

# 中華管理評論 國際學報

Web Journal of Chinese Management Review

2018 年 2 月第二十一卷一期 • Vol. 21, No. 1, February 2018

## 高階管理者酬勞之探討：台灣與中國大陸電子產業之實證

汪進揚 張家恩

# 高階管理者酬勞之探討： 台灣與中國大陸電子產業之實證

汪進揚 張家恩

## 摘要

本研究旨在探討台海兩岸企業高階管理者酬勞水準，以及管理者酬勞與公司績效之關聯性。研究中以兩岸資訊電子公司為樣本，調查期間自 2007 至 2012 年。實證結果指出，在酬勞水準方面，台灣公司董事、CEO 酬勞高於大陸同產業公司；台灣公司董事、監察人及 CEO 酬勞於此期間內呈現穩定擺盪狀態，而大陸企業管理者酬勞則呈現逐年增加情形，顯示大陸公司逐漸重視高階管理人才。在管理者酬勞與公司績效關聯性方面，台灣公司董事、CEO 及監察人酬勞與資產報酬率、市場報酬率呈顯著正向關係，顯示公司績效為台灣公司決定管理者酬勞之重要因素；而大陸公司董事、CEO 及監察人酬勞並未與市場績效、會計績效有顯著關聯性，顯示績效並非大陸公司管理者酬勞之重要決定指標。

**關鍵詞：**管理酬勞、資產報酬率、市場報酬率、公司績效

## 壹、緒論

自1987年台灣宣布解嚴及開放大陸探親政策以來，台海兩岸競爭已由「軍事對抗」逐漸轉變為「經濟競爭」。在知識經濟時代，‘人’為最重要之經濟資源，人才競爭可謂是經濟競爭之前哨站；因此，吸引與留住優秀人才勢必成為兩岸經濟角力之場域。尤其，台灣與中國大陸具有同文、同種及地緣關係，人才流動幾無障礙；是以，可預期地，在兩岸敵意消除後，待遇或酬勞水準將躍上檯面，成為人才流向之重要推手。

為了洞察酬勞給付對兩岸企業競爭可能帶來之衝擊，本研究以兩岸企業高階管理者(董事、監察人、CEO)為研究對象，嘗試從酬勞面向，窺視兩岸企業在管理人才競爭上之發展趨勢。首先，本研究以管理人力市場(managerial labor market)為觀點，假定酬勞水準可反映管理人力素質；因此，願意提供或付得起高額酬勞者，將具有人才競爭優勢。依此觀點，本研究分析與比較台海兩岸公司董事、監察人與CEO之酬勞水準，以及發展趨勢。

其次，本研究以激勵理論、利益收斂理論為觀點，假定高階管理者薪酬與公司績效相連結可促使管理者(代理人)與所有者(主理人)利益相結合、提高管理者工作誘因，並據以探討台海兩岸高階管理者酬勞與公司績效之關聯性。在此方面，代理理論指出，在企業所有權與經營權分離情境下，由於管理者非百分百擁有企業，其僅具部分剩餘價值求償權與風險分擔責任，因此容易發生管理決策偏離股東目標之情形(Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; Agrawal and Mandelker, 1987)。為了減少代理問題(消極面)，以及提高優秀人才留任誘因、增加工作質量(積極面)，代理理論主張，當公司將決策權委託經理人時，應同時將經理人酬勞與公司績效作連結(Anderson and Bizjak, 2003; Holmstrom, 1979; Murphy and Zabojniki, 2004; Zhou, 1999; Randø y and Nielsen, 2002)。

