

# 公司治理與企業績效對董監薪酬之影響

張椿柏<sup>1\*</sup> 黃于珊<sup>2</sup>

<sup>1</sup>大葉大學財務金融學系（彰化縣大村鄉學府路 168 號）

<sup>2</sup>大葉大學管理學院碩士班（彰化縣大村鄉學府路 168 號）

\*dha0206@msail.dyu.edu.tw

## 摘要

本研究從公司治理及企業績效角度，分別探討其對董監薪酬之影響。公司治理方面，分成股權結構及董事會特性兩部分，實証結果如下：

股權結構部分，家族持股與董監薪酬呈負相關，支持管家理論；經理人持股程度高低，不影響董監薪酬；董監事持股與董監薪酬關係，會受薪酬種類及董事會特性不同影響；外部董事持股愈高，董監薪酬水準愈低；機構投資者持股愈高，董監薪酬水準也愈高。董事會特性部分，董事會規模與董監薪酬呈負相關；董事會獨立性與董監薪酬呈負相關；董事長兼任總經理與董監薪酬呈負相關。企業績效方面，績效提升時董監薪酬也會提升。

關鍵詞：公司治理、企業績效、董監薪酬、股權結構、董事會特性

## Abstract

The study concentrates on the impacts of corporate governance and firm performance on board compensation. In the part of corporate governance, it is going to be divided into ownership structure and board characteristics. The conclusions of thesis are as follows: from the aspect of ownership structure, board compensation correlates negatively with family ownership, and stands for Stewardship Theory. The degrees of ownership of managers do not affect board compensation. However, different kinds of compensation and board characteristics will influence the relationship between the stockholding of directors and board compensation. When the stockholding of outside directors increases, the board compensation decreases. The higher the institutional ownership is, the higher the board compensation will be. From the aspect of board characteristics, both board size and board independence are negatively related to corporate governance. If a chairman also serves as the general manager, it is negatively related to corporate governance as well. From the aspect of firm performance, the board compensation is higher when it improves.

Key words: corporate governance, firm performance, board compensation, ownership structure, board characteristics.

## 1. 緒論

企業隨著股東人數增加，所有權和經營權分離，而出現代理問題。為了解決代理問題，股東選出董監事行使推選與監督企業管理者工作，董監酬勞的根源就是企業為了酬謝董監事，激勵其善盡督導之責。

因董監事在公司治理上重要性，我國在民國 91 年設立「獨立董事與獨立監察人制度」，規定自 91 年 2 月 22 日起（上櫃公司則自 91 年 2 月 25 日起），新申請上市上櫃公司需有獨立董事至少二人，及獨立監察人至少一人，目前董事會已是公司治理的核心，其職權包括評估企業的策略與計劃、對主要的管理階層進行選任與監督、制定重要執行長的薪酬、設定績效指標、確立企業財務報告系統的真實性、及建立適當的資訊揭露程序（OECD, 2004），其重要性影響企業體及所有利害關係人甚鉅。

全球於 2007 年爆發金融危機，從次貸風暴到歐債問題，在失業率升高，資金緊縮下，企業績效與高階管理者的薪酬議題再度被重視。特別是政府提供紓困之企業，是否能善用紓困金改善營運及績效，還是成為所謂的「肥貓」，坐擁高薪及鉅額的紅利，就受到嚴厲的檢驗。在國外，著名的如美國政府對克萊斯勒、通用汽車及 AIG 等金融機構進行紓困，英國政府對蘇格蘭皇家銀行等金融機構進行紓困。國內方面，如力晶，企業虧損百億，負責人卻實領近億元，因此銀行對這種企業紓困訂有所謂的「肥貓條款」。

證交所於 2010 年 4 月 1 日公布兩年連續虧損董監事酬勞卻增加的公司，其中上市公司有四十一家，以紡織、電子及金融股佔最多，「肥貓」問題再一次引起討論。因此於 2010 年 11 月增訂證券交易法第十四條之六「反肥貓條款」，在證交所上市或於證券商營業處買賣的公開發行股票公司，需設置「薪資報酬委員會」，明定合理的董監事及經理人酬勞，避免公司嚴重虧損，董監事、經理人仍坐領高薪。文中規定薪資報酬委員會成員的專業資格、職權之行使，及相關事項辦法，由主管機關制定，而薪資報酬應包括董事、監察人及經理人的薪資、股票選擇權與其他具有實質獎勵的措施。

雖然目前環境不明朗，但企業仍可藉由公司治理來改善體制，因此公司治理重要性近年來日漸被強調，企業企圖透過完善制度的設計執行，發揮監督管理者的效果，提升企業績效，並防範「肥貓」產生。

本研究主要探討公司治理與企業績效對董監薪酬之影響，首先分別從公司治理外部機制的機構投資人持股，及內部機制的家族治理、董事會組成等角度切入，了解公司治理變數中對董監薪酬的影響為何。

## 2. 文獻探討

為了解公司治理與企業績效對董監薪酬之影響，本章先介紹薪酬的意義，之後將公司治理對董監薪酬之影響，及經營績效對董監薪酬之影響的相關文獻做整理，以釐清影響董監薪酬變數為何。

### 2-1 薪酬的意涵

薪酬指的是組織對其成員的付出所給予的報酬，具有工作價值與報酬之間的對等關係，良好的薪酬設計可以達到激勵員工、企業績效提升的目標。

關於薪酬一詞的定義，Robbins (1978) 將報酬分為內部與外部報酬，內部報酬指的是個人因參與工作而獲得的滿足感，包括工作豐富化、彈性工作時間、工作輪調及給予員工更多的自由等。而外部報酬則是組織給予員工的有形獎勵，依照外部報酬的性質可以區分為直接薪酬、間接薪酬及非財務性薪酬三種，直接薪酬包括基本薪酬、工資、加班及假日津貼、績效獎金、利潤分享、股票認購權；間接薪酬包括保健計劃、非工作時間給付、服務及額外津貼等附加性福利；非財務性薪酬是為了改善員工的工作品質，非在於提升財務狀況。Mathis and Jackson (2003) 將薪酬分為直接和間接薪酬，直接薪酬又分為基本薪資和變動薪資，基本薪資包括工資、薪水等，變動薪資則包括獎金、紅利、股票選擇權，間接薪酬是指員工福利等各種保險和津貼。

薪酬制度使用在董事會上，可使董監事能善盡職責，有效率的發揮董事會功能。本研究將董監薪酬定義為一種外部報酬中的直接薪酬。參考台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 中對董監薪酬的分類，有以下三種形式：(一) 報酬：指的是最近年度的董監事報酬，包括董監事薪資、職務加給、退休金、離職金及各種獎勵金等，也是董監事為公司服務所應得的薪酬，和無關乎公司盈餘分配，可說是董監事固定的報酬，也是營利事業所得稅查核準則規定得列報為薪資所得的部分。(二) 盈餘分配之酬勞：是指填列最近年度盈餘分配議案股東會前經董事會通過擬配發的董監是酬勞金額，屬於盈餘分配項目，其數為提撥某一成數之稅後盈餘，提撥成數應由公司章程明訂，或由股東會開會議定，目前稅務法令規定不得列為費用或損失。(三) 業務執行費用：是指最近年度董監事相關業務執行費用，包括車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等，於營利事業所得稅申報時，可實報實銷列為費用，所以無須經公司章程明定或股東會開會議定。

### 2-2 公司治理對董監薪酬之影響

OECD (2004) 清楚界定「公司治理在指導和控管公司制度，其架構可促進透明有效率的市場，建立法律準則，說明監督、管理和執行權責單位間的責任分工」。由上述可知，公司治理的目的是在設計監督和制衡機制，確保公司績效，保障股東及利害關係人的利益。

董事會為公司治理的一部分，股東透過董監事對企業管理者進行監督，董監薪酬的設計是股東利用適當的誘因契約及酬償機制來限制董監事成員，達成董監事與股東間利益趨於一致。但我國董監事酬勞是公司章程或股東會決定，使得控制股東有其影響力達成自肥目標，且股東會在決定董監事酬勞總數後，該如何分配的問題，公司法並無相關規定，形成實務上是委由董事會決定報酬分配的情況。

公司治理的存在，很重要的一環即是在解決外部股東與企業管理者之間因目標不同而衍生出來的代理問題，利用公司治理機制對高階管理者進行監督。有關公司治理與董監薪酬的相關研究，多聚焦於公司治理中股權結構及董事會特性的部分，以下將這些機制對董監薪酬的相關研究整理如下。

#### 2-2-1 股權結構與董監薪酬

##### 2-2-1-1 家族治理

從公司的股權結構，可以對企業內部權力分配有概略性的了解，不同股權結構也會對董監薪酬產生不同影響。由於我國民情因素影響，企業多為家族企業 (林宛瑩、許崇源，2008)，因此從家族企業對董監薪酬的影響加以探討。

首先須定義家族企業，文獻上對家族企業的認定，看法並不一致。有的以家族所有權判斷，當家族為控制股東，持股超過控制門檻即為家族企業 (Yeh et al., 2001)；有的則以經營權做為依據，家族掌握董事會二分之一以上席次方符合家族企業的標準；另有部分研究以家族成員是否擔任企業 CEO 等高階管理職位，做為家族企業的認定標準 (Villalonga and Amit, 2006)；更有研究認為家族企業須為創業家族成員出任董事或持有企業股權 (Anderson and Reeb, 2003)。之後 Villalonga and Amit (2006) 根據文獻以綜合觀點提出家族管理的範疇，包括家族領導、家族所有權、家族成員涉入、世代移轉的後代參與。在國內的研究方面，林秀鳳與李建然 (2008) 在探討控制股東的家族成員參與經營，對公司價值的影響時，則包括 Villalonga and Amit (2006) 家族管理三個層面。

