

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

計畫名稱：台灣上市公司高階經理薪資之決定因素

The Determinants of the Wage Structure of Executives in Listed Companies in Taiwan

計畫編號：NSC 89-2416-H-002 -071

執行期限：89年8月1日至90年7月31日

主持人：胡星陽副教授 (syhu@mba.ntu.edu.tw)

執行機構：台灣大學財務金融學系

一、中文摘要

薪資結構可以分為平均水準和績效連結程度兩個方面。本研究以薪資和績效的連結程度作為研究對象。研究方向是分別從最適契約理論和公司治理理論尋求決定連結因素的變數。我們發現國內上市公司總經理薪資的連結程度和公司的成長機會沒有相關性，但是和公司的股權結構和董事會組成結構有顯著相關。尤其對大公司來說，公司監督機制越強，薪資連結程度也就越高。

關鍵詞：薪資，績效，股權結構，董事會結構，成長機會

Abstract

This study examines the sensitivity of executive compensation of listed companies in Taiwan. We develop our hypotheses from optimal contract theories and corporate governance theories. We find no significant correlation between sensitivity and investment opportunity set. We find significant correlation between sensitivity and the structure of ownership and the board of directors. Especially for large firms, the stronger the monitoring mechanism, the higher the sensitivity of compensation.

Keywords: compensation, sensitivity, ownership structure, board of directors, growth opportunity.

二、緣由與目的

薪資結構可以分為平均水準和績效連結程度兩個方面。本研究以薪資和績效的連結程度作為研究對象。研究方向是分別從最適契約理論和公司治理理論尋求決定連結因素的變數。

過去文獻主要從契約理論的角度出發，討論經理人薪資契約中誘因機制的設定。例如由最適契約的角度討論經理人薪資與公司表現的連結程度是否足夠（Jensen 和 Murphy，1990；Hall 和 Liebman，1998），薪資契約中誘因機制如何因應投資、融資決策、或經理人生涯考量等因素而調整（Lambert，1986；Agrawal 和 Mandelker，1987；Gibbons 和 Murphy，1992；Bizjak、Brickley 和 Coles，1993）。

然而，近年來，公司治理(corporate governance)議題受到重視（Shleifer 和 Vishny，1997），陸續有文獻提到公司監督機制對經理人薪資契約的影響。董事會在制定經理人薪資時是否能忠誠維護股東利益，受到質疑（如 Crystal，1990；Core、Holthausen 和 Larcker，1999；Bertrand，2000）。而經理人可能透過薪資契約圖利個人的論點和現象也被提出（Bertrand，2000；Bebchuk、Fried 和 Walker，2001）。另外，股東監督機制對薪資水準的影響也在實証文獻中被提及（Allen，1981；Core、Holthausen 和 Larcker，1999）。但截至目前為止，對於公司管治機制與經理人薪資的關係，文獻則主要著重於管治機制對薪資水準的影響，對於誘因機制的部分則鮮有討論。

在國內相關文獻方面，由於國內自民國八十四年才強制公開經理人員薪資¹，因此，相對於國外，國內對於經理人薪資的相關研究有限。文獻對經理人薪資的研究主要著重在經理人薪資水準的討論，分析各變數對薪資水準的解釋能力。如辜秋屏（1997）和陳隆麒等（1998）發現，會計績效指表和公司規模對經理人薪資水準有顯著解釋能力。另外，林穎芬（1989）和白慧平（1991）則在探討高階經理人位階的差異是否會影響決定薪資水準的因素。總括而言，國內文獻對於經理人薪資連結程度並無特別著墨。

另一方面，國內企業面對的公司管治環境與美國相差甚多。例如：在台灣，家族企業普遍，常見家族成員擔任董事或高階經理人的現象，證交所對董事會的組成並無特別規定。國內文獻對於台灣公司治理機制和薪資的關係，討論有限。林穎芬（1998）針對公司管治機制對經理人薪資水準進行分析，但就目前所知，尚未有文獻對經理人薪資連結程度與公司管治的關係進行討論。