由於資訊電子產業為台灣主要產業與競爭力來源(家數占台灣上市櫃公司之40%至50%)；因此，本研究以兩岸資訊電子公司為樣本，研究期間橫跨2007至2012六個年度。實證結果指出，台灣電子公司董事與CEO酬勞高於同產業之大陸公司，顯示台灣仍擁有吸引高階管理人才之酬勞競爭優勢。然從趨勢分析發現，台灣公司董事、監察人及CEO酬勞呈穩定擺盪態勢，而大陸企業管理者酬勞則呈逐年增加情形，值得台灣企業界注意。另中國大陸電子公司之監察人酬勞自2011起已超越台灣公司，反映出近年來中國大陸對肅貪、公司監理功能之重視。

此外，本研究亦發現，台灣資訊電子公司不論董事、CEO或監察人之酬勞均與公司會計績效、市場績效呈顯著正向關係，顯示台灣公司管理者酬勞之決定，會參考公司市場表現與實際經營績效。然本研究未發現，大陸電子公司董事、CEO或監察人酬勞與市場績效、會計績效具有顯著關連性，顯示大陸公司管理者酬勞

之決定與其實際貢獻有脫鉤情形，較難提供管理者工作誘因，不利公司之永續經營與發展。

本研究之其他部分列示如下：第貳部分為文獻探討與研究問題之說明；第參部分為研究設計與資料來源；第肆部分為實證結果與討論，主要包括兩岸公司管理者酬勞比較與分析，以及公司績效與管理者酬勞關係之檢測與討論；第伍部分為額外分析；最後部分為研究結論。

## 貳、文獻探討與研究問題

薪酬制度為公司治理之核心機制，健全的酬勞制度除可吸引、留住優秀人才，還能激勵工作士氣，提高工作品質與生產力(張峯銘, 2002; 吳美連與林俊毅, 2004)。Milkovich and Newman(2005)指出，在組織與員工關係中，薪酬為最核心之議題，組織可透過金錢吸引、激勵與留住員工。另從世界著名的瑞士洛桑管理學院將「經理人報酬」列為國家人才競爭力指標，亦可了解管理者酬勞水準對國家經濟發展影響力實不可小覷。

管理人力市場(managerial labor market)或勞動需求(labor demand)理論主張，管理者酬勞水準可有效反映企業人力供需狀況，使管理者與股東利益達到一致性(Chalmers, Koh, and Stapledon, 2006)。此論點指出，酬勞水準可反映企業對人力素質需求程度；當公司希望藉由聘任傑出管理人才帶來傑出績效時，自然必須付出相對額度之酬勞成本。因此，當勞動市場競爭激烈時，出手闊綽之企業自然比出不起高價之企業更具人才競爭優勢。

公平理論(equity theory)也引出“酬勞水準=人才素質”之相似論點。此理論認為員工會檢討自己與雇主交換事務價值之公平性，當其所獲得酬勞與所付出價值相等時，會感受到組織之公平性；而當其感受薪資被低付時(underpaid)，此不公平感覺會趨使其要求加薪，或以減少努力與付出(reduce inputs)等方式，消除不公平待遇或創造雙方公平之情境(Cowherd and Levine, 1992; Fong, 2010; Greenberg, 1993)。Wade, O'Reilly, and Pollock(2006)之實證結果支持此論點，他們發現當管理者酬勞被低付或相對被剝削時，管理者有較高比例之離職情形。<sup>1</sup>

至於何謂公平呢? Kanter(1987)指出，薪酬給付應強調員工對於組織之實質貢獻，而非工作本身之狀態；依據其所引述之調查，有高達90%的公司認為「績效」

---

<sup>1</sup> Adams(1963)認為薪資滿足源自於員工對薪資公平性之感受，此種感受來自「知覺」和「比較」的一種複雜過程，此過程會涉及以下四個因素：(1)工作投入(input)：為工作之付出與貢獻，如時間、心力、經驗、金錢、技術；(2)工作所得(outcomes)：為個人從工作所獲得之價值，包括薪資、成就、地位、福利；(3)參考或比較人物(comparison person)：工作者心目中比較之對象，可能是組織內或組織外的人物，亦可能是前任相同職位者；(4)公平與不公平(equity and inequity)：若個人之工作投入(或貢獻價值)與工作所得比率等於參考人物之比率時，則會感覺公平性，心境亦會達到公平狀態。