至於家族治理對經營董監薪酬的影響為何，有許多不同的觀點，根據管家理論，當家族投入愈大，主理者與管理人之間的代理問題較小(Lippert and Moore, 1995)，高階管理者本身即會努力極大化公司價值(Fama & Jensen, 1983)，因此家族企業薪酬誘因較低，支付給高階管理者薪酬較少(Kole, 1997)。林穎芬和劉維琪(2003)指出，在台灣的家族企業中，家族領導風格主要為家長式權威領導，重視的是內部穩定和諧，因此家族企業的薪酬水準呈現較高穩定性，績效對於高階管理者薪酬水準的影響力較小。

綜上所述，多數研究認為家族治理時董監酬勞較不會隨著高階管理者權力擴張而有較高水準，且績效與薪酬之連結性較低，因此在探討國內之薪酬制度時，應考量企業是否為家族治理。

### 2-2-1-2 經理人持股

經理人即是企業管理者，在經理人持股的文獻探討中也將以管理者持股的角度思考。

持正面看法者，可以利益收斂假說解釋，認為當經理人持股比例高時，因錯誤決策引起的損失將大部分自行承擔，因此決策會更審慎合理，其利益與股東會趨於一致，可減少身為代理人的自利行為，降低代理成本，也降低經理人薪酬誘因制度的使用，而領取較低的薪酬(Jensen and Meckling, 1976)。

但 Jensen and Ruback (1983) 則持相反觀點，認為當經理人持股比例高時，基於職位安全性的考量，有足夠的表決權從事自利行為，特權消費的行為會更加嚴重，可以職位固守假說解釋之。

在國內的研究方面，吳明政和陳怡靜(2007)探討公司經理人持有以股權為連結的報酬時，報酬誘因與盈餘管理的關聯性，結果發現經理人會藉由操弄盈餘來影響股價，以增加自身員工認股權之價值，此現象也隨經理人持有員工認股權的股數愈多而愈明顯。宋致皓(2006)研究結果也顯示，公司監督與管理的角色重疊時，及以經理人身分取得員工分紅時，高階主管較易進行薪酬自利的行為。

國內研究文獻顯示，經理人持股對董監薪酬的影響多為負向，不過國外研究中也有正向理論，因此本研究將針對此問題做進一步探討驗證。

### 2-2-1-3 董監事持股

對於董監事持股的問題，過往文獻多認為董事會的持股比例升高，董事會認為自身利益與股東越趨一致，因此有較強誘因注意自己的自利行為，可以在股東價值極大化的動機下，支付經理人較低的酬勞，也降低領取高額薪酬的動機(Cordeiro et al., 2000; Core, Holthausen and Larcker, 1999)。國內研究也有相同的看法，錢逸達(2003)探討內部人薪酬與公司績效之關係時，以 1998 至 2002 年上市公司內部人薪酬為資料，結果發現董事持股比例較高時，企業績效較好，付給內部人士的薪酬較少。宋致皓(2006)之研究顯示，董事會持股比例與執行業務董事薪酬水準間有顯著負向關係。呂學焜(2008)研究 2006 年台灣上市之公司，也認為整體董事會持股比例與整體董事酬勞間有負向關聯。

本研究根據過往文獻認為董監事在持有其所任職企業之股份時，已與股東承受相同的投資風險，其財富與企業績效有所連結，若董監事持有較多的股份，即會有較強的誘因去監督管理階層，避免不必要的成本和損失，此做法會影響發放之董監薪酬。

### 2-2-1-4 外部董事持股

董監事的研究中，常分為內部及外部董事來探討，內部董事指的是在公司兼任高階主管的董事，也稱為執行業務董事。外部董事是指由非公司員工的人員擔任董事，不在公司擔任除了董事和董事會專門委員會有關職務外的其他職務，也和擔任董事的所屬公司不存在任何可能影響公正履行其職務的關係。

文獻中多認為外部董事是董事會中最能發揮監督功能的成員，因為外部董事大都有專家身份，在防止本身信譽受損的情況下，多能信守本身應盡之義務與責任，代替股東監督管理人員。不過由於現行制度，外部董事還是有其可議之處，首先，外部董事的產生是由董事會選出，還是有可能受限於董事會，如果是由股東會選出，由大股東之董事操控選舉結果疑慮依然存在，因此外部董事獨立性的地位也受到一定程度的質疑。在外部董事持股方面，Dechow et al. (1996) 認為當外部董事持有股份較高時，因有經濟上的誘因激勵外部董事對管理階層進行監督，此時外部董事的利益會與股東一致。Jensen (1993) 也認為外部董事持股比例對董事酬勞有負向影響，持股愈高會使外部董事利益與公司表現結合，有更多誘因監督管理階層。由文獻可知，大多認為外部董事持股因利益與股東一致，而不偏好領取較高的薪酬水準。

### 2-2-1-5 機構投資者

公司治理很注重股東角色，尤其是機構投資者。比起一般投資散戶，機構投資者擁有專業人才、充足資源及豐富資訊，能形成較專業的投資規劃與較低廉的監督成本優勢，能實際執行投資標的選擇與監督權，如果再加上持股較高的情況，在監督投資標的管理工作上，就會發揮更高的效率(Oviatt, 1998)。

在探討機構投資者持股對薪酬影響的議題上，Hartzell and Starks (2003) 認為機構投資者扮演監督角色，可利用直接向管理者發聲或間接以持股交易，影響董事會對高階經理人薪酬的決定。而機構投資者存在雖然會減少高階經理人薪酬水準，但也同時增加薪酬與績效的連結性，並表示機構投資者監督與誘

因薪酬的設計間具有互補關係，都可減少代理問題，Ozkan（2009）就表示機構投資者持股對 CEO 選擇權計畫的薪酬績效連結性有正向顯著影響，Tinaikar（2009）更指出機構投資者的存在，有助於薪酬揭露的品質。然而 Smith and Swan（2008），同時檢驗代理理論與監督理論，卻顯示機構投資者的持股集中使得經理人薪酬上昇；此外，對機構投資者股權集中的監督效果提出質疑，實證顯示其與權益薪酬績效連結性無關。

歸納文獻研究，機構投資者對於高階管理者薪酬之影響，各研究之理論與實證結論仍未有一致看法，加上機構投資者的監督需要成本，因而，實證或許會因機構投資者有無發揮監督效果而有不同的結果，需進一步討論。

### 2-2-2 董事會特性與董監薪酬

我國公司法第 202 條規定，公司業務除章程規定由股東會決議的事項外，均由董事會決議；29 條規定董事會負任選任公司經理人。因董事會是公司治理的核心，具有決定目標、監督績效、訂定薪酬及遴選公司管理者等重要職責，本節分別就董事會結構影響董監薪酬的因素進行探討：

#### 2-2-2-1 規模

許多研究認為董事會規模和董事會效率呈現正向關係，因董事會人數多，有不同領域專家加入，不同聲音讓決議更趨完善（Bacon, 1973）。此外，董事會規模擴大，利益範圍愈廣、組織愈複雜，董事在評估管理者的立場上也可愈中立（Zahra and Pearce, 1989）。但也有持相反的觀點認為，多數董事很少對管理者的策略提出批評，使董事會的功能不彰，此情況會隨董事會人數增加而嚴重（Lipton and Lorsch, 1992）。規模小的董事會議事效率較高，但隨著董事會規模擴大，議事過程反而淪為形式而無實質效益（Hermalin & Weisbach, 2003）。Haniffa and Hudaib（2006）認為董事會規模與公司價值呈反比。Coles, Daniel, and Naveen（2008）研究發現董事會規模的效益屬權宜性，資產規模大、多角化程度深及舉債程度高的公司，董事會規模大時公司價值也較高。

而在其與高階管理者的關係上，Finkelstein, S., and D.C. Hambrick（1989）認為執行長的薪酬與公司規模有正向關係；曾玉潔（2000）研究顯示公司規模愈大，高階主管的薪酬水準愈高，但是成長率卻與薪酬沒有顯著關係；陳玟樺（2007）認為董事會規模與高階主管薪酬績效敏感度呈顯著正相關。Ryan and Wiggins（2004）以董事會人數為董事會規模代理變數，結果也顯示董事會規模與董事現金報酬呈正相關。

綜合以上所述，可藉由文獻中董事會規模、效率、高階管理者薪酬間的關係，推測規模與董監薪酬間存在一定程度影響，而實際影響為何則是本研究所要了解的部分。

#### 2-2-2-2 獨立董監事席次

獨立董監事是外部董事的一種，在兼任、持股比例上受到更嚴格限制，性質也比外部董事更加獨立，獨立董監事設立的目的，是藉由制度強化董事會功能，使資訊揭露透明化，保障股東及利害關係人權利。

台灣證券交易所在 2002 年將獨立董事、獨立監察人制度納入法規，明令 2002 年 2 月後初次申請上市（櫃）的公司，須設獨立董事席次最少 2 名、獨立監察人席次最少 1 名，且兼任其他公司董事或監察人的數目不得超過 5 家。立法院於 2005 年 12 月正式落實獨立董監事制度的法源依據，規定所有上市（櫃）企業，須在 2007 年起設置 2 名獨立董事，且不得少於董事席次的五分之一。

