制高階經理人領取過多的薪酬。

綜上所述，在企業中，機構投資人被視為一個積極的監督角色，當企業刪減研發支出時，可以發揮監督經理人的角色，避免高階經理人薪酬與績效脫鉤，領取不合理之薪酬。故本研究建立假說四如下：

假說四：當企業刪減研發支出時，機構投資人持股比例越高，越能抑制高階經理人領取超額薪酬

### 第三節 變數衡量

本研究欲探討刪減研發支出之行為，如何影響高階經理人權力與超額薪酬之關聯性。本研究所使用變數之定義以及衡量方式說明如下：

#### 一、應變數-高階經理人超額薪酬 (*EXE\_COMP*)

本研究以陳俊合 (2010)以及 Croci et al. (2012)所提出之模型，作為計算高階經理人超額薪酬之參考。先發展出計算合理薪酬水準的模型，再以高階經理人(總經理與副總)之實際總薪酬減掉合理薪酬水準模型所估算出來的正常合理薪酬來估計超額薪酬，並且將模型中殘差 $\epsilon$ 大於 0 的部分視為超額薪酬。計算方式如下：

$$LNCOMP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 LNSALE_{i,t} + \alpha_3 STR_{i,t} + \alpha_4 R \& D_{i,t} + \alpha_5 TE_{i,t} + \alpha_6 EDUC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$EXE\_COMP_{i,t} = R\_COMP_{i,t} - E\_COMP_{i,t} = \epsilon_{i,t}$$

各個變數的定義與說明如下：

- LNCOMP<sub>i,t</sub>* : 該年度高階經理人之實際總薪酬以及員工認股權之價值的合計數取自然對數
- EXE\_COMP<sub>i,t</sub>* : 該年度高階經理人之估計超額薪酬
- R\_COMP<sub>i,t</sub>* : 該年度高階經理人之實際薪酬
- E\_COMP<sub>i,t</sub>* : 該年度高階經理人之估計合理薪酬
- ROA<sub>i,t</sub>* : 該年度資產報酬率，稅前息前淨利除以總資產
- LNSALES<sub>i,t</sub>* : 該年度銷貨淨額取自然對數
- STR<sub>i,t</sub>* : 該年度公司股價報酬率
- R&D<sub>i,t</sub>* : 該年度公司 R&D 強度，研發費用除以總銷貨
- TE<sub>i,t</sub>* : 高階經理人平均任期
- EDUC<sub>i,t</sub>* : 高階經理人平均受教育年數

## 二、自變數

### 1. 刪減研發支出 (*CUTRD*)

本研究參考 Bushee (1998) 提出的做法，衡量方式以本期研發支出與前期研發支出做比較，若減少則變數為 1，其餘為 0。

### 2. 高階經理人持股比例(*CEOOWN*)

Finkelstein and Hambrick (1989) 以及 Cyert et al. (2002) 的研究皆提到，當高階經理人的持股比例越高，其薪酬就越高。由於高階經理人的持股數為其權力的來源，當其持股比例越高，權力就越大，不僅可以掌控企業的重要決策，甚至可能影響董事會的薪酬決策。持股比例以年底高階經理人持股數佔企業年底流通在外股數的比例，計算方式如下：

$$CEOOWN_{i,t} = \frac{\text{高階經理人持股數}}{\text{公司年底流通在外股數}}$$

### 3. 高階經理人由家族成員擔任比例(*MEMBER*)

Cohen and Lauterbach (2008) 認為，高階經理人若為家族成員，與其薪酬具顯著相關性，Barontini and Bozzi (2010) 研究指出，相較於非家族企業，家族企業支付給高階經理人的薪酬較高，且支付的薪酬越高，其股價以及盈餘表現就越差，顯示出縱使某些家族獲取之利益沒有傷及企業價值，但若造成企業股價下跌，藉此來獲取私有財富，就會壓榨到其他股東的權益。鍾喜梅等人(2003) 認為，家族成員在高階經營團隊中所佔的比例，可被視為家族對企業營運掌控力的指標，且家族企業的高階經理人多由家族成員擔任。計算方式如下：

$$MEMBER_{i,t} = \frac{\text{高階經理人為家族成員人數}}{\text{高階經理人總人數}}$$

#### 4. 總經理兼任董事長 (*DUAL*)

董事會的權責在於監督高階經理人，若總經理同時兼任董事長，將可能影響董事會所做之決策，Cyert et al. (2002)指出，總經理是否同時兼任董事長與其薪酬具有高度相關性，本研究衡量此變數之方式為，若同時兼任為 1，否則為 0。

#### 5. 機構投資人持股比例 (*INSTU*)

Hartzell and Starks (2003)的研究指出，機構投資人的持股比例越高，由於其發揮監督功能，故高階經理人之薪酬與績效的連結程度也會較高，也能夠抑制高階經理人領取過多的薪酬。因此本研究欲探討當企業刪減研發支出時，機構投資人的持股比例對高階經理人超額薪酬之影響。持股比例以機構投資人持股數佔企業年底流通在外股數的比例，計算方式如下：

$$INSTU_{i,t} = \frac{\text{機構投資人持股數}}{\text{企業年底流通在外股數}}$$

### 三、控制變數

#### 1. 獨立董監事比例 (*IBD*)

獨立董監事通常與公司沒有甚麼商業上以及親等間之關係，因此其具備較高的獨立性，故較能客觀以及有效的監督公司的高階經理人，Core et al. (1999)的研究即指出，高階經理人之薪酬與獨立董監事之比例呈現負相關，表示在制定高階經理人薪酬方面，獨立董監事具備一定的影響力，故本研究將獨立董監事席次納為控制變數，以衡量其對高階經理人超額薪酬之影響。計算方式如下：

$$IBD_{i,t} = \frac{\text{獨立董監事人數}}{\text{董監事總人數}}$$

#### 2. 董事會規模 (*BOARD*)

Core et al. (1999)研究指出，董事會規模越大，由於較難進行溝通與協調，且會變得較無效率，容易導致董事會運作效率低下，而降低其監督的有效性。Crocì et al. (2012)認為，董事會的規模在制定高階經理人薪酬方面具有一定的影響力，故研究將董事會規模納為控制變數，以衡量其對高階經理人超額薪酬之影響。衡量方式如下：

$$BOARD_{i,t} = \text{董監事總人數}$$

### 3. 企業規模 (*SIZE*)

Gabaix and Landier (2006)的研究指出，企業規模對高階經理人之薪酬水準具有顯著的影響，當企業規模越大，工作複雜程度越高，因此支付給高階經理人之薪酬水準也會越多，故本研究將企業規模納為控制變數，以衡量其對高階經理人超額薪酬之影響。計算方式如下：

$$SIZE_{i,t} = \text{LN(總資產)}$$

### 4. 年度別 (*YEAR*)

為了控制不同年度對超額薪酬所帶來之影響，本研究以 2008 年為基準設定時間虛擬變數。

#### 第四節 研究模型

為了驗證本研究之假說一、二、三與四，模型建立如下：

$$\begin{aligned} EXE\_COMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CUTRD_{i,t} + \beta_2 CEOOWN_{i,t} + \beta_3 MEMBER_{i,t} + \beta_4 DUAL_{i,t} \\ & + \beta_5 INSTU_{i,t} + \beta_6 CEOOWN_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \beta_7 MEMBER_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\ & + \beta_8 DUAL_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \beta_9 INSTU_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \beta_{10} IBD_{i,t} \\ & + \beta_{11} BOARD_{i,t} + \beta_{12} SIZE_{i,t} + \sum_1^4 YEAR_y \end{aligned}$$