¹ 八十四年，財政部證券管理委員會公佈修正「證券發行人財務報告編制準則」，強制要求公開發行公司須將董監事、經理人員酬勞資訊揭露於財務報告書。

三、結果與討論

1. 本文以 85-88 年上市公司的總經理酬勞為研究對象。根據各年度的公司財務報告書可得 1216 個樣本點。去除“無法區分董監事酬勞與經理人酬勞”，“中途更換總經理”、“金融業”及變數不全的四類樣本點後，尚存 688 個樣本。財報中揭露的總經理酬勞為薪資、獎金、特支費和紅利四項薪資來源之總和³。

總經理酬勞中股票紅利的價值是以面值十元計算，而不是以市價計算。因此，當公司發放股票紅利且股票市價又高於面值時，財報所揭露的總經理酬勞會有低估的現象。在此，我們針對各年度有發放員工股票紅利的上市公司樣本進行調整。共計有 116 個樣本有發放股票紅利。調整方法如下：在扣除無償配股的數量後，若除權日月份的經理人持股仍有正向變動，則將此持股增量視為股票紅利。結果發現，共有 95 個樣本點有持股增量，需調整股票紅利價值。將持股增量乘上股東會日的股票收盤價⁴，即得股票紅利的市值⁵。因為上述調整方法假設總經理在觀察期間的持股增量完全來自股票紅利，估計的數字可能會高估或低估實際的股票紅利；如果總經理在這段時間增加持股，會導致我們高估股票紅利；另外，如果總經理在衡量期間賣出手中持股則會造成低估股票紅利數量。但以 86 年的紅利調整為例，在 22 個調整股票紅利的樣本中，總經理持股在月份與月份間發生變動的平均次數為 1.7 次，顯示，總經理進行股份買賣的頻率低，則上述調整方法產生偏誤的可能性下降。

2. 檢驗假說一“在成長機會高的公司，經理人薪資和公司表現的連結較高”的結果列於表一第二行。數據顯示，成長機會高的公司並未顯著提高薪資與公司表現的連結。換句話說，實證結果並不支持假說一的論點。

3. 檢驗假說二“當公司監督機制強時，經理人薪資與公司表現的連結程度會提高”的結果列於表一第 3-5 行。分別以最大股東的絕對持股比例、相對持股比例和董事會中非經理人關係人比例衡量公司監督機制的強弱。實證數據顯示，當以大股東相對持股比例和董事會中非關係人比例作為衡量變數時，公司監督機制對薪資契約中的誘因水準有顯著的影響力。以 ROE 衡量公司表現的情況為例，當

³依據證管會公佈的「證券發行人財務報告編制準則」的規定，公開發行公司需依規定方式增列董事、監察人、總經理及副總經理酬勞資訊。此準則在原則上雖與「公司募集發行有價證券公開說明書應記載事項準則」相同，但對揭露的格式未能有一致的基礎，致使董事會和管理當局在報導酬勞資訊時有相當的彈性。

⁴ 總經理酬勞中的薪資、獎金及紅利取決於公司過去的績效，而薪資、獎金及紅利的制定會因公司間薪資契約的不同而有差異。透過迴歸分析發現，總經理薪資主要決定於上一年度的公司績效（不論是市場基礎或是會計基礎的績效指標）。

⁵ 在股東大會日確認股票紅利發放的數量後，總經理可在不影響原持股的情況下，透過融券的動作以當天市價實現股票紅利的價值，故於此以股東大會日的股票市價衡量股票紅利的市值。

⁶ 股價及股東大會日資料取自台灣經濟新報資料庫。

最大股東的相對持股比例高時，ROE 每增加 1% 經理人薪資就會多增加約 N.T.\$1012 ($=\exp(0.01 \times 1.202) \times 1000$)。另外，當董事會中非關係人的比例高時，ROE 每增加 1%，經理人薪資就會多增加約 N.T.\$1010 ($=\exp(0.01 \times 1.028) \times 1000$)。