在文獻中有不少獨立董監事與酬勞間的關聯性研究，通常以獨立董監事席次占董事會席次的比例作為獨立董監事監督能力的衡量，藉由其專業能力與專家聲譽的考量，去監督董事會及管理階層在董監事酬勞上的發放適否合宜，進而減緩代理問題，保障股東權益。Fama and Jensen（1983）的研究中發現獨立董事會基於專業聲譽，利害關係與股東一致，避免太過注重私利。Weisbach（1988）提到當董事會中多數為外部董事時，董事會獨立於管理階層，董事會將會運用專業能力去監督管理者，由於目前的董事會擁有決定管理者及董監事酬勞的權力，因此本研究假定董事會的獨立性與董監事的酬勞間存在著關聯性。

在國內的研究方面，曾詩薇（2004）將獨立董監席次作為董事會監督能力的替代變數，結果發現董事會的監督能力和總經理薪酬間無直接顯著相關，但卻可以透過績效對總經理薪酬產生間接影響。如果將高階管理者薪酬改為董監事薪酬來做探討，是否會有相同結果產生，是值得再做研究之處。另外呂學焜（2008）所做的研究也顯示，獨立董事席次占董事會席次比例對整體董事酬勞有顯著負向關係，代表獨立董監事能基於專業身份考量，發揮監督功能，抑止董監薪酬過度發放。

#### 2-2-2-3 總經理兼任董事長

董事會的功能是監督管理階層，除此之外還有決定聘任、解任、獎酬管理者之權力，董事長又是董事會中的領導者，若董事長與總經理為同一人擔任，容易產生利益上的衝突，其監督效能是否能充分發揮，難免受到大眾質疑。

在相關研究中也能看到這樣的結果，Daily and Dalton（1994）從代理理論的觀點，認為總經理兼任

董事長時，同時扮演決策執行者及監督者的角色，董事會容易喪失客觀性及監督的力量，對企業績效產生負面影響，最後將導致董事酬勞水準的提高。Sharma (2004) 也指出若總經理兼任董事長，則會與舞弊發生的相關性成正向關係。林育雅 (1994) 透過董事會觀察盈餘管理，發現當董事長或是其近親兼任總經理，較有盈餘管理的可能。目前在盈餘分配上，股東的順位是排在董事長和總經理之後，因此薪酬的透明度首合理性更需要受到股東監督，在國外大多由薪酬委員會來評估董事會和經理的薪酬，但在台灣上市公司設置薪酬委員會的情況並不多見，董監事及總經理的薪酬多由董事會開會決定，若由董事長兼任總經理，很難避免董事長操弄薪酬水準的情況，其合理性也易受股東質疑。

不過也有持不同看法的學者，Weir and Laring (2001) 認為董事兼任總經理，能更了解公司營運狀況，從管理者理論觀之，因認知到自己的責任重大，可能引起的自利行為會被本身責任感及成就感所抵消，董事長會有更大的動機提升企業績效，而不在意自己的薪酬水準。國內研究方面，呂學焜 (2008) 及李淑慧 (2010) 研究也顯示董事長兼任總經理與整體董事酬勞有負向影響關係，受董事長自身的責任感及成就感影響，會致力於提升企業績效，也因其總經理薪酬及員工分紅夠多，較不在意董監薪酬水準。

由過往文獻可知，董事長兼任總經理對董監薪酬的影響雖大部分研究結果呈負面，但還是有持正面看法者，因此預測此因素應該會影響到董監事薪酬水準，但影響方向還需做進一步的確認。

## 2-3 企業績效對董監薪酬之影響

### 2-3-1 企業績效探討

對於企業績效的定義有許多說法，廣義的企業績效是包括任何可以運用在管理、制度等構面上的設計，而狹義的企業績效僅在強調增加企業利潤而已。通常又可將企業績效分為財務性績效及非財務性績效兩種 (Zantout, 1994)。非財務性績效衡量的是員工生產力、工作滿意度等，而財務性績效衡量指標，指的是如每股盈餘、資產報酬率 (ROA)、淨值報酬率 (ROE) 等。此外，由於企業經營的研究方向很多，通常隨著研究主題的不同，會採取不同企業績效衡量指標，例如 Demirag (1987) 將投資報酬率、市場佔有率、員工生產力、員工士氣、人員發展作為績效評估的標準。Kim and Arnold (1992) 採用資產報酬率、銷售成長率、稅前淨利率、市場佔有率等指標評估。Busija et.al (1997) 提出以銷售成長率、資產報酬率、股東權益報酬率及投資報酬率作為衡量指標。

而本研究則採用資產報酬率作為衡量企業績效的指標。資產報酬率是在衡量企業運用資產從事營運活動的效率，根據洪榮華、陳香如與王玉珍 (2005) 及蔡柳卿 (2006) 的研究，認為資產報酬率是眾多績效指標間差異相對較小的變數，本研究亦將此列為績效衡量的指標之一，資產報酬率愈高，代表企業的績效愈好。

### 2-3-2 企業績效與董監薪酬關聯性研究

如本節開始所述，董監事的薪酬制度須具有一定程度的誘因，激勵董監事會成員達到監督公司管理者的責任，且此薪酬制度也須和企業績效及董監事會成員的個人表現緊密結合，確保董監事目標和股東一致，為公司價值最大化努力。

過去有關企業績效與薪酬關聯性的研究不少，且多數研究皆顯示兩者之間存在著正向關係，如 Merhran (1995) 研究高階主管酬勞和企業績效關係時，發現高階主管的股票報酬對資產報酬率與 Tobin's Q 皆有顯著正向影響。Edmans, Gabaix, and Landier (2009) 則指出，透過激勵性獎酬有助解決代理問題，對企業價值有加乘效果，但也指出，對於特權消費等特殊議題，還是以直接監督較適當。針對台灣國情的研究也顯示，高階主管酬勞與許多企業績效指標有顯著相關，如資產報酬率、權益報酬率、純益率和每股盈餘，都是決定高階主管酬勞的重要因素 (曾玉潔, 2000; 傅鍾仁、歐進士與張寶光, 2002)。

從文獻整理中，發現過去研究多著重在績效與高階管理者的薪酬關聯上，針對績效與董監薪酬的研究並不多，Conyon and Leech (1994) 研究董事酬勞與企業績效連結，結果顯示企業的成長率是決定董事酬勞的重要因素。Main et la. (1996) 認為董事會總酬勞和公司的表現有顯著正向關係。Rafel and Gispert (2003) 研究顯示董監事會薪酬和公司績效中的資產報酬率呈現正相關。而在國內的研究方面，結果也顯示企業績效與董監薪酬呈現正向關係 (洪榮華、陳香如與王玉珍, 2005; 呂學焜, 2008; 陳在鴻, 2008; 黃千芳, 2008; 李淑慧, 2010)。

因此，本研究認為企業的薪酬制度應該與績效作緊密的結合，好的公司治理制度應該限制過度或不合理的酬勞水準發放給董監事，且董監事的酬勞決定大部分應來自企業績效，因此董監薪酬應該會受到企業績效的影響。

## 3. 研究方法

### 3-1 資料來源與選取過程

本研究資料來源為 CMoney 及台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 中公布的台灣上市 (櫃) 企業資料，及資

料庫「公司治理」模組資料。研究使用的樣本為 2007 年至 2011 年間，共計 5 年，在台灣證券交易所(TSEC)掛牌上市之公司。由於金融、保險和證券業的財務結構及營業性質，與一般傳統的產業有所差異，因此本研究會將此三個產業的公司排除在本研究之外。此外，國營事業性質與一般民營企業有很大的差異，財務報表的編製也和一般民營企業不太相同，因此國營事業不納入本研究中。最後，沒有本研究相關變數資料之公司，及財務資料漏缺不全者一併排除在本研究之外

### 3-2 變數定義與衡量

#### 3-2-1 應變數

##### 董監薪酬 (PAY)

本研究應變數為台灣上市(櫃)企業 2007 至 2011 年間所公布的董監事酬勞總額，單位為千元，董監事酬勞資料採用 CMoney 及 TEJ 模組內上市(櫃)董監事薪酬資料庫中的資料為來源。因公司法第二百四十條規定董監事不能領取權益酬勞，在研究中所探討之董監薪酬是指現金薪酬，不含兼任經理人領取之員工股票分紅酬勞。因此本研究所指的董監薪酬包含：

- 1.盈餘分配報酬(千元)：此指年度盈餘分配議案股東會前經董事會通過擬配發之董監事酬勞金額，2008 年以前為盈餘分配項目，2008 年以後列為公司費用，為董監事變動之報酬。
- 2.董監事薪酬(千元)：包括董監事薪資、職務加給、退職退休金、離職金、各種獎金、獎勵金等，屬於董監事固定之報酬，以營利事業所得稅查核準則規定列報為薪資的項目。
- 3.業務執行費用：為最近年度董事之相關業務執行費用，包括車馬費、特支費、各項津貼、宿舍費用、配車及維護費等實物提供，為營利事業所得稅申報得實報實銷列為費用。

本研究以所稱之實質酬勞 (PAY1，包含盈餘分配、薪酬及業務執行費用)、名目酬勞 (PAY2，包含盈餘分配及薪酬)，分別檢驗相關之研究模型。

#### 3-2-2 自變數

##### 3-2-2-1 公司績效衡量

資產報酬率 (return on assets, 簡稱 ROA) 為常被用來代表獲利能力之代理性指標，也是一種衡量企業績效的會計績效指標，本研究所使用的資產報酬率計算公式為：

$$ROA = \frac{\text{稅後淨利} + \text{利息費用} \times (1 - \text{稅率})}{\text{平均資產總額}}$$

##### 3-2-2-2 股權結構相關變數衡量

###### (1) 家族持股 (CS)

家族持股的定義採用 TEJ 的解釋，家族持股包含四部份：家族個人持股、家族未上市持股、家族基金會持股、家族上市公司持股。本研究家族持股採用 TEJ 定義的四部份加總。