其中， $i$  代表企業別； $t$  代表年度別； $EXE\_COMP$  為企業當年度高階經理人之超額薪酬； $CUTRD$  代表刪減研發支出之虛擬變數； $CEOOWN$  代表高階經理人持股比例； $MEMBER$  代表高階經理人由家族成員擔任比例； $DUAL$  代表高階經理人職位雙重性之虛擬變數； $INSTU$  代表機構投資人持股比例； $IBD$  代表獨立董事比例； $BOARD$  代表董事會規模； $SIZE$  代表企業規模； $\sum_1^4 YEAR$  代表時間變數。

若假說一成立，預期  $CEOOWN \times CUTRD$  與超額薪酬( $EXE\_COMP$ )呈正相關， $\beta_6$  係數為正；若假說二成立，預期  $MEMBER \times CUTRD$  與超額薪酬( $EXE\_COMP$ )負相關， $\beta_7$  係數為負；若假說三成立，預期  $DUAL \times CUTRD$  與超額薪酬( $EXE\_COMP$ )正相關， $\beta_8$  係數為正；若假說四成立，預期  $INSTU \times CUTRD$  與超額薪酬( $EXE\_COMP$ )負相關， $\beta_9$  係數為負。研究假說之預期結果彙總請見表 3-2。

表 3-1 變數衡量表

變數名稱 (代號)	衡量方法	預期符號
<b>應變數</b>		
超額薪酬 ( <i>EXE_COMP</i> )	以陳俊合 (2010)及 Croci et al. (2012)所提出之模型，做為計算超額薪酬之參考，模型中之 $\varepsilon$ 視為高階經理人之超額薪酬	
<b>自變數</b>		
刪減研發支出 ( <i>CUTRD</i> )	以本期研發支出與前期研發支出做比較，若減少則為 1，否則為 0	+
高階經理人持股比例 ( <i>CEOOWN</i> )	高階經理人持股數/公司年底流通在外股數	+
高階經理人由家族成員擔任比例 ( <i>MEMBER</i> )	高階經理人為家族成員人數/高階經理人總人數	-
總經理兼任董事長 ( <i>DUAL</i> )	若總經理兼任董事長則為 1，否則為 0	+
機構投資人持股比例 ( <i>INSTU</i> )	機構投資人持股數/公司年底流通在外股數	-
<b>控制變數</b>		
獨立董監事比例 ( <i>IBD</i> )	獨立董監事人數/董監事總人數	?
董事會規模 ( <i>BOARD</i> )	董監事總人數	?
企業規模 ( <i>SIZE</i> )	期末資產總額取自然對數	?
年度別 ( <i>YEAR</i> )	以 2008 年為基準設虛擬變數	?

表 3-2 研究假說之預期結果

假說	係數	預期方向
假說一：當企業刪減研發支出時，高階經理人持股比例越高，其領取越多之超額薪酬。	$\beta_6$	+
假說二：當企業刪減研發支出時，家族經理人比例越高，較不會領取超額薪酬。	$\beta_7$	-
假說三：當企業刪減研發支出時，若高階經理人具有職位雙重性，其領取之超額薪酬越多。	$\beta_8$	+
假說四：當企業刪減研發支出時，機構投資人持股比例越高，越能抑制高階經理人領取超額薪酬。	$\beta_9$	-



## 第五節 研究樣本

本研究以台灣上市、上櫃公司為樣本，觀察對象為上市、上櫃公司之高階經理人。由於 2008 年發生重挫全球經濟的金融海嘯，為討論金融海嘯後高階經理人領取超額薪酬的現象，因此本研究觀察期間為 2008 年至 2012 年，共計 5 年，樣本資料取自台灣經濟新報資料庫（TEJ）。



## 第肆章 研究結果

### 第一節 敘述性統計與相關係數分析

#### 一、敘述性統計

表 4-1 為本研究之敘述性統計分析，從表中可得知高階經理人超額薪酬 (*EXE\_COMP*) 平均數與中位數分別為 0.613 與 0.594，平均數大於中位數，顯示產業普遍存在高階經理人領取超額薪酬之現象。刪減研發支出 (*CUTRD*) 平均數為 0.34，顯示整體樣本中有 34% 的企業有刪減研發支出的情況發生。*MEMBER* 的最大值為 100，最小值為 0，顯示部分企業之高階經理人均由家族成員擔任，有些則均由專業經理人擔任。而在 *CEOOWN* 以及 *INSTU* 部分，最大值與最小值差距亦甚大，可發現有些企業仍願意將股份釋放給高階經理人以及機構投資人持有。

表 4-1 敘述性統計量

變數	平均值	中位數	標準差	最小值	最大值
<i>EXE_COMP</i>	0.613	0.594	0.352	0.000	1.694
<i>CUTRD</i>	0.340	0.000	0.474	0.000	1.000
<i>CEOOWN</i>	7.255	3.000	11.554	0.000	81.750
<i>MEMBER</i>	45.343	40.000	31.381	0.000	100.000
<i>DUAL</i>	0.307	0.000	0.462	0.000	1.000
<i>INSTU</i>	35.068	31.175	22.638	0.000	97.970
<i>IBD</i>	13.332	16.667	13.461	0.000	62.500
<i>BOARD</i>	9.446	9.000	2.313	2.000	32.000
<i>SIZE</i>	15.318	15.100	1.499	10.387	21.271

註：*EXE\_COMP* 代表高階經理人超額薪酬；*CUTRD* 代表刪減研發支出之虛擬變數；*CEOOWN* 代表高階經理人持股比例；*MEMBER* 代表高階經理人由家族成員擔任比例；*DUAL* 代表高階經理人職位雙重性之虛擬變數；*INSTU* 代表機構投資人持股比例；*IBD* 代表獨立董事比例；*BOARD* 代表董事會規模；*SIZE* 代表公司規模。

## 二、相關係數分析

表 4-2 為 Pearson 相關係數分析，表中顯示，控制變數獨立董事比例(*IBD*)、董事會規模(*BOARD*)以及公司規模(*SIZE*)間之相關係數最大值為 0.278，相關性不高，而自變數與控制變數間，最大值為-0.264，整體而言，變數之間的相關係數並無高度相關，且變異膨脹係數(Variance Inflation Factors，簡稱 VIF)皆小於 3，因此本研究判斷變數之間並無太大之共線性問題。

表 4-2 相關係數矩陣

變數	<i>EXE_COMP</i>	<i>CUTRD</i>	<i>CEOOWN</i>	<i>MEMBER</i>	<i>DUAL</i>	<i>INSTU</i>	<i>IBD</i>	<i>BOARD</i>	<i>SIZE</i>
<i>EXE_COMP</i>	1.000								
<i>CUTRD</i>	0.018	1.000							
<i>CEOOWN</i>	0.039**	0.025	1.000						
<i>MEMBER</i>	0.113***	0.017	0.009	1.000					
<i>DUAL</i>	0.076***	0.063***	0.126***	0.234***	1.000				
<i>INSTU</i>	-0.096***	-0.130***	0.255***	-0.259***	-0.191***	1.000			
<i>IBD</i>	0.020	0.043***	0.020	-0.048***	-0.004	0.001	1.000		
<i>BOARD</i>	-0.100***	-0.039**	0.004	-0.025	-0.126***	0.206***	-0.000	1.000	
<i>SIZE</i>	-0.264***	-0.116***	-0.066***	-0.287***	-0.142***	0.433***	-0.143***	0.278***	1.000

註 1：\*表示達 10%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*\*\*表示達 1%顯著水準。