應是決定員工薪酬之最重要因素，並建議在設計薪酬制度時，採取績效薪酬觀念，即績效越好之公司，應給予員工越佳之待遇。Holmstrom(1979)認為經理人酬勞應和產出有對應關係，如此才能誘使經理人作出最大努力。Coughlan and Schmidt(1985)認為，股票價格可有效反映公司未來獲利能力，因此股票報酬可作為衡量管理當局創造公司價值之重要指標。

基此，有一系列研究主張管理者酬勞應與公司績效作緊密連結，認為‘酬勞績效敏感度’(pay-for-performance sensitivity)或‘酬勞績效關係’(pay-performance relationship)可作為酬勞制度良窳之判別基準(Grinstein and Hribar, 2004; Jeppson, Smith, and Stone, 2009; Kim, 2010; Lin, Kuo, and Wang, 2013; Ozkan, 2007; Sun and Cahan, 2009)。這些研究認為將管理者酬勞與公司績效相連結具有以下意涵：(1)管理者依貢獻領取酬勞，不會侵犯其他關係團體利益，可降低管理階層自肥問題；(2)以貢獻決定酬勞符合勞動市場價格競爭原則，具有吸引優秀人才作用；(3)依工作績效給予酬勞可激發工作意願，增加公司財富，創造代理人(經理人)與主理人(股東)雙贏局面。

文獻上，‘酬勞績效敏感度’方面的研究大多以執行長(CEO)為探討焦點。早期一些研究(或調查期間較早之研究)並未發現 CEO 酬勞與公司績效具有明顯關聯性或僅具有微弱關係，這些研究認為，CEO 會運用權力提高酬勞，從中獲取經濟利益(管理者利益榨取理論)。例如，Grinstein and Hribar(2004)以 1993 至 1999 年 327 家美國公司為樣本，發現公司 CEO 酬勞與公司績效之敏感度極低；該研究認為，公司董事會多半利用主觀判斷方式決定 CEO 酬勞，欠缺對經營績效之考量。而 Madura, Martin, and Jessel(1996)也未發現 CEO 酬勞與股東權益報酬率(ROE)具有顯著關聯性。

而近期之研究大多發現，CEO 酬勞與公司績效具有顯著關聯性，顯示連結管理者酬勞與公司績效已為大部分公司所遵循之最佳實務(best practice)。然實證研究顯示，管理者酬勞所連結之績效指標可能具有差異性。例如，Ozdemir and Upneja(2011)以 2002 至 2008 美國旅館業(一般旅館與汽車旅館)之 12 家公司為研究樣本，實證結果發現，CEO 酬勞僅與經營績效(ROA)呈顯著關聯性。Ke, Petroni, and Safieddine(1999)以 1994 至 1996 年美國 114 家非公開發行(closely held)產險公司與 53 家公開發行(public held)產險公司為研究樣本，研究結果發現，公開發行公司之 CEO 酬勞與公司績效具有顯著關聯性，而非公開發行公司並未採用會計績效或其他客觀指標作為評估 CEO 酬勞之依據，因此該研究認為這些非公開發行公司所制定之酬勞契約並非對主理人最為有利者。Ozkan(2007)以 2003 及 2004 年英國倫敦交易所 414 家上市公司為樣本，實證結果發現，CEO 酬勞與實質經營績效(銷貨收入)呈顯著關聯性，其與市場績效(市場報酬)則不具有顯著關係，顯示這些公司較重視公司實際經營績效。