表一、檢視影響經理人薪資契約中誘因水準的因素

以 ROE 衡量公司表現，以民國 85-88 年總經理薪資為研究對象。以迴歸分析檢視經理人薪資與公司表現的連結程度。被解釋變數為 $\log(\text{薪資})$ 。解釋變數的使用包含用來衡量公司表現的 ROE；Size 為公司資產帳面價值，用以衡量公司規模；Q 為公司成長機會，定義為 $(\text{公司資產帳面價值} - \text{權益帳面價值} + \text{權益市值}) / \text{公司資產帳面價值}$ 。另外，用以衡量公司監督機制的變數有三，B.AV 為代表大股東絕對持股比例的虛擬變數，將樣本依大股東絕對持股比例由高到低排序，當樣本落在前三分之一時，稱之為大股東絕對持股比例高的樣本，此時，B.AV=1，否則，B.AV=0。B.RV 為代表大股東相對持股比例的虛擬變數，將樣本依大股東相對持股比例由高到低排序，當樣本落在前三分之一時，稱之為大股東相對持股比例高的樣本，此時，B.RV=1，否則，B.RV=0。其中，大股東相對持股比例的定義為 $(\text{大股東持股比例} / \text{總經理及其關係人持股比例})$ 。P 則為代表董事會中非總經理關係人比例的虛擬變數。將樣本依董事會非關係人比例由高到低排序，當樣本落在前三分之一時，稱之為董事會中非關係人比例高的樣本，此時，P=1，否則，P=0。所有迴歸式皆有控制個別公司的固定效果。*：顯著水準 10%；**：顯著水準 5%；***：顯著水準 1%。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Size	0.439*** (4.61)	0.441*** (4.61)	0.466*** (4.78)	0.469*** (4.90)	0.456*** (4.77)
Q		0.103 (1.16)			
B.AV			0.143 (1.00)		
B.RV				0.132 (0.74)	
ROE	1.321*** (4.51)	1.314*** (3.91)	1.189*** (3.25)	0.669 (1.59)	0.674 (1.41)
ROE xQ		-0.291 (-0.51)			
ROE x B.AV			0.351 (0.61)		
ROE x B.RV				1.202** (2.15)	
ROE xP					1.028* (1.71)
樣本數	688	688	688	688	688

四、成果自評

本計畫發現國內薪資績效的連結程度和公司治理機制成顯著相關，這說明治理機制在國內的重要性，不但是在監督上有功效，在正面的制度設計上，也能發揮功效。這或許能解釋文獻上發現治理機制和公司績效有顯著關係。

五、參考文獻

一、中文部份

林穎芬，1989，民營企業最高主管報酬與公司績效之研究，國立中山大學企業管理研究所出版碩士論文。

林穎芬，1998，台灣上市公司控管機制的研究，國立中山大學企管所未出版博士論文。

辜秋屏，1997，高階主管酬勞與公司經營績效之實證研究，台灣大學會計研究所碩士論文。

陳隆麒、郭敏華、吳政穎，1998，我國上市公司高階主管薪酬決定因素之探討，中國財務學會年會暨學術研討會（1998）論文集，pp.925-943。

二、英文部份

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

Gaver, J., K. Gaver (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.

Gaver, J., K. Gaver (1995), "Compensation Policy and the Investment Opportunity Set", *Financial Management*, 24(1).

Hall, J. and J. Liebman (1998), "Are CEOs Paid like Bureaucrats," *Quarterly Journal of Economics*, 653-691.

Jensen, M. and K. J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-64.

Milliron J. (2000), "Board of Director Incentive Alignment and the Design of Executive Compensation Contracts", working paper.

Murphy, K. (1998), "Executives Compensation," in *Handbook of Labor Economics*, edited by O. Ashenfelter and D. Card, North-Holland Publishers.

Simth, C.W., and R. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 32, 262-292.