註 2：各變數之定義請參閱表 4-1 之說明。

## 第二節 研究結果及分析

本研究採用最小平方法(OLS)進行迴歸分析，並以超額薪酬大於 0 之樣本為觀察值進行測試，以檢驗企業刪減研發支出之行為，如何影響(1)高階經理人持股比例；(2)家族成員擔任高階經理人比例；(3)高階經理人職位雙重性；(4)機構投資人持股比例與超額薪酬間之關係。以下將依序說明各假說之實證結果。

### 一、 高階經理人持股

表 4-3 之模型為探討當企業刪減研發支出時，高階經理人持股比例對其超額薪酬之影響，實證結果顯示， $CEOOWN \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  為顯著正相關(係數 0.0015，t 值 1.38)，揭示了當企業刪減研發支出時，若高階經理人持股比例越高，其所有權越大，越能透過職權增進私有財富，領取不合理之薪酬，研究結果與本研究之假說一一致。

從圖 4-1 可發現，在未刪減研發支出時，高階經理人之超額薪酬既已存在，當其持股比例越高，所領取之超額薪酬越高，而當企業刪減研發支出時，更是加劇此現象。

### 二、 家族成員擔任高階經理人

表 4-3 之模型為探討當企業刪減研發支出時，家族成員擔任高階經理人之比例對其超額薪酬之影響，實證結果顯示， $MEMBER \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  為顯著負相關(係數-0.0008，t 值-2.39)，說明了相較於專業經理人，家族經理人與企業關係較為緊密，當企業刪減研發支出時，家族成員擔任高階經理人之比例越高，反而較不會有領取超額薪酬之情況，此研究結果符合本研究之假說二。

從圖 4-2 可看出，未刪減研發支出之企業，若家族經理人比例越高，則超額薪酬越高，然而當企業刪減研發支出時，斜率反而變緩，說明了當企業因內、外在因素而刪減研發支出時，由於家族經理人與企業之關係較為緊密，超額薪酬之現象會較為減緩。

### 三、 高階經理人之職位雙重性

表 4-3 之模型為探討當企業刪減研發支出時，高階經理人之職位雙重性對其超額薪酬之影響，實證結果顯示， $DUAL \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  為顯著正相關(係數 0.0358, t 值 1.35)，說明了當總經理同時擔任董事長時，其權力集中，降低董事會之獨立性，使其容易干涉董事會所做之決策，並且較有可能為自己制定較高之薪酬，研究結果與本研究之假說三一一致。

圖 4-3 說明了當高階經理人具備職位雙重性時，其領取之超額薪酬越高，而當企業進行刪減研發支出時，斜率變陡，顯示在此情況下，會加劇高階經理人領取超額薪酬之現象。

### 四、 機構投資人持股

機構投資人通常被視為積極的監督角色，因此本研究進一步探討當企業刪減研發支出時，機構投資人對高階經理人超額薪酬之影響。表 4-3 之模型為探討當企業刪減研發支出時，機構投資人之持股比例與高階經理人超額薪酬之關聯性，實證結果顯示， $INSTU \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  為顯著負相關(係數-0.0009, t 值-1.47)，說明了當企業刪減研發支出時，機構投資人的監督力量能有效避免高階經理人基於自利動機作出對自己有利之決策，以獲取不合理之薪酬，此研究結果與本研究之假說四一致。

從圖 4-4 可看出，機構投資人扮演著積極之監督角色，故在經理人超額薪酬方面能發揮有效之抑制效果，而當企業刪減研發支出時，斜率變陡，說明了機構投資人為了避免高階經理人在此情況下透過職權為自己牟利，會更嚴格地監管高階經理人之行為。

表 4-3 實證結果表

$$\begin{aligned}
 EXE\_COMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CUTRD_{i,t} + \beta_2 CEOOWN_{i,t} + \beta_3 MEMBER_{i,t} + \beta_4 DUAL_{i,t} \\
 & + \beta_5 INSTU_{i,t} + \beta_6 CEOOWN_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \beta_7 MEMBER_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \beta_8 DUAL_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \beta_9 INSTU_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \beta_{10} IBD_{i,t} \\
 & + \beta_{11} BOARD_{i,t} + \beta_{12} SIZE_{i,t} + \sum_1^4 YEAR_y
 \end{aligned}$$

變數	預期方向	係數	t 值
<i>CUTRD</i>	+	-0.0277*	-1.89
<i>CEOOWN</i>	+	-0.0003	-0.41
<i>MEMBER</i>	+	0.0007***	3.05
<i>DUAL</i>	+	0.0145	0.92
<i>INSTU</i>	-	0.0009***	2.48
<i>CEOOWN</i> × <i>CUTRD</i>	+	0.0015*	1.38
<i>MEMBER</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0008***	-2.09
<i>DUAL</i> × <i>CUTRD</i>	+	0.0358*	1.35
<i>INSTU</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0009*	-1.47
<i>IBD</i>	?	-0.0004	-0.86
<i>BOARD</i>	?	-0.0047*	-1.85
<i>SIZE</i>	?	-0.0619***	-13.86
<i>YEAR</i>		(Included)	(Included)
<i>CONSTANT</i>		1.5350***	22.03
N		3660	
F		22.21***	
Adj. R <sup>2</sup>		0.0849	

註 1：\*表示達 10%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*\*\*表示達 1%顯著水準。

註 2：有預期符號採單尾檢定，無預期符號採雙尾檢定。

註 3：*EXE\_COMP* 為企業當年度高階經理人之超額薪酬；*CUTRD* 代表刪減研發支出之虛擬變數；*CEOOWN* 代表高階經理人持股比例；*MEMBER* 代表高階經理人由家族成員擔任比例；*DUAL* 代表高階經理人職位雙重性之虛擬變數；*INSTU* 代表機構投資人持股比例；*IBD* 代表獨立董事比例；*BOARD* 代表董事會規模；*SIZE* 代表企業規模； $\sum_1^4 YEAR_y$  代表時間變數。