另有些研究發現，管理者酬勞與市場績效較具連結性。例如，Brick, Palmon, and Wald(2006)以1992至2001年美國1,163家上市公司為樣本，研究結果發現，CEO酬勞僅與市場績效呈顯著關聯性。洪玉舜與王泰昌(2005)以台灣公司為研究樣本，實證結果指出，CEO酬勞與市場績效之關係大於其與會計績效之關係。Randoy and Nielsen(2002)以1998年瑞典104家及挪威120家公司為研究樣本，實證結果指出：(1)瑞典CEO酬勞顯著高於挪威CEO酬勞；(2)二國CEO酬勞與公司市場績效(市場報酬率)均具顯著關聯性，而與會計績效(股東權益報酬率)則不具顯著關係，顯示資本市場表現較受到重視。Zhou(1999)以1991至1994年加拿大365家與美國675家公司為研究樣本，實證結果發現，加拿大CEO酬勞不但遠低於同產業之美國CEO酬勞，且其CEO酬勞與公司市場績效關聯性遠低於同產業之美國公司。該研究認為，管理者酬勞與公司績效脫鉤是造成加拿大公司經營績效低落之主要原因。

從上述文獻探討可知，雖酬勞之決定並無放諸四海而皆準之準則，然大部分文獻支持‘酬勞水準’與‘酬勞績效關係’會影響公司人才進用與工作表現，進而影響公司發展，亦即此兩項指標可作為公司競爭力或發展之領先指標。由於台灣與中國大陸不但屬於同文同種，且具有特殊之地緣關係，在台海敵意逐漸消失後，「經濟競爭」將成為兩岸實力消長之決定因素。為了洞察兩岸經濟競爭之發展趨勢，本研究乃嘗試從酬勞面向，分析與比較台海兩岸公司董事、監察人與CEO酬勞水準，以及酬勞與公司績效之關聯性，以窺視兩岸企業競爭力發展。

## 參、資料與研究設計

### 一、樣本與資料來源

為探討台灣與中國大陸公司董事、監察人及執行長之酬勞水準，以及酬勞與公司績效之關聯度，本研究以2007至2012年兩岸電子資訊產業上市公司為對象。相關資料取自台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)之台灣與中國資料庫。此段期間台灣電子資訊產業「公司年」之觀察值共4,827筆，扣除相關變數資料缺漏數888筆後，分析樣本共3,939筆觀察值。而此期間中國大陸相同產業「公司年」之觀察值共882筆，扣除相關變數資料缺漏數224筆後，分析樣本共658筆觀察值。

### 二、研究設計

如前文所述，本研究主要從「酬勞水準」與「酬勞績效敏感度」二個角度，比較兩岸企業高階管理者酬勞給與情形，以窺視兩岸人才競爭之發展態勢。在酬勞水準方面，研究中以兩岸企業董事、監察人、以及CEO酬勞之發展態勢為分析焦點，採樣本中位數與平均數作為觀察。在酬勞績效敏感度方面，本研究採用下述迴歸模式作為分析方法。因變數為管理者酬勞(COMP)，主要解釋變數為公司績效(ROA：資產報酬率；RET：市場報酬率)、兩岸虛擬變數(CULT)、以及公司績效與兩岸虛擬變數交叉項。為了避免實證結果受到公司特性之影響，實證模式納入

公司規模(SIZE)、融資程度(LEV)與董事人數(BOARD)作為控制變數。另參考以往研究結果，亦納入董監持股比率(SH\_D&S)、經理人持股比率(SH\_CEO)、法人持股比率(SH\_INS)、大股東持股比率(SH\_BIG)與外部董事比率(OUT)等公司治理變數作為控制。

$$COMP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 RET_{i,t-1} + \beta_3 CULT_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \times CULT_{i,t-1} + \beta_5 RET_{i,t-1} \times CULT_{i,t-1} + \beta_6 SH\_D\&S_{i,t-1} + \beta_7 SH\_CEO_{i,t-1} + \beta_8 SH\_INS_{i,t-1} + \beta_9 SH\_BIG_{i,t-1} + \beta_{10} OUT_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \beta_{12} BOARD_{i,t-1} + \beta_{13} SIZE_{i,t-1} + \sum_{n=2008}^{2012} \gamma_n YEAR_n + \varepsilon_{i,t}$$