###### (2) 經理人持股比率 (SRM)

經理人依據台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 之定義，指任職總裁、副總裁、執行長、副執行長、總經理、副總經理、部門總經理、經理、副理、協理及其他管理職務者之持股數 (不含董監事及大股東)。而經理人持股比率，是指經理人持股數佔企業所有流通在外並流通股數之比率衡量。

###### (3) 董監事持股 (DIR)

董監事持股是指全體董監事成員於年底時的總持股數，除以該以公司年底時流通在外的普通股股數。

###### (4) 外部董事持股比率 (OUTR)

本研究將外部董事定義為不屬於高階管理團隊，關係人非公司或子公司之員工，與公司間並無家族性關係，也無業務上往來，其計算方式為各公司董事會中外部董事於年底時的持股數，除以該公司年底時流通在外的普通股股數。

###### (5) 機構投資者持股比率 (INST)

鑑於資料的可獲得性，本研究將機構投資人持股定義為去除本國自然人與僑外自然人二項目後，樣本公司流通在外股數持股比率之總和。

##### 3-2-2-3 董事會相關變數衡量

###### (1) 董事會規模 (BSIZE)

關於董事會規模，Ryan and Wiggins (2004) 研究認為，董事會規模與董事之現金報酬呈正相關。Lipton and Lorsch (1992) 也指出，董事會規模越大將導致董事之間有較多待協調的問題而降低監督的效率，而監督效率不彰會造成董監薪酬不合理。本研究欲探討董事會規模與董監酬勞間的關聯性，董事會規模以董監事總人數衡量，即董事會中董事與監察人之總人數。

###### (2) 董事會獨立性 (OUTD)

董事會多由內部及獨立外部董事所組成，獨立董監事應由外部不參與公司業務的董事擔任，因多為

專家、學者，具專業能力，對決策的評估應可扮演較公正客觀角色。本研究將獨立董監席次比率做為董事會獨立性代理變數，即獨立董事席次除以董事會席次。

### (3) 董事長兼任總經理 (CEOD)

本研究將董事長兼任總經理的變項設立虛擬變數，若董事長、總經理為同一人設為 1，若董事長、總經理非同一人則設為 0。

## 3-2-3 控制變數

### 1. 董監事股權質押比例 (PLE)

Chiou et al. (2002) 發現，董監事股權質押行為會使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會利用職務之便影響股價，使得代理問題加大，降低公司績效。當董監事股權質押過高時，可能造成董監事無法發揮應有功能，因此，本研究將此變數視為可能影響研究結果的控制變數。

### 2. 公司規模 (SIZE)

一般說來，企業能利用規模的優勢，募集資金、發展技術，及利用其多角化經營策略分散風險，因此公司規模與公司績效呈正相關，另外公司規模也是影響薪酬水準的重要因素之一。本研究係以總資產取自然對數作為衡量公司規模之指標。計算如下：

公司規模 =  $\text{Log}(\text{總資產})$

### 3. 負債比率 (LEV)

根據代理理論，負債比率愈小，代表企業資本結構較健全，對債權人的保障也愈大，形成較高的公司價值，此外負債融資也會使管理者受到市場監督，減少浪費公司自由資金的動機，使績效提昇 (Jensen and Meckling, 1976)。因此，本研究以負債比率作為可能影響研究結果的控制變數。計算如下：

負債比率 =  $\text{總負債} / \text{總資產}$

### 4. 研究發展費用率 (RDE)

在衡量潛在投資機會的強弱程度時，通常以研究發展費用率來衡量，一般來說，研究發展費用率愈高代表潛在投資機會愈大，且會導致較高的公司價值出現。計算公式如下：

研究發展費用率 =  $\text{研究發展費用} / \text{營業收入淨值}$

### 5. 核心代理問題的代理變數 (CORE)

本研究以控制權與現金流量請求權偏離程度做為核心代理問題之代理變數。控制股東之控制權採用 LaPorta et al. (1999) 提出之方法為：

控制股東的控制權 =  $\text{控制股東直接持股率} + \sum \text{各控制鏈最末端的間持股率}$

控制權計算包含控制股東之直接控制和間接控制的持股率。現金流量請求權的計算採用控制股東的控制權之直接持股率加上各控制鏈間接持股率乘積總和。

### 6. 電子業虛擬變數 (SCODE)

以企業所在產業別判斷是否為電子產業，以此做為虛擬變數，若是電子業則變數值為 1，反之為 0。

## 3-3 模型設計

本研究從公司治理的角度去探討股權結構、董事會特性及績效變數對董監薪酬的影響，模型如下：

模型一：股權結構、企業績效與董監薪酬關聯性模型

$$IPAY = f(ROA, CS, SRM, DIR, OUTR, INST, PLE, SIZE, LEV, RDE, CORE, SCODE)$$

模型二：董事會結構、企業績效與董監薪酬關聯性模型

$$IPAY = f(ROA, BSIZE, OUTD, CEOD, PLE, SIZE, LEV, RDE, CORE, SCODE)$$

模型三：股權及董事會結構、企業績效與董監薪酬關聯性模型

$$IPAY = f\left(\begin{matrix} ROA, CS, SRM, DIR, OUTR, INST, BSIZE, OUTD, CEOD, \\ PLE, SIZE, LEV, RDE, CORE, SCODE \end{matrix}\right)$$

其中，本研究之應變數 IPAY 為董監事薪酬總額取自然對數。自變數部分，ROA 為衡量企業的會計績效指標，即資產報酬率；CS 為家族持股；SRM 為經理人持股比率；DIR 為董監事持股；OUTR 為外部董事持股比率；INST 為機構投資者持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTD 為董事會獨立性；CEOD 為董事長兼任總經理。控制變數部分，PLE 為董監事股權質押比例；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；RDE 為研究發展費用率；CORE 為核心代理問題的代理變數；SCODE 為電子業虛擬變數。



## 4. 實證結果與分析

### 4-1 敘述性統計

表 1 為全體產業的基本敘述統計量，由表中可看出董監事實質酬勞平均數約為 80 萬元，最大值每位領取 4676 萬元；董監事名目酬勞平均數約為 73 萬元，最大值每位領取 4663 萬元，由表中訊息可看出各公司在董監事薪酬發放上有很大差異，最大值與平均數差距甚多，此也是本研究所要探討的主要議題。在績效方面，全體產業的資產報酬率為 6.1%，最大值為 111.9%，最小值為-95.9%。

在股權結構方面，家族持股比例最大值為 97.7%，平均數為 28.3%，可見得台灣上市企業中，家族持股的影響是很重要的部分。經理人持股比率平均數為 1.8%，最大值為 29%，最小值為 0。董監事持股比例平均數為 24.5%，最大值為 98.1%，最小值為 0。外部董事持股比率平均數為 15.7%，最大值高達 95.8%，最小值為 0。機構投資者持股比率平均數為 9.6%，最大值為 97.2%，最小值為 0。

在董事會特性方面，董事會規模全產業平均董事會大約為 9 人，最大值達 32 人，最小值為 2 人。獨立董監席次占董事會席次比例平均數為 14.3%，中位數亦為 14.3%，比例來說比重並不高；董事長兼任總經理的情形，虛擬變數值為 0.3，表示董事長兼任總經理特性的企業並未過半。

其他控制變數上，董監事股權質押比例最大值 100%，最小值為 0，平均數為 7.8%，顯示平均看來，企業的質押行為並不嚴重。公司規模平均數為 14.99，最大值為 21.14，最小值 10.35。負債比率平均數為 37.7%，最大值為 446.9%，財務槓桿高者甚高。研究發展費用率平均數為 820%，最大值為 1588000%，最小值為 0。核心代理問題代理變數平均數為 6.1%，最大值為 79%，最小值為 0。電子業虛擬變數平均數為 39.1%。

表 1 敘述統計量表

	個數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
PAY1	9560	802.869	1823.452	327.732	46756.563	0.000
PAY2	9560	730.500	1798.471	266.261	46628.375	0.000
ROA	9567	0.061	0.109	0.064	1.119	-0.959
CS	9571	0.283	0.186	0.250	0.977	0.000
SRM	9571	0.018	0.028	0.007	0.290	0.000
DIR	9571	0.245	0.149	0.207	0.981	0.000
OUTR	9571	0.157	0.117	0.133	0.958	0.000
INST	9544	0.096	0.140	0.041	0.972	0.000
BSIZE	9571	9.422	2.312	9.000	32.000	2.000
OUTD	9571	0.143	0.149	0.143	0.714	0.000
CEOD	9571	0.304	0.460	0.000	1.000	0.000
PLE	9571	0.078	0.168	0.000	1.000	0.000
SIZE	9571	14.990	1.383	14.817	21.147	10.356
LEV	9571	0.377	0.197	0.362	4.469	0.001
RDE	9562	8.200	227.586	1.570	15880.000	0.000
CORE	9571	0.061	0.107	0.016	0.790	0.000
SCODE	9571	0.391	0.488	0.000	1.000	0.000

說明：PAY 為董監事薪酬總額；ROA 為衡量企業的會計績效指標，即資產報酬率；CS 為家族持股；SRM 為經理人持股比率；DIR 為董監事持股；OUTR 為外部董事持股比率；INST 為機構投資者持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTD 為董事會獨立性；CEOD 為董事長兼任總經理；PLE 為董監事股權質押比例；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；RDE 為研究發展費用率；CORE 為核心代理問題的代理變數；SCODE 為電子業虛擬變數。