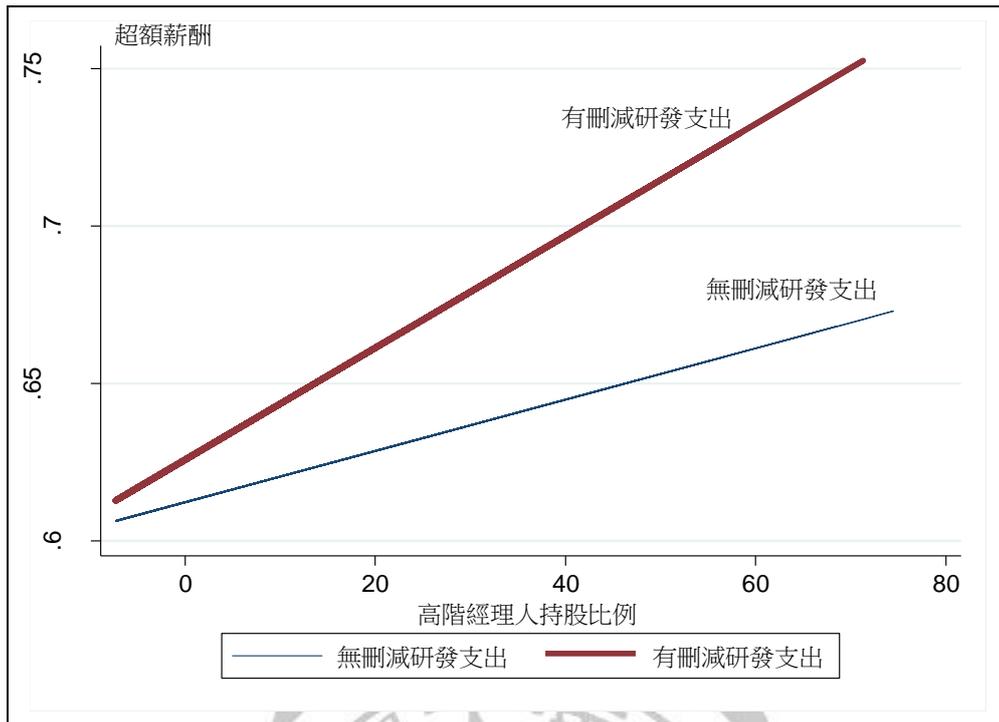


圖 4-1 高階經理人持股比例之斜率變化

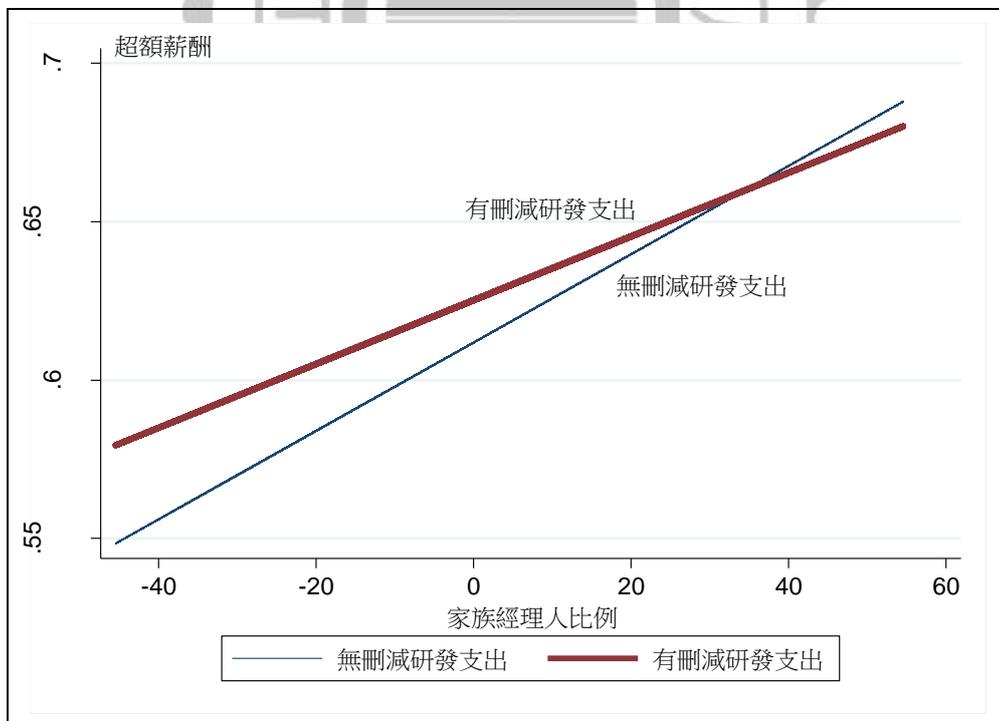


圖 4-2 家族經理人比例之斜率變化

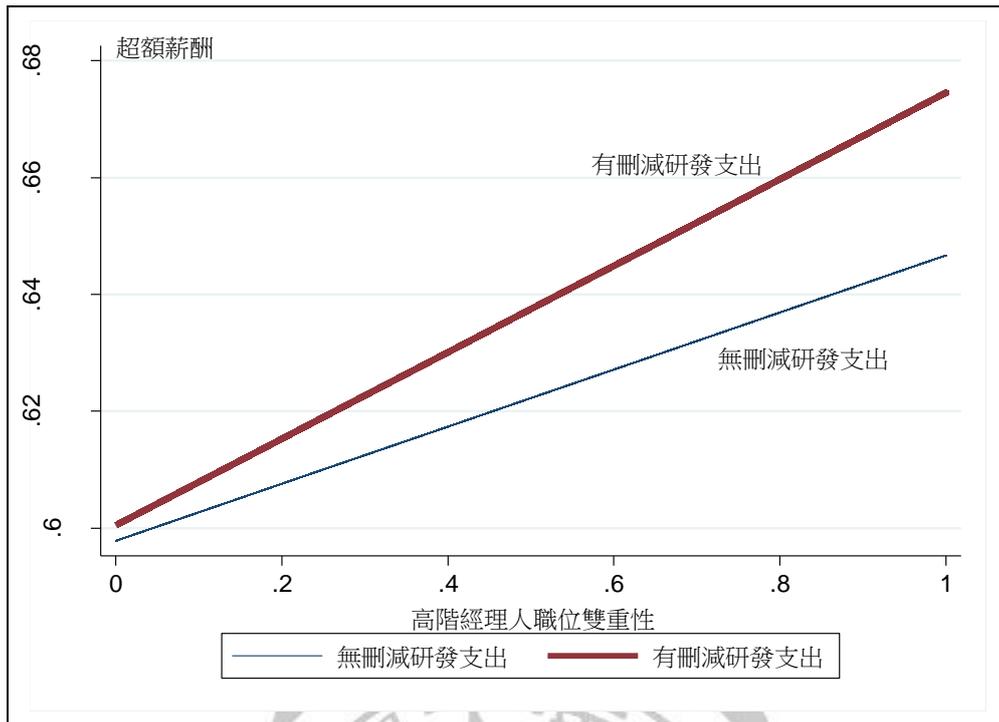


圖 4-3 高階經理人職位雙重性之斜率變化

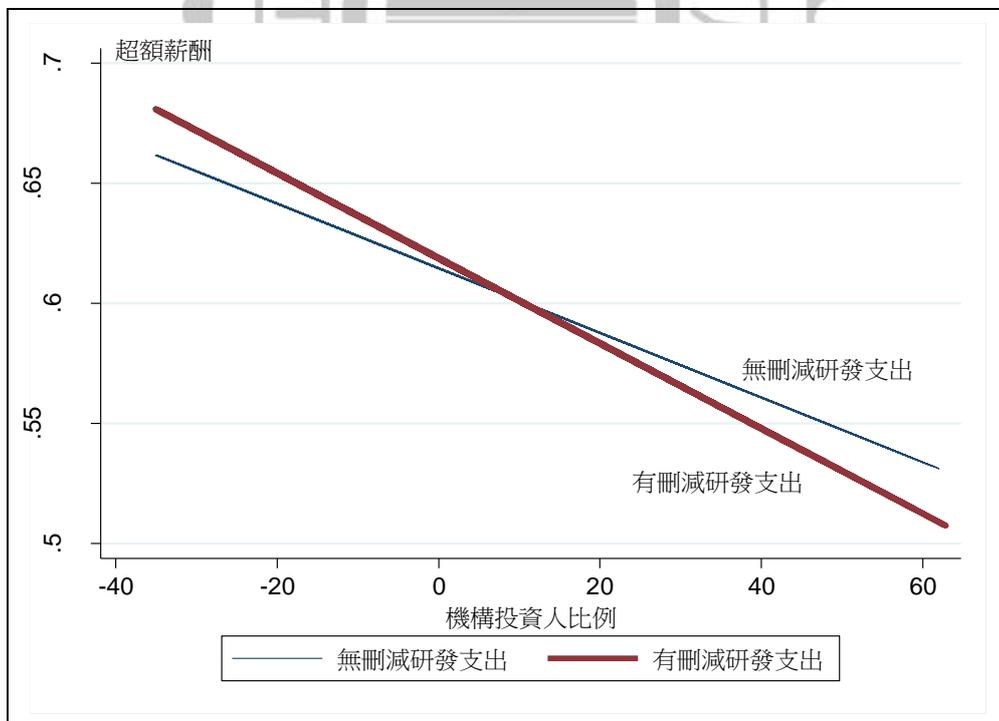


圖 4-4 機構投資人持股比例之斜率變化

### 第三節 額外測試

本研究為更深入探討機構投資人之監督力量，參考 Croci et al. (2012) 之作法，將機構投資人細分為本國機構投資人以及外國機構投資人，以測試當企業刪減研發支出時，本國機構投資人以及外國機構投資人對高階經理人超額薪酬之影響。