### 4-2 相關分析

本研究相關分析採用 Pearson 及 Spearman 相關係數來了解兩變數間相關程度，以了解是否存在共線性問題，當相關係數超過 0.8，表示線性問題情況嚴重，由表 2 Pearson 及 Spearman 相關係數整理表看出，應變數、自變數及控制變數變項間相關係數並不高，多能達顯著水準，且相關係數未超過 0.8，初步判斷應無嚴重共線性問題之疑慮。

其中董監薪酬與企業績效指標資產報酬率呈顯著正相關。在股權結構變數部分，董監薪酬與家族持股、經理人持股比率、董監事持股、外部董事持股比率呈顯著負相關，董監薪酬與機構投資者持股比率呈顯著正相關。在董事會特性變數部分，董監薪酬與董事會規模呈顯著正相關，與董事會獨立性、董事長兼任總經理呈顯著負相關。

在控制變數部分，董監薪酬與董監事股權質押比例、公司規模呈顯著正相關，與負債比率、研究發展費用率呈顯著負相關，與核心代理問題的代理變數呈顯著正相關，董監薪酬用名目酬勞時與電子業虛擬變數不顯著，用實質酬勞時，呈顯著負相關。



表 2 Pearson 及 Spearman 相關係

變數名稱	IPAY1	IPAY2	ROA	CS	SRM	DIR	OUTR	INST
IPAY1		064 ***	458 ***	-040 ***	-069 ***	-094 ***	-127 ***	310 ***
IPAY2	978 ***		395 ***	-104 ***	-073 ***	-131 ***	-076 ***	349 ***
ROA	508 ***	429 ***		043 ***	062 ***	058 ***	-060 ***	193 ***
CS	-048 ***	-104 ***	021 **		-222 ***	644 ***	-368 ***	-061 ***
SRM	-033 **	-066 ***	134 ***	-303 ***		-025 ***	039 ***	-088 ***
DIR	-129 ***	-168 ***	048 ***	641 ***	-055 ***		092 ***	051 ***
OUTR	-106 ***	-067 ***	002	-398 ***	125 ***	036 ***		212 ***
INST	345 ***	379 ***	245 ***	-123 ***	-033 ***	-088 ***	183 ***	
BSIZE	110 ***	081 ***	099 ***	-092 ***	069 ***	062 ***	101 ***	182 ***
OUTD	-084 ***	-119 ***	157 ***	-038 ***	226 ***	037 ***	072 ***	028 ***
CEOD	-182 ***	-144 ***	-085 ***	-045 ***	-068 ***	-059 ***	021 **	-074 ***
PLE	173 ***	208 ***	-027 ***	-094 ***	-103 ***	-154 ***	-045 ***	115 ***
SIZE	561 ***	595 ***	205 ***	-027 ***	-199 ***	-212 ***	-245 ***	477 ***
LEV	-044 ***	-001	-236 ***	028 ***	-048 ***	-010	-004	-073 ***
RDE	-137 ***	-085 ***	024 **	-248 ***	277 ***	-080 ***	135 ***	078 ***
CORE	048 ***	051 ***	084 ***	070 ***	474 ***	160 ***	-063 ***	089 ***
SCORE	-033 ***	018	009	-238 ***	170 ***	-173 ***	-021 **	055 ***

變數名稱	BSIZE	OUTD	CEOD	PLE	SIZE	LEV	RDE	CORE	SCORE
IPAY1	148 ***	-069 ***	-178 ***	095 ***	542 ***	-074 ***	-040 ***	014	-038 ***
IPAY2	113 ***	-108 ***	-144 ***	123 ***	578 ***	-023 *	-088 ***	030 ***	021 *
ROA	086 ***	127 ***	-095 ***	-040 ***	232 ***	-254 ***	-046 ***	051 ***	-021 **
CS	-064 ***	-021 **	-034 ***	-048 ***	-031 ***	020 *	010	323 ***	-232 ***
SRM	-026 **	142 ***	-052 ***	-111 ***	-191 ***	-048 ***	-008	187 ***	105 ***
DIR	091 ***	028 ***	-072 ***	-120 ***	-139 ***	-006	029 ***	448 ***	-161 ***
OUTR	070 ***	036 ***	023 ***	-063 ***	-225 ***	027 ***	026 ***	-088 ***	-042 ***
INST	181 ***	014	-066 ***	030 ***	454 ***	-068 ***	-012	030 ***	046 ***
BSIZE		001	-143 ***	019 *	284 ***	-060 ***	-015	125 ***	-075 ***
OUTD	098 ***		-001	-164 ***	-184 ***	-074 ***	-008	024 **	078 ***
CEOD	-153 ***	000		-022 **	-128 ***	004	022 **	-145 ***	100 ***
PLE	068 ***	-219 ***	-015		230 ***	115 ***	-011	-064 ***	-030 ***
SIZE	194 ***	-223 ***	-128 ***	318 ***		096 ***	-055 ***	111 ***	060 ***
LEV	-042 ***	-058 ***	-005	092 ***	137 ***		-039 ***	-024 **	-031 ***
RDE	040 ***	283 ***	038 ***	-119 ***	-253 ***	-282 ***		-007	-011
CORE	151 ***	011	-172 ***	-019 *	096 ***	-057 ***	093 ***		-015
SCORE	-045 ***	080 ***	100 ***	-004	054 ***	-042 ***	230 ***	041 ***	

說明：表格右上方是 Pearson 相關係數矩陣，表格左下方是 Spearman 相關係數矩陣。IPAY 為董監事薪酬總額取自然對數；ROA 為衡量企業的會計績效指標，即資產報酬率；CS 為家族持股；SRM 為經理人持股比率；DIR 為董監事持股；OUTR 為外部董監事持股比率；INST 為機構投資者持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTD 為董事會獨立性；CEOD 為董事長兼任總經理；PLE 為董監事股權質押比例；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；RDE 為研發發展費用率；CORE 為核心代理問題的代理變數；SCORE 為電子業虛擬變數。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%之顯著水準，顯著水準為雙尾。

### 4-3 迴歸分析

從上節的 Pearson 及 Spearman 相關分析的資料顯示，本研究實證模型各解釋變數間沒有嚴重的共線性問題後，為進一步了解在控制其他變數下，各研究變數與董監薪酬的關聯性，本節使用 SPSS 進行迴歸分析，並對迴歸分析的結果加以探討，迴歸分析結果如表 3 至 5 所示。

本節以三個模型分別測試企業績效、公司治理對董監實質酬勞與名目酬勞的影響，各表格另以 VIF 檢測是否有共線性問題，結果 VIF 值均不大，數值均未超過 10，顯見共線性問題並不嚴重，以下將各模型實證結果分述如下：

#### 4-3-1 股權結構、企業績效與董監薪酬關聯性模型之實證結果

表 3 為公司治理變項中股權結構部分及企業績效對董監薪酬的影響。在企業績效方面，資產報酬率與董監實質酬勞、董監名目酬勞皆呈現顯著的正向影響關係，在董監實質酬勞方面，資產報酬率統計值 t 值為 39.056，p 值遠小於 1%；而董監名目酬勞方面，資產報酬率統計值 t 值為 33.265，p 值遠小於 1%。此結果表示企業績效與整體董監事薪酬有正向關係。結果也印證文獻探討中所提及，認為董監事會成員是替公司股東作為監督的角色，因此股東在制定董監事薪酬時，會受到企業經營績效的影響，也可以說薪酬制度的設計如能與企業的經營績效作緊密的連結，就能激勵經營者追求企業價值的最大化，降低代

理問題，使董監事投注心力在企業上，讓董監事與股東利益一致。

在家族持股方面，表 3 顯示當應變數為實質酬勞時，t 值為-3.791、p 值為 0；應變數為名目酬勞時，t 值為-5.303，p 值為 0，顯示家族持股比例對整體董監薪酬有顯著的負向影響，此結果也符合管家理論所述，當家族持股愈大，代理問題變小，高階管理者本身會努力極大化公司價值 (Fama & Jensen, 1983)，因此家族企業薪酬誘因較低，所支付给高階管理者的薪酬亦較少 (Kole, 1997)。也可證明國內家族企業以追求內部和諧穩定為目的，董監薪酬因內部協定呈現較高穩定性，不致權力擴張而增加，而出現低於非家族企業之董監薪酬水準。

在經理人持股比率方面，當應變數為實質酬勞時，t 值為 0.48、p 值為 0.631；應變數為名目酬勞時，t 值為-0.35，p 值為 0.727，p 值均未到達 1%的顯著水準，此結果顯示經理人持股對董監薪酬之影響為不顯著，代表經理人持股的程度高低，並不影響董監薪酬，因此無法證明管理者持股時，情況應較符合利益收斂假說或職位固守假說。由表 4-1 的敘述統計量中可看出經理人持股比率的平均數為 1.8%，中位數為 0.7%，此數值佔企業所有流通在外股數之比率並不高，此也可能造成經理人持股對董監薪酬無法產生顯著的影響。

在董監事持股上，當應變數為實質酬勞時，t 值為-1.552、p 值為 0.121，未達顯著水準。但應變數為名目酬勞時，t 值為-2.112，p 值為 0.035，顯示董監事持股比例對整體董監薪酬有顯著的負向影響，此結果也支持文獻中國內外學者的研究，董監事持股比例與董監薪酬有反向關係，如文獻所述，當董監事持股愈高，因已承受投資的風險，其利益會與股東愈趨一致，認為企業運作與其財富連結密切，此時董事會會有較強誘因盡好監督責任，在注意自己的自利行為，及股東價值極大化的動機下，會減少代理問題產金，傾向支付經理人較低酬勞，也降低領取高額薪酬動機。另外，因持股所得之股息及紅利已相當可觀，此也可能使持股多的董事，較不在意董監薪酬水準高低，而是將關注放在企業經營績效上。

外部董事持股比率上，在實質酬勞及名目酬勞部分皆顯示其與董監薪酬呈現顯著的負向影響。當應變數為實質酬勞時，t 值為-4.362，p 值為 0；當應變數為名目酬勞時，t 值為-2.444，p 值為 0.015，顯示兩者為負向關係。以往文獻認為外部董事為董事會中最能發揮監督功能的成員，一方面因為外部董事多擁有專家身份，為防止本身信譽受損，多能善盡責任，以專家及客觀的角度對管理者及企業運作進行監督；一方面當外部董事持股比例升高時，因利益與股東一致，而不偏好領取較高的薪酬水準。此結果與過去研究結果相符合，印證外部董事持股比例對董監薪酬為反向關係的說法。

機構投資者持股比率上，在實質酬勞及名目酬勞部分皆顯示其與董監薪酬呈現顯著的正向影響。當應變數為實質酬勞時，t 值為 5.143，p 值為 0；當應變數為名目酬勞時，t 值為 4.366，p 值為 0，顯示兩者為正向關係。可見機構投資者雖扮演監督角色，影響董事會對董監薪酬的決定，但其存在會增加薪酬與績效的連結性 (Hartzell and Starks, 2003)，也表示機構投資者監督與誘因薪酬設計間具互補關係，可減少代理問題產生，此結果也印證文獻所言，機構投資者持股對董監薪酬和績效連結性有正向顯著影響。

表 3 股權結構、企業績效與董監薪酬之實證結果

變數名稱	IPAY1			IPAY2		
	B 值	t 值	VIF	B 值	t 值	VIF
ROA	5.038	39.056 ***	1.200	4.636	33.265 ***	1.183
CS	-0.438	-3.791 ***	2.936	-0.595	-5.303 ***	2.957
SRM	0.242	0.480	1.286	-0.172	-0.350	1.308
DIR	-0.211	-1.552	2.619	-0.279	-2.112 **	2.617
OUTR	-0.636	-4.362 ***	1.817	-0.352	-2.444 **	1.802
INST	0.562	5.143 ***	1.549	0.450	4.366 ***	1.625
PLE	0.000	0.003	1.091	0.096	1.247	1.092
SIZE	0.503	40.463 ***	1.895	0.502	41.306 ***	1.938
LEV	-0.291	-4.091 ***	1.150	0.038	0.505	1.177
RDE	0.000	0.177	1.008	0.001	1.155	1.068
CORE	-0.553	-3.942 ***	1.473	-0.299	-2.172 **	1.486
SCODE	-0.256	-9.674 ***	1.098	-0.100	-3.900 ***	1.099
F Value	564.178			492.639		
Adj R <sup>2</sup>	0.427			0.443		

說明：IPAY 為董監事薪酬總額取自然對數；IPAY1 為實質酬勞；IPAY2 為名目酬勞；ROA 為衡量企業的會計績效指標，即資產報酬率；CS 為家族持股；SRM 為經理人持股比率；DIR 為董監事持股；OUTR 為外部董事持股比率；INST 為機構投資者持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTD 為董事會獨立性；CEOD 為董事長兼任總經理；PLE 為董監事股權質押比例；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；RDE 為研發發展費用率；CORE 為核心代理問題的代理變數；SCODE 為電子業虛擬變數。  
\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%之顯著水準，顯著水準為雙尾。

#### 4-3-2 董事會結構、企業績效與董監薪酬關聯性模型之實證結果

表 4 為公司治理變項中董事會結構部分及企業績效對董監薪酬的影響。在企業績效方面，資產報酬率與董監實質酬勞、董監名目酬勞皆呈現顯著的正向影響關係，在董監實質酬勞方面，資產報酬率統計值 t 值為 38.483，p 值為 0；而董監名目酬勞方面，資產報酬率統計值 t 值為 33.535，p 值為 0。此結果表示企業績效與整體董監事薪酬有正向關係，表示與企業績效連結的激勵性薪酬制度，能提供董監事足夠的誘因，提高監督效率。

董事會規模方面，表 4 顯示董事會規模對整體董事薪酬有顯著影響，且呈現負向影響關係，當應變數為實質酬勞部分，t 值為-2.647，p 值為 0.008，當應變數為名目酬勞時，其統計值 t 值為-6.232，p 值為 0，兩者皆顯示有顯著的負向關係。表示當董事會規模愈大時，董監報酬相對是遞減情況，實證結果可知當董監事人數多時，董事會將缺乏效率，使企業獲利變差，此與 Hermalin & Weisbach (2003) 所提出，規模小的董事會議事效率較高，但隨著董事會規模擴大，議事過程反而淪為形式而無實質效益的論點相符合。

董事會獨立性上，表 4 顯示獨立董事席次占董事會席次比例對整體董事薪酬有負向影響關係，在當應變數為實質酬勞部分，t 值為-1.289，p 值為 0.198，並不顯著，但當應變數為名目酬勞時，其統計值 t 值為-3.69，p 值為 0，顯示有顯著的負向關係。設置獨立董事的目的，在於一般認知上認為獨立董事身份能達到監督董事、管理階層及抑制董監事酬勞過度發放的目的，此結果顯示獨立董事確能以獨立立場來參與企業運作。實證結果也與國內外的文獻理論相符合，認為獨立董事席次占董事會席次比例與整體董事酬勞有反向關係，可知獨立董事會因其專業能力與專家聲譽的考量，去監督董事會及管理階層在董監事酬勞上的發放適否合宜，抑止董監薪酬過度發放，進而減緩代理問題。

在董事長兼任總經理上，由表 4 得知董事長兼任總經理與董監薪酬有顯著影響，且影響結果為負向關係，當應變數為實質酬勞，其統計值 t 值為-11.861，p 值為 0；當應變數為名目酬勞，其統計值 t 值為-10.784，p 值為 0。在文獻中董事長兼任總經理之影響有正有負，此結果顯示台灣企業在此關聯性上為負向，依據管理者理論看法，也可推測公司有董事長兼任總經理情況時，因為董事監督者角色同時兼有管理者身份，一方面能更了解公司的營運狀況，一方面也由於自覺本身責任重大，董事長兼任總經理時可能發生的自利行為，受本身責任感及成就感影響，有更大動機致力於提升企業績效，而較不在意自己的薪酬水準。但也可能在董事身份外，又加上總經理身份，領取總經理薪酬及相關員工紅利夠多，使其較不在意董監薪酬的部分，但因總經理薪酬部分不在本研究範圍內，故未做進一步深入探討。

表 4 董事會結構、企業績效與董監薪酬之實證結果

變數名稱	IPAY1			IPAY2		
	B 值	t 值	VIF	B 值	t 值	VIF
ROA	4.954	38.483 ***	1.204	4.686	33.535 ***	1.196
BSIZE	-0.015	-2.647 ***	1.126	-0.033	-6.232 ***	1.124
OUTD	-0.111	-1.289	1.107	-0.307	-3.690 ***	1.136
CEOD	-0.327	-11.861 ***	1.059	-0.293	-10.784 ***	1.050
PLE	-0.014	-0.180	1.095	0.080	1.036	1.096
SIZE	0.538	51.627 ***	1.353	0.541	53.994 ***	1.334
LEV	-0.407	-5.827 ***	1.124	-0.092	-1.231	1.165
RDE	0.000	0.124	1.007	0.003	2.737 ***	1.064
CORE	-1.054	-8.919 ***	1.052	-0.899	-7.761 ***	1.056
SCODE	-0.171	-6.683 ***	1.040	-0.008	-0.316	1.046
F Value	686.223			595.903		
Adj R <sup>2</sup>	0.429			0.445		

說明：IPAY 為董監事薪酬總額取自然對數；IPAY1 為實質酬勞；IPAY2 為名目酬勞；ROA 為衡量企業的會計績效指標，即資產報酬率；CS 為家族持股；SRM 為經理人持股比率；DIR 為董監事持股；OUTR 為外部董事持股比率；INST 為機構投資者持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTD 為董事會獨立性；CEOD 為董事長兼任總經理；PLE 為董監事股權質押比例；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；RDE 為研究發展費用率；CORE 為核心代理問題的代理變數；SCODE 為電子業虛擬變數。  
\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%之顯著水準，顯著水準為雙尾。

#### 4-3-3 股權及董事會結構、企業績效與董監薪酬關聯性模型實證結果

表 5 為公司治理變項中股權結構、董事會結構部分及企業績效對董監薪酬的影響。在企業績效方面，資產報酬率與董監實質酬勞、董監名目酬勞皆呈現顯著的正向影響關係，在董監實質酬勞方面，資產報酬率統計值 t 值為 38.496，p 值為 0；而董監名目酬勞方面，資產報酬率統計值 t 值為 33.258，p 值為 0。此結果表示企業績效與整體董監事薪酬有正向關係，表示與企業績效連結的激勵性薪酬制度，能激勵董監事追求企業價值的最大化，降低代理問題，投注心力在企業上，讓董監事與股東利益一致。

在家族持股方面，當應變數為實質酬勞時，t 值為-3.832、p 值為 0；當應變數為名目酬勞時，t 值為

-6.037, p 值為 0, 顯示家族持股比例對整體董監薪酬有顯著的負向影響, 結果亦顯示家族持股愈大, 代理問題變小, 高階管理者本身會努力極大化公司價值, 因此家族企業薪酬誘因較低, 所支付董監薪酬亦較少, 董監薪酬因內部呈現較高穩定性, 不致因權力擴張而增加, 出現低於非家族企業之董監薪酬水準。