#### 一、 本國機構投資人與外國機構投資人與超額薪酬之關聯性

表 4-4 為當企業刪減研發支出時，本國機構投資人以及外國機構投資人對高階經理人超額薪酬之實證結果，從表中可看出， $DOM \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  為顯著負相關(係數-0.0006，t 值-2.25)，說明了當企業刪減研發支出時，本國機構投資人的監督力量更能有效避免高階經理人基於自利動機作出對自己有利之決策。

從圖 4-5 以及圖 4-6 可看出，當企業刪減研發支出時，在抑制高階經理人超額薪酬方面，本國機構投資人之監督力量較為顯著，本研究將原因歸於，本國機構投資人基於地緣優勢，對本國企業文化較為熟悉，再加上外國機構投資人與本國企業所存在之資訊不對稱問題可能較為嚴重，因此相較之下，本國機構投資人之監督效果較為顯著。

而  $CEOOWN \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  呈顯著正相關(係數 0.0019，t 值 1.73)， $MEMBER \times CUTRD$  也與  $EXE\_COMP$  呈顯著負相關(係數-0.0008，t 值-2.10)，皆支持本研究之假說一及二。

#### 二、 本國機構投資人細項與外國機構投資人細項與超額薪酬之關聯性

根據以上測試，本研究將本國機構投資人以及外國機構投資人再細分成以下八類：政府機構持股比例( $GOV$ )、本國金融機構持股比例( $FIN$ )、本國信託基金持股比例( $TRUST$ )、本國公司法人持股比例( $COM$ )、本國其他法人持股比例( $OTHER$ )、外國金融機構持股比例( $FORFIN$ )、外國法人持股比例( $FORCOM$ )、外國信託基金持股比例( $FORTRU$ )。表 4-5 為當企業刪減研發支出時，機構投資人細項對超額薪酬影響之實證結果，其中  $COM \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  為顯著負相關(係數-0.0021，t 值-2.83)，說明了本國公司法人扮演著抑制高階經

理人超額薪酬的監督角色。圖 4-7 顯示，當企業刪減研發支出時，斜率變陡，說明了在機構投資人中，本國公司法人之抑制效果較為顯著。

而  $CEOOWN \times CUTRD$  與  $EXE\_COMP$  呈顯著正相關(係數 0.0020, t 值 1.84),  $MEMBER \times CUTRD$  也與  $EXE\_COMP$  呈顯著負相關(係數 -0.0008, t 值 -2.07), 皆支持本研究之假說一及二。



表 4-4 本國及外國機構投資人與超額薪酬之關聯性

$$\begin{aligned}
 EXE\_COMP_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 CUTRD_{i,t} + \gamma_2 CEOOWN_{i,t} + \gamma_3 MEMBER_{i,t} + \gamma_4 DUAL_{i,t} \\
 & + \gamma_5 DOM_{i,t} + \gamma_6 FOR_{i,t} + \gamma_7 CEOOWN \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \gamma_8 MEMBER_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \gamma_9 DUAL_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \gamma_{10} DOM_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \gamma_{11} FOR_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \gamma_{12} IBD_{i,t} + \gamma_{13} BOARD_{i,t} \\
 & + \gamma_{14} SIZE_{i,t} + \sum_1^4 YEAR_y
 \end{aligned}$$

變數	預期方向	係數	t 值
<i>CUTRD</i>	+	-0.0263*	-1.79
<i>CEOOWN</i>	+	-0.0005	-0.76
<i>MEMBER</i>	+	0.0007***	3.21
<i>DUAL</i>	+	0.0171	1.08
<i>DOM</i>	-	0.0013***	3.30
<i>FOR</i>	-	-0.0002	-0.42
<i>CEOOWN</i> × <i>CUTRD</i>	+	0.0019**	1.73
<i>MEMBER</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0008**	-2.10
<i>DUAL</i> × <i>CUTRD</i>	+	0.0319	1.20
<i>DOM</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0016**	-2.25
<i>FOR</i> × <i>CUTRD</i>	-	0.0006	0.59
<i>IBD</i>	?	-0.0003	-0.66
<i>BOARD</i>	?	-0.0047*	-1.87
<i>SIZE</i>	?	-0.0588***	-12.40
<i>YEAR</i>		(Included)	(Included)
<i>CONSTANT</i>		1.4866	20.09
N		3660	
F		20.11***	
Adj.R <sup>2</sup>		0.0859	

註 1：\*表示達 10% 顯著水準；\*\*表示達 5% 顯著水準；\*\*\*表示達 1% 顯著水準。

註 2：有預期符號採單尾檢定，無預期符號採雙尾檢定。

註 3：*EXE\_COMP* 為企業當年度高階經理人之超額薪酬；*CUTRD* 代表刪減研發支出之虛擬變數；*CEOOWN* 代表高階經理人持股比例；*MEMBER* 代表高階經理人由家族成員擔任比例；*DUAL* 代表高階經理人職位雙重性之虛擬變數；*DOM* 代表本國機構投資人持股比例；*FOR* 代表外國機構投資人持股比例；*IBD* 代表獨立董事比例；*BOARD* 代表董事會規模；*SIZE* 代表企業規模； $\sum_1^4 YEAR_y$  代表時間變數。

表 4-5 本國細項及外資細項與超額薪酬之關聯性

$$\begin{aligned}
 EXE\_COMP_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 CUTRD_{i,t} + \delta_2 CEOOWN_{i,t} + \delta_3 MEMBER_{i,t} + \delta_4 DUAL_{i,t} \\
 & + \delta_5 GOV_{i,t} + \delta_6 FIN_{i,t} + \delta_8 TRUST_{i,t} + \delta_9 COM_{i,t} + \delta_{10} OTHER_{i,t} \\
 & + \delta_{11} FORFIN_{i,t} + \delta_{12} FORCOM_{i,t} + \delta_{13} FORTRU_{i,t} \\
 & + \delta_{14} CEOOWN \times CUTRD_{i,t} + \delta_{15} MEMBER_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \delta_{16} DUAL_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \delta_{17} GOV_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \delta_{18} FIN_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \delta_{19} TRUST_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \delta_{20} COM_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \delta_{21} OTHER_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \delta_{22} FORFIN_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \delta_{23} FORCOM_{i,t} \times CUTRD_{i,t} \\
 & + \delta_{24} FORTRU_{i,t} \times CUTRD_{i,t} + \delta_{25} IBD_{i,t} + \delta_{13} BOARD_{i,t} \\
 & + \delta_{26} SIZE_{i,t} + \sum_1^4 YEAR_y
 \end{aligned}$$

變數	預期方向	係數	t 值
<i>CUTRD</i>	+	0.0139	0.54
<i>CEOOWN</i>	+	-0.0002	-0.36
<i>MEMBER</i>	+	0.0007***	3.03
<i>DUAL</i>	+	0.0134	0.85
<i>GOV</i>	-	-0.0047***	-2.36
<i>FIN</i>	-	0.0026	1.23
<i>TRUST</i>	-	0.0020	1.01
<i>COM</i>	-	0.0014***	3.45
<i>OTHER</i>	-	0.0013	1.15
<i>FORFIN</i>	-	0.0130**	1.67
<i>FORCOM</i>	-	-0.0002	-0.29
<i>FORTRU</i>	-	-0.0006	-0.68
<i>CEOOWN</i> × <i>CUTRD</i>	+	0.0020**	1.84
<i>MEMBER</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0008**	-2.07
<i>DUAL</i> × <i>CUTRD</i>	+	0.0330	1.24
<i>GOV</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0002	-0.04
<i>FIN</i> × <i>CUTRD</i>	-	0.0066**	1.65
<i>TRUST</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0027	-0.68
<i>COM</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0021***	-2.83
<i>OTHER</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0013	-0.47
<i>FORFIN</i> × <i>CUTRD</i>	-	-0.0032	-0.18
<i>FORCOM</i> × <i>CUTRD</i>	-	0.0000	0
<i>FORTRU</i> × <i>CUTRD</i>	-	0.0005	0.28
<i>IBD</i>	?	-0.0004	-1.04

<i>BOARD</i>	?	-0.0036	-1.39
<i>SIZE</i>	?	-0.0597	-11.98
<i>YEAR</i>		(Included)	(Included)
<i>CONSTANT</i>		1.4575	19.44
N		3660	
F		12.87	
Adj.R		0.0887	

註 1：\*表示達 10% 顯著水準；\*\*表示達 5% 顯著水準；\*\*\*表示達 1% 顯著水準。

註 2：有預期符號採單尾檢定，無預期符號採雙尾檢定。

註 3：*EXE\_COMP* 為企業當年度高階經理人之超額薪酬；*CUTRD* 代表刪減研發支出之虛擬變數；*CEOOWN* 代表高階經理人持股比例；*MEMBER* 代表高階經理人由家族成員擔任比例；*DUAL* 代表高階經理人職位雙重性之虛擬變數；*GOV* 代表政府機構持股比例；*FIN* 代表本國金融機構持股比例；*TRUST* 代表本國信託基金持股比例；*COM* 代表本國公司法人持股比例；*OTHER* 代表本國其他法人持股比例；*FORFIN* 代表外國金融機構持股比例；*FORCOM* 代表外國法人持股比例；*FORTRU* 代表外國信託基金持股比例；*IBD* 代表獨立董事比例；*BOARD* 代表董事會規模；*SIZE* 代表企業規模； $\sum_1^4$ *YEAR* 代表時間變數。