在經理人持股比率方面, 當應變數為實質酬勞時, t 值為-0.032、p 值為 0.974; 當應變數為名目酬勞時, t 值為-0.847, p 值為 0.397, p 值均未到達 1%的顯著水準, 顯示經理人持股對董監薪酬之影響為不顯著, 代表經理人持股程度高低, 不影響董監薪酬, 因此無法證明管理者持股時, 情況應較符合利益收斂假說或職位固守假說。

在董監事持股上, 當應變數為實質酬勞時, t 值為-1.524、p 值為 0.128; 當應變數為名目酬勞時, t 值為-1.399、p 值為 0.162, 顯示董監事持股比例對整體董監薪酬均未達顯著水準, 此與多數研究結果不同, 是否因加入董事會結構變數而對兩者關係造成影響, 還需做另外的研究探討。

外部董事持股比率上, 當應變數為實質酬勞時, t 值為-4.271, p 值為 0; 當應變數為名目酬勞時, t 值為-2.355, p 值為 0.019, 實質酬勞及名目酬勞結果皆顯示其與董監薪酬呈現顯著的負向影響。證明外部董事能發揮監督功能, 以專家及客觀的角度對管理者及企業運作進行監督; 一方面當外部董事持股比例升高時, 因利益與股東一致, 而不偏好領取較高的薪酬水準。

機構投資者持股比率上, 當應變數為實質酬勞時, t 值為 5.325, p 值為 0; 當應變數為名目酬勞時, t 值為 4.7, p 值為 0, 實質酬勞及名目酬勞部分皆顯示其與董監薪酬呈現顯著的正向影響。可見機構投資者雖扮演監督角色, 影響董事會對董監薪酬的決定, 但其存在會增加薪酬與績效的連結性, 也表示機構投資者監督與誘因薪酬設計間具互補關係, 可減少代理問題產生。

董事會規模方面, 當應變數為實質酬勞部分, t 值為-2.283, p 值為 0.022, 當應變數為名目酬勞時, 其統計值 t 值為-6.48, p 值為 0, 顯示董事會規模對整體董事薪酬有顯著的負向影響。表示當董事會規模愈大時, 董監報酬相對是遞減情況, 可知當董監事人數多時, 董事會將缺乏效率, 議事過程反而淪為形式而無實質效益, 使企業獲利變差。

董事會獨立性上, 當應變數為實質酬勞部分, t 值為-1.932, p 值為 0.053, 當應變數為名目酬勞時, t 值為-4.119, p 值為 0, 顯示獨立董事席次占董事會席次比例對整體董事薪酬有負向顯著影響關係。此結果代表獨立董事確能以獨立立場來參與企業運作, 會因其專業能力與專家聲譽的考量, 監督董事會及管理階層在董監事酬勞發放上適否合宜, 抑止董監薪酬過度發放, 進而減緩代理問題, 保障股東權益。

在董事長兼任總經理上, 當應變數為實質酬勞中, t 值為-11.7, p 值為 0; 當應變數為名目酬勞中, 其統計值 t 值為-10.645, p 值為 0, 可看出董事長兼任總經理與董監薪酬間有顯著的正向影響關係。此結果可知在董事長兼任總經理情況下, 因為董事監督者角色同時兼有管理者身份, 在本身責任感及成就感影響, 有更大動機致力於提升企業績效, 而較不在意自己的薪酬水準。但也可能在董事身份外, 又加上總經理身份, 領取總經理薪酬及相關員工紅利夠多, 使其較不在意董監薪酬的部分。

表 4-5 股權及董事會結構、企業績效與董監薪酬之實證結果(一)

變數名稱	IPAY1			IPAY2		
	B 值	t 值	VIF	B 值	t 值	VIF
ROA	4.999	38.496 ***	1.235	4.663	33.258 ***	1.223
CS	-0.445	-3.832 ***	3.006	-0.679	-6.037 ***	3.032
SRM	-0.016	-0.032	1.293	-0.413	-0.847	1.317
DIR	-0.208	-1.524	2.697	-0.186	-1.399	2.698
OUTR	-0.619	-4.271 ***	1.821	-0.336	-2.355 **	1.806
INST	0.581	5.325 ***	1.568	0.483	4.700 ***	1.646
BSIZE	-0.013	-2.283 **	1.187	-0.035	-6.480 ***	1.191
OUTD	-0.167	-1.932 *	1.125	-0.343	-4.119 ***	1.156
CEOD	-0.322	-11.700 ***	1.063	-0.287	-10.645 ***	1.054
PLE	-0.022	-0.289	1.102	0.048	0.633	1.104
SIZE	0.492	37.534 ***	2.142	0.502	39.339 ***	2.181
LEV	-0.310	-4.364 ***	1.163	-0.012	-0.154	1.202
RDE	0.000	0.292	1.009	0.002	1.542	1.079
CORE	-0.686	-4.895 ***	1.492	-0.377	-2.747 ***	1.501
SCODE	-0.225	-8.451 ***	1.132	-0.079	-3.089 ***	1.138
F Value	467.782			413.350		
Adj R <sup>2</sup>	0.435			0.455		

說明: IPAY 為董監事薪酬總額取自然對數; IPAY1 為實質酬勞; IPAY2 為名目酬勞; ROA 為衡量企業的會計績效指標, 即資產報酬率; CS 為家族持股; SRM 為經理人持股比率; DIR 為董監事持股; OUTR 為外部董事持股比率; INST 為機構投資者持股比率; BSIZE 為董事會規模; OUTD 為董事會獨立性; CEOD 為董事長兼任總經理; PLE 為董監事股權質押比例; SIZE 為公司規模; LEV 為負債比率; RDE 為研發費用率; CORE 為核心代理問題的代理變數; SCODE 為電子業虛擬變數。  
\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%之顯著水準, 顯著水準為雙尾。

## 5. 結論與建議

### 5-1 研究結論

本研究以 2007 年至 2011 年間，共計 5 年，在台灣證券交易所 (TSEC) 掛牌上市之公司為研究對象，探討公司治理與企業績效對董監薪酬之影響。

#### 5-1-1 股權結構對董監薪酬之影響

##### 5-1-1-1 家族持股對董監薪酬之影響

有關家族持股對董監薪酬的影響部分，實證結果皆顯示兩者呈現顯著的負向影響關係，此符合管家理論所述，當家族持股愈大，代理問題變小，高階管理者本身會努力極大化公司價值，因此家族企業薪酬誘因較低，所支付給高階管理者的薪酬亦較少。也可證明國內家族企業呈現較高穩定性，而出現低於非家族企業之董監薪酬水準。

##### 5-1-1-2 經理人持股對董監薪酬之影響

在分析經理人持股對董監薪酬影響的結果中，皆顯示未達顯著水準，代表經理人持股的程度高低，並不影響董監薪酬，因此本研究在此項目上，無法證明管理者持股時，情況應較符合利益收斂假說或職位固守假說。

##### 5-1-1-3 董監事持股對董監薪酬之影響

分析董監事持股對董監薪酬影響時，薪酬以名目酬勞為應變數，結果呈顯著的負向影響關係，代表董監事持股愈高，一方面利益將與股東利益愈一致，董監事在重視公司價值提升下，有較強的誘因注意自利行為。一方面，也因所拿到的股息及股利可觀，使持股多的董監事不在意薪酬水準的高低。但當薪酬以實質酬勞為應變數，及股權結構對董監薪酬的關係中加入董事會特性進行分析時，董監事持股的影響雖也呈現負向影響關係，但卻無法達到顯著水準，可推知在其他因素影響下，如在酬勞部分加入業務執行費用，及董事會內部特性不同時，會讓董監事持股對董監薪酬的情況造成影響，至於影響的關鍵因素為何，則需要進一步擬定相關研究做探討。

##### 5-1-1-4 外部董事持股對董監薪酬之影響

外部董事持股部分，實證結果顯示其對整體董監薪酬有顯著的負向影響，代表外部董事會基於專家身份之信譽，而以專業及客觀角度來評估管理者之決策，同時也因為持股比例升高，使得利益與股東一致。不管基於何種原因，外部董事相較於內部董事較不會有自利行為。

##### 5-1-1-5 機構投資者持股對董監薪酬之影響

在機構投資者持股對董監薪酬之影響部分，結果皆顯示兩者呈現顯著的正向影響關係，代表在機構投資者的監督下雖然會減少董監事薪酬水準，但也同時增加薪酬與績效的連結性，並表示機構投資者監督與誘因薪酬的設計間具有互補關係，進而達到減少代理問題的目標。

#### 5-1-2 董事會特性對董監薪酬之影響

##### 5-1-2-1 董事會規模對董監薪酬之影響

在董事會規模的影響部分，顯示其與董監薪酬為負向的顯著影響關係，代表當董事會規模愈大時，董監報酬相對是遞減情況，實證結果可知當董監事人數多時，董事會將缺乏效率，使企業獲利變差，在與績效相連結的薪酬制度下，進而影響董監事可領取的薪酬水準。

##### 5-1-2-2 董事會獨立性對董監薪酬之影響

在董事會獨立性方面，顯示獨立董監席次占董事會席次比率對董監薪酬有顯著的負向影響，代表獨立董監事會基於其專業聲譽考量，立場與股東利益相同，較注意董事會自利行為，促使企業資訊透明化，為提高企業價值而努力，減緩代理問題，也抑制過高的董監薪酬水準產生。此結果也顯示獨立董監的存在，符合一般大眾認知，證明獨立董監事的設置確實能有效發揮其功能。