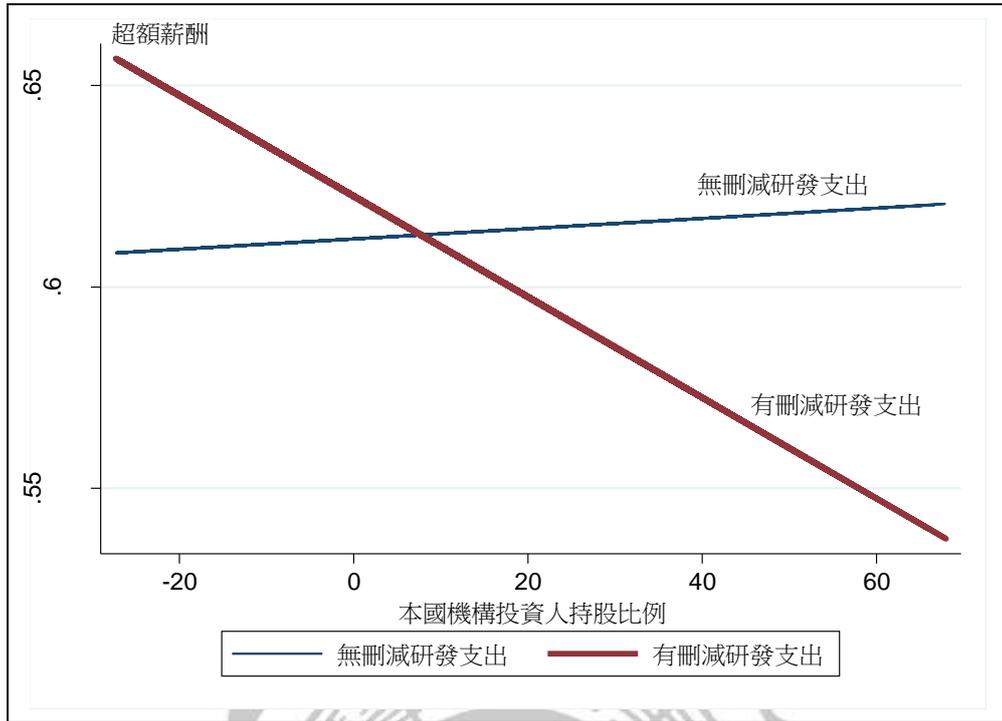


圖 4-5 本國機構投資人持股比例之斜率變化

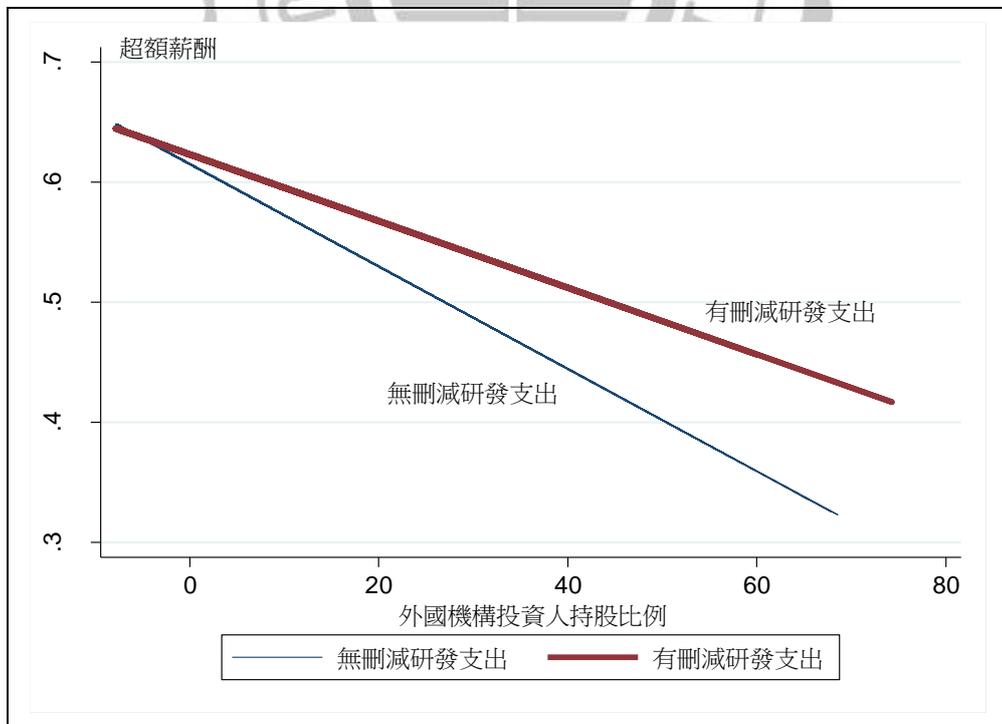


圖 4-6 外國機構投資人持股比例之斜率變化

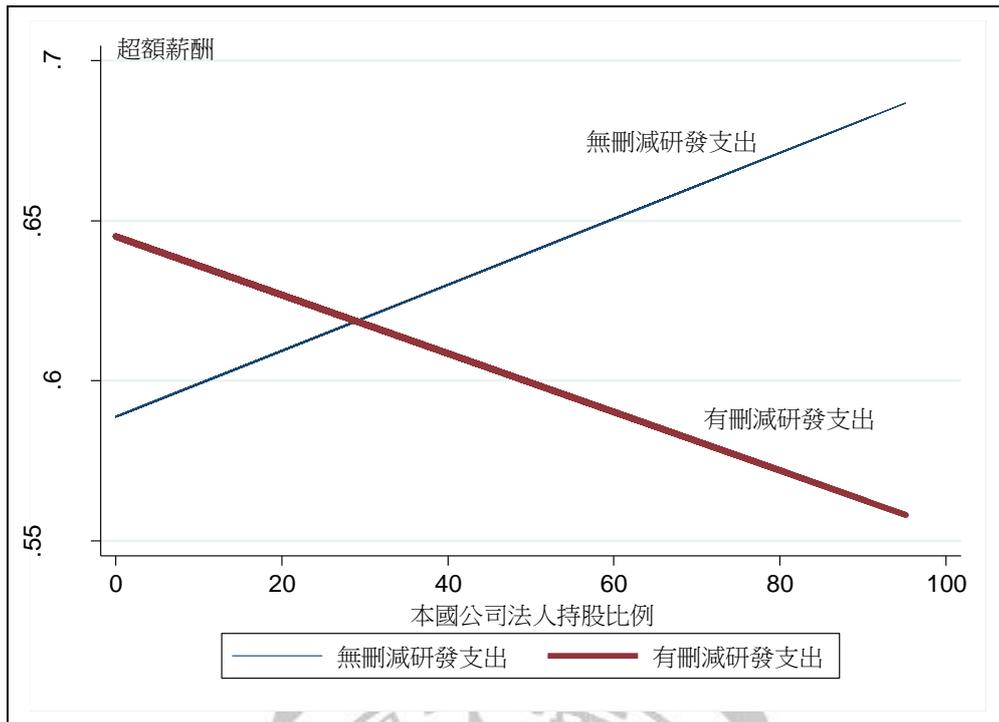


圖 4-7 本國公司法人持股比例之斜率變化



## 第五章 結論、研究限制與建議

### 第一節 結論

本研究旨在探討當企業刪減研發支出時，不同的高階經理人權力對其超額薪酬之影響，並且進一步探討被視為監督角色之機構投資人，是否能有效抑制高階經理人領取超額薪酬之情況。

#### 一、 高階經理人持股

本研究結果指出，當企業刪減研發支出時，高階經理人持股比例對其超額薪酬之影響為顯著正相關，此結果與 Wright and Kroll (2002) 提出之論點一致，即高階經理人之持股比例與其薪酬有正向關聯，高階經理人之持股比例被視為權力多寡之指標，而當企業刪減研發支出時，高階經理人所擁有之權力越大，再加上其與股東間存在之資訊不對稱問題，以上因素皆讓高階經理人可能透過職權做出犧牲企業以及股東利益，圖利自己增進私有財富之決策。

#### 二、 家族成員擔任高階經理人

研究結果發現，當企業刪減研發支出時，家族成員擔任高階經理人之比例對其超額薪酬之影響為顯著負相關。雖然家族企業特有之裙帶關係會使得利益分配順序有所改變，但相較於專業經理人，家族經理人與企業關係較為緊密，當企業刪減研發支出時，再加上家族經理人之工作保障性較高，較不受績效影響，其領取超額薪酬之情況反而會比專業經理人來的輕微，因此本研究結果符合 Gomez-Mejia et al. (2003) 提出之家族經理人所領取之薪酬比專業經理人少，且與 McConaughy (2000) 認為家族經理人之薪酬水準以及薪酬與績效敏感度皆比專業經理人低之論點一致。

#### 三、 高階經理人之職位雙重性

實證結果顯示，當企業刪減研發支出時，若高階經理人具有職位雙重性，其所領取之超額薪酬越多，董事會需要監督高階經理人之績效，並藉此來決定其薪酬水準，因此在制定高階經理人之薪酬方面，董事會是很重要的內控機制，

然而當高階經理人具備職位雙重性時，會擴大其自身之權力，並且降低董事會之獨立性，如此一來將使高階經理人容易干涉董事會所做之決策以及對其績效之監督，並且透過其在董事會之影響力，掠奪股東之利益以提高自身之薪酬。

#### 四、 機構投資人持股

本研究除了探討當企業刪減研發支出時，不同的經理人權力對其超額薪酬之影響外，更進一步檢視被視為外部監督力量的機構投資人，在此情況下是否能有效發揮其監督效果。實證結果顯示，機構投資人之持股比例與高階經理人超額薪酬為顯著負相關，與 Lin et al. (2011)所提出之當機構投資人持股比例越高，其管控程度越高，就越能善盡監督責任以抑制高階經理人領取過多薪酬之論點一致，說明了機構投資人為了避免高階經理人刪減研發支出，透過職權犧牲企業價值以及股東利益而為自己牟利，會更嚴格地監管高階經理人之行為。另外，本研究更進一步將機構投資人細分為本國機構投資人以及外國機構投資人，結果顯示，本國機構投資人更能發揮其監督效果，其中又以本國公司法人最為顯著，探其原因可能是因為本國機構投資人因地緣關係，對本國企業文化較為熟悉，外國機構投資人與本國企業間資訊不對稱的程度較大，加上部分為短期持有，較重視短期盈餘之表現，故監督力量比本國機構投資人來的低。

## 第二節 管理意涵與建議

學術面：

過去研究大多探討股權結構與高階經理人薪酬水準間之關聯性、薪酬與績效之敏感性分析，或者研發支出之刪減與薪酬水準間之關係，較少針對超額薪酬的部分做更進一步的研究，因此本研究將議題著重在超額薪酬，所謂的超額薪酬即是與績效脫鉤的部分，探討當企業做出刪減研發支出決策時，不同的經理人權力指標對其超額薪酬之影響，以及在此情況下，機構投資人能否發揮其監督力量，抑制高階經理人利用權力為自己謀取不合理之薪酬。本研究之結果期望能補充過去高階經理人薪酬文獻之不足，做為未來研究方向之參考。

實務面：

本研究結果發現，當企業因內、外在因素而須刪減研發支出時，高階經理人之權力越大，越容易為自己謀取不合理之薪酬。薪酬機制的問題大多來自於公司治理的缺陷，例如董事會沒有善盡減少代理問題之責任，導致高階經理人掠奪股東利益謀取私利。此外，金管會已於 2007 年開始實施獨立董事制度，規定金融機構及資本額 500 億元以上的上市櫃公司，須強制設立獨立董事，2010 年 5 月立法院財委會通過強制所有上市櫃公司都必須設置「薪酬委員會」之法令，希望防堵績效不佳卻坐領高薪的肥貓，由於薪酬委員會必須由獨立董事擔任，因此 2013 年更是強制要求所有上市櫃公司皆須完成獨立董事之設置。在制定高階經理人薪酬方面，董事會是極重要之內控機制，因此，獨立董事以及薪酬委員會之設置是有其必要性的，如此一來不僅能避免高階經理人權力過大，也能削弱其對董事會之影響力。

除此之外，本研究發現，當企業刪減研發支出時，經理人之權力會加劇對其超額薪酬之影響，原因就在於企業過分重視落後的財務指標，缺乏績效管理與策略之因果關係的正確認知，導致企業在利潤下滑之時，不會馬上聯想到要先檢討策略或經營模式是否哪裡出了問題，而是先設法刪減成本，而在降低成本中，改善財務數字最快，又不會馬上產生副作用的就是刪減研發支出，而過分重視短期指標也會導致管理團隊忽略與短期績效無關，但卻攸關企業未來長期發展之策略。因此，本研究建議在衡量績效時，應該多方考量，尤其在長期績效指標方面，而非只著重在短期財務指標。

最後，本研究也揭示了機構投資人能有效抑制高階經理人領取超額薪酬，當高階經理人為達盈餘目標，或者是企業面臨整個大環境景氣不佳而需刪減研發支出時，機構投資人更能發揮其監督效果，避免高階經理人在此情況下做出傷及企業價值以及股東利益，而為自己謀取私利之行為。因此鼓勵機構投資人投資企業，尤其是本國公司法人的機構投資人，不僅有助於企業資金之籌措，也能補強董事會不足之處。



### 第三節 研究限制

金管會於 2006 年修正公開發行公司年報應行記載事項準則，其中將高階經理人薪酬揭露方式由「個別揭露」改為「總額揭露」及揭露各級距人數，因此本研究只可取得高階經理人薪酬之平均值，無法針對個別經理人之薪酬進行探討。

以往不少文獻皆提及，高階經理人可能透過刪減研發支出的方式，來達成短期盈餘目標，本研究在估計超額薪酬時，雖有考量績效，並將殘差視為與績效脫鉤之超額薪酬，然而本研究無法判斷所取得之績效數字是否已經過調整，若為已調整過後之數字，高階經理人所領取之超額薪酬或許比實證結果所顯示出來的更為嚴重。



## 參考文獻

- 王曉雯、陳欣妤與吳佩珊，2013，研發支出與總經理薪酬—公司控制與成長機會對抑止管理性投機之影響，*管理評論*，第 32 卷第 1 期(1 月): 39-62。
- 聯合報，2015，薪資金字塔…逾半勞工窮忙。網址：  
<http://money.udn.com/money/story/6709/1014350-%E8%96%AA%E8%B3%87%E9%87%91%E5%AD%97%E5%A1%94%E2%80%A6%E9%80%BE%E5%8D%8A%E5%8B%9E%E5%B7%A5%E7%AA%AE%E5%BF%99>
- 安侯建業會計師事務所，2015，家族企業專區。網址：  
<http://www.kpmg.com/TW/zh/topics/familybusiness/Pages/default.aspx#.VaTRbfmqpCj>
- 吳安妮，2014，跳脫中小企業績效魔咒，*哈佛商業評論*。
- 李馨蘋與鄭誌偉，2008，從管理者薪酬與機構法人持股之觀點看企業創新投資之影響因素，*東吳經濟商學學報*，第 62 期(9 月): 47-68。
- 陳俊合，2010，未費用化薪酬與超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露之影響，*會計評論* 第 50 期(1 月): 89-113。
- 楊朝旭與吳幸蓁，2003，總經理薪酬績效敏感性績效、門檻與盈餘管理關聯性之研究，*會計評論*，第 36 期(1 月): 55-87。
- 鉅亨網，2015，全球老闆與員工間薪資差異擴大，亞洲幅度最大達 12.5%。網址：  
<https://tw.news.yahoo.com/%E5%85%A8%E7%90%83%E8%80%81%E9%97%86%E8%88%87%E5%93%A1%E5%B7%A5%E9%96%93%E8%96%AA%E8%B3%87%E5%B7%AE%E7%95%B0%E6%93%B4%E5%A4%A7-%E4%BA%9E%E6%B4%B2%E5%B9%85%E5%BA%A6%E6%9C%80%E5%A4%A7%E9%81%9412.5-070512427.html>
- 鍾喜梅、劉韻僖與葉匡時，2003，我國上市公司家族控制力與董事會運作關係之探討，*中山管理評論*，第 11 卷第 2 期: 341-365。
- 羅傑·馬丁(Martin, R. L.)，2014，變調的人才經濟，*哈佛商業評論*，(10 月)。
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58 (3):1301-1327.
- Arena, M. P., and M. V. Braga-Alves. 2013. The discretionary effect of CEOs and board chairs on corporate governance structures. *Journal of Empirical Finance* 21:121-131.
- Baber, W. R., P. M. Fairfield, and J. A. Haggard. 1991. The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development. *The Accounting Review* 66 (4):818-829.

- Bar-Gill, O., and L. Bebchuk. 2003. Misreporting corporate performance. *Harvard law and economics discussion paper* (400).
- Barontini, R., and S. Bozzi. 2010. CEO compensation and performance in family firms. *Available at SSRN 1557321*.
- Bertrand, M., and A. Schoar. 2006. The role of family in family firms. *The Journal of Economic Perspectives*:73-96.
- Booth, J. R., M. M. Cornett, and H. Tehranian. 2002. Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking & Finance* 26 (10):1973-1996.
- Boyd, B. K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15 (5):335-344.
- Bushee, B. J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3):305-333.
- Cao, J., and I. Laksmana. 2010. The effect of capital market pressures on the association between R&D spending and CEO option compensation. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 34 (2):273-300.
- Cheng, S. 2004. R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review* 79 (2):305-328.
- Cheung, Y.-L., A. Stouraitis, and A. W. Wong. 2005. Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance* 12 (4):511-532.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1):81-112.
- Clay, D. 2000. The effects of institutional investment on CEO compensation. *University of Southern California working paper*.
- Cohen, S., and B. Lauterbach. 2008. Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel. *Journal of Multinational Financial Management* 18 (1):4-15.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3):371-406.
- Croci, E., H. Gonenc, and N. Ozkan. 2012. CEO compensation, family control, and institutional investors in continental Europe. *Journal of Banking & Finance* 36 (12):3318-3335.
- Cyert, R. M., S.-H. Kang, and P. Kumar. 2002. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science* 48 (4):453-469.
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon

- problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1):51-89.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *The Journal of Political Economy*:1155-1177.
- Finkelstein, S., and D. C. Hambrick. 1989. Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal* 10 (2):121-134.
- Gabaix, X., and A. Landier. 2006. Why has CEO pay increased so much?: National Bureau of Economic Research.
- Ghosh, A., D. Moon, and K. Tandon. 2007. CEO ownership and discretionary investments. *Journal of Business Finance & Accounting* 34 (5-6):819-839.
- Gomez-Mejia, L. R., M. Larraza-Kintana, and M. Makri. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal* 46 (2):226-237.
- Hartzell, J. C., and L. T. Starks. 2003. Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance* 58 (6):2351-2374.
- Ichan, C. 1986. What ails corporate America-and what should be done. *Business Week*:98-104.
- James, H. S. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business* 6 (1):41-55.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*:323-329.
- . 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3):831-880.
- 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):5-50.
- Lin, Y.-F., Y.-C. Liao, and K.-C. Chang. 2011. Firm performance, corporate governance and executive compensation in high-tech businesses. *Total Quality Management* 22 (2):159-172.
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12 (2):321-341.
- 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.

- Narayanan, M. 1985. Managerial Incentives for Short-term Results. *The Journal of Finance* 40 (5):1469-1484.
- Smirnova, E., and C. Lange. 2010. Executive Compensation of Family-Owned Firms. *Proceedings of the Northeast Business & Economics Association*.
- Tan, W.-L., and S. T. Fock. 2001. Coping with growth transitions: The case of Chinese family businesses in Singapore. *Family Business Review* 14 (2):123-139.
- Wahal, S., and J. J. McConnell. 2000. Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Corporate Finance* 6 (3):307-329.
- Wright, P., and M. Kroll. 2002. Executive discretion and corporate performance as determinants of CEO compensation, contingent on external monitoring activities. *Journal of Management and Governance* 6 (3):189-214.
- Zahra, S. A. 2003. International expansion of US manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing* 18 (4):495-512.