##### 5-1-2-3 董事長兼任總經理對董監薪酬之影響

董事長兼任總經理的情形上，研究結果顯示此項目對整體董監薪酬有顯著的負向影響，代表董事長兼任總經理時，本身會基於感受到重大責任及成就感的趨使，致力於提升企業的績效，而較不在意所領的董監薪酬水準。也可能因總經理職務領取的酬勞及員工分紅足夠，使其較不在意可領得的董事薪酬。

#### 5-1-3 企業績效對董監薪酬之影響

在企業績效對董監薪酬的影響部分，由董監實質酬勞及名目酬勞可以得到同樣的結論，資產報酬率對整體董監薪酬有顯著的正向影響。藉著與企業績效相配合的薪酬制度，讓董監事更專注於發揮監督功能，與股東站在同一陣線，重視股東權益，當企業績效愈好，董監事酬勞愈高。

### 5-2 後續研究建議

#### 5-2-1 關於研究對象

本研究之研究對象為在臺灣證券交易所 (TSEC) 掛牌上市之公司，由於企業體差異性，未包含金融、保險和證券業，未來研究可針對結構較特別之產業進行個別化研究。另外，本研究也未納入國營事業部分，但隨著近來大眾媒體對國營事業之關注日漸加劇，待其酬勞揭露更為透明完整時，後續研究者也可針對國營事業部分，進行薪酬制度的研究分析。

### 5-2-2 關於董監事特性對董監薪酬的影響

從研究結果可看出，隨著薪酬衡量指標的不同，公司治理變項對董監薪酬影響結果部分也會出現變化。本研究並未針對董監事特性去探討，因此無法進一步分析，後續研究者可以就產生差異結果之變項，分析產業別、董監事之學經歷、企業結構等特性，探討更多影響董監酬勞的因素。

## 參考文獻

### 中文部分

- 王元章、張椿柏 (2011)，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，*證券市場發展*，23(2)，131-174。
- 吳明政、陳怡靜 (2007)，*經理人報償誘因與盈餘管理之研究：以台灣上市櫃電子產業為例*，2007 會計理論與實務研討會。
- 宋致皓 (2006)，*董監酬勞與公司治理關聯性之研究*，國立政治大學會計學系碩士論文。
- 呂學焜 (2007)，*公司治理與公司績效對董事酬勞影響之研究*，臺灣大學會計學系碩士論文。
- 李淑慧 (2010)，*公司績效、公司治理特性及員工分紅費用化對董監酬勞之影響*，輔仁大學會計學系在職專班碩士論文。
- 周士勛 (2008)，*負盈餘公司董監酬勞之研究*，東吳大學會計學系碩士論文。
- 林育雅 (1994)，*我國上市公司董事會特性與盈餘操縱現象之研究*，台灣大學會計學系碩士論文。
- 林宛瑩、許崇源 (2008)，台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議，*交大管理學報*，28(1)，269-312。
- 林秀鳳、李建然 (2008)，*家族管理、外部董事會連結與企業價值之關聯*，會計理論與實務研討會。
- 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*，20(2)，365-395。
- 俞海琴、周本鄂 (1994)，台灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究，*管理評論*，13(1)，79-98。
- 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*，3，23-30。
- 張椿柏 (2009)，*從核心代理問題的角度探討股權結構、董事會特性對公司價值盈餘管理之影響*，中正大學財務金融所博士論文。
- 陳在鴻 (2006)，*董監事酬勞與公司績效相關性之研究*，中正大學財務金融所碩士論文。
- 陳玟樺 (2007)，*資本結構及董事會特性與高階主管薪酬績效敏感度之關聯性研究*，文化大學會計研究所碩士論文。
- 傅慧貞 (2006)，*我國獨立董監制度及董監酬勞對裁決性應計數影響之研究*，輔仁大學會計學系在職專班碩士論文。
- 傅鍾仁、歐進士與張寶光 (2002)，我國企業經營者薪酬與績效指標之關聯性，*管理學報*，19(6)，1073-1096。
- 曾玉潔 (2000)，*我國高階主管薪酬決定因素之實證研究*，國中正大學會計學系碩士論文。
- 曾詩薇 (2004)，*影響總經理獎酬之因素-公司績效、董事會監督能力或大股東控制力*，逢甲大學會計所碩士論文。
- 黃千芳 (2007)，*企業績效、國家品質獎與董監事薪酬關係之研究*，中正大學企業管理所碩士論文。
- 葉旻其 (2009)，*公司治理機制對企業績效與董監薪酬之影響*，政治大學會計學系碩士論文。
- 廖秀梅、李建然、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*，54，117-160。
- 蔡柳卿 (2006)，相對績效評估與高階主管薪酬：論產業競爭程度之影響，*管理評論*，1，69-94。
- 錢逸達 (2003)，*內部人士薪酬之決定因素-公司績效或公司治理*，國立成功大學會計學系碩士論文。

### 外文部分

- Bacon, J. (1973). *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board*. New York: The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries.
- Berger, P., E. Ofek and D. Yermack (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure. *Journal of Finance*, 52, 1411-38.

- Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Busija, E. C.; H. M.O' Neill and C. P. Zeithaml (1997). Diversification Strategy Entry Mode and Performance: Evidence of Choice and Constraints. *Strategic Management Journal*, 18(4), 321-327.
- Chen, T. (2005). *Executive Compensation Contracts of Family Firms. Working Paper*. University of Texas at Dallas.
- Chiou, J., T. Hsiung and L. Kao (2002). A Study of the Relationship between Financial Distress and Collateralized Shares. *Taiwan Accounting Review*, 3(1), 79-111.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23, 70-74.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen (2008). Boards: Does one Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Conyon, M. J. and D. Leech (1994). Top Pay, Company Performance and Corporate Governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 56(3), 229-247.
- Cordeiro, J., R. Veliyath, E. J. Erasmus and M. Tax (2000). An Empirical Investigation of the Determinants of Outside Director Compensation. *Corporate Governance*, 83, 268-279.
- 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, 371-406.
- Daily C. M. and Dalton D. R. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *The Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-37.
- Demirag, I.S. (1987). Assessing Foreign Subsidiary Performance: The Currency Choi. *Journal of International Business Studies*, 19, 257-276.
- Donaldson, L. and J. H. Davis (1994). Boards and Company Performance: Research Challenges the Conventional Wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2(3), 151-160.
- Fama, E. and M. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Finkelstein, S. and D. C. Hambrick (1989). Chief Executive Compensation : A Study of the Intersection of Markets and Political Processes. *Strategic Management Journal*, 10, 121-134.
- Haniffa, R. and M. Hudaib (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian listed Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Hartzell, J. C. and L. T. Starks (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, 58, 2351-2374.
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (2003). Boards of Directors As an Endogenously Determined Institution: a Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983). Market for Corporate Control: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 1, 5-50.
- Jensen, M. C. and W. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kim, J. S. and P. Arnold (1992). Manufacturing Competence and Business Performance: A Framework and Empirical Analysis. *International Journal of Operations and Production Management*, 13(10), 4-25.
- Kole, S. R. (1997). The Complexity of Compensation Contracts. *Journal of Financial Economics*, 43, 79-104.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lippert, R. and W. Moore (1995). Monitoring vs. Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation. *Financial Management*, 24(3), 54-62.
- Lipton, M., and J. W. Lorsch (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.
- Main, B. G. M., A. Bruce, and T. Buck (1996). Total Board Remuneration and Company Performance. *The Economic Journal*, 106(439), 1627-1644.
- Mathis, R. L. and J. H. Jackson (2003). *Human Resource Management (10th)*. USA: Thomson South-western.
- McConnell, J. and H. Servaes (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Merhran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.
- Oviatt, B. M. (1988). Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-shareholder Relationship,



- Incentives for Congruent Interests. *Academy of Management Review*, 13, 214-225.
- Ozkan, N. (2009). CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data. *European Financial Management*, 12, 1-26.
- Patton, A. and J. C. Baker (1987). Why Won't Directors Rock the Boat? *Harvard Business Review*, 65(6), 10-18.
- Rafel, C. C. and C. Gispert (2003). Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies. *Labour*, 17(1), 103-126.
- Robbins, S. P. (1978). *The Management of HR Resource*. Englewood Cliffs. N.J : Prentice-Hall.
- Ryan, H. E. and R. A. Wiggins (2004). Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 73, 497-524.
- Sharma V. D. (2004). Board of Director Characteristics, Institutional, and Fraud: Evidence from Australia. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), 105-117.
- Smith, G. and P. L. Swan. (2008). *Too Good to be True: Do Concentrated Institutional Investors Really Reduce Executive Compensation Whilst Raising Incentives?* Working Paper.
- Tinaikar, S. (2009). *Executive Compensation Disclosure and Private Control Benefits: A comparison of U.S. and Canadian Dual Class Firms*, Working Paper.
- Villalonga, B. and R. Amit (2006). How Do Family Ownership, Control Andmanagement Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Weir, C. and D. Liang (2001). Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the U.K. *European Business Review*, 13(2), 86-95.
- Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee and T. Woidtke (2001). Family Control and Corporate Governance: Evidence From Taiwan. *International Review of Finance*, 2, 21-48.
- Zahra, S. A. and J. A. Pearce (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model. *Journal of Management*, 15, 291- 334.
- Zantout, Z. (1994). External Capital Market Control, Corporate Restructuring, and Firm Performance During the 1980s. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21, 37-65.