此處， $COMP_{i,t}$  為 i 公司 t 年管理者(董事、監察人或執行長)酬勞水準； $ROA_{i,t-1}$  為 i 公司 t-1 年資產報酬率(參考以往研究，採遞延一期方式)； $RET_{i,t-1}$  為 i 公司 t-1 年市場報酬率； $CULT$  為兩岸虛擬變數(台灣公司=1，大陸公司=0)； $SH\_D\&S$  為董監持股比率； $SH\_CEO$  為經理人持股比率； $SH\_INS$  為法人持股比率； $SH\_BIG$  為大股東持股比率； $OUT$  為獨立董事比率； $LEV$  為負債比率； $BOARD$  為董事會席次； $SIZE$  為公司規模； $YEAR$  為年度虛擬變數。

## 二、變數操作性定義

### (一)因變數

管理者酬勞(COMP)為因變數，衡量方式參考以往研究，採團隊總酬勞(千元)取自然對數之作法(Sloan, 1993; Brick et al., 2006)。管理者酬勞(COMP)區分為董事、CEO 與監事三類；其中，在 CEO 方面，由於台灣酬勞公開資料僅有總經理及副總經理酬勞合計數，為了便於兩岸比較，本研究將兩岸 CEO 酬勞均以總經理及副總經理酬勞之合計數作為衡量。

### (二)解釋變數

#### 1. 資產報酬率(ROA)

資產報酬率為衡量企業經營績效最常用之會計指標；本研究參考以往大部分研究之作法，採前一年稅前息前折舊前總資產報酬率作為衡量。如酬勞能反映公司經營績效，則資產報酬率與管理者酬勞將呈正向關係。

#### 2. 市場報酬率(RET)

文獻指出，股票價格可有效反映公司未來獲利能力，因此股票報酬可作為衡量管理團隊創造公司價值之重要指標。如酬勞可反映市場績效，則市場報酬率與管理者酬勞將呈正向關係。

#### 3. 兩岸虛擬變數(CULT)

用以表示樣本公司來源；變數值=1，表示樣本公司為台灣公司；=0，為大陸公司。

### 3. 公司績效×兩岸虛擬變數(ROA×CULT；RET×CULT)

用以檢測台灣與中國大陸公司在管理者酬勞與公司績效關係之差異情形；當此交叉變數與管理者酬勞呈正向關係時，表示台灣公司之酬勞績效敏感度高於大陸公司。

## (三) 控制變數

### 1. 董監事持股比率(SH\_D&S)

以「董事與監事持股合計數」除以「總股數」作為衡量。以往研究傾向支持，董監持股會影響其監督CEO強度，當董監持股愈多時，CEO酬勞愈低(Ozkan, 2007；吳政穎, 2000)；因此，本研究預期董監事持股比率(SH\_D&S)與CEO酬勞成負向關係。然在對自身(董事、監察人)酬勞之影響上，由於以往較少探究此議題，因此本研究不作特定關係之預期。

### 2. 經理人持股比率(SH\_MAN)

以「公司經理人或集團經理人持股合計數」除以「總股數」作為衡量。以往有些研究發現，經理人持股比率與CEO酬勞水準成正向關係(Chung and Pruitt, 1996；Holderness and Sheehan, 1988)，支持管理者權力論點，亦即當CEO持股較多(權力較大)時，會運用權力圖利自己，增加酬勞(Anderson and Bizjak, 2003；Ghosh and Sirmans, 2005；Li and Qian, 2011；Randøy and Nielsen, 2002)。另有些研究有相反發現，支持利益收斂論點，認為當經理人持股增加時，管理者與其他股東利益會愈趨一致性，降低自肥動機(Allen, 1981；Chalmers et al., 2006；Ghosh and Sirmans, 2005)。由於不論理論主張或實證結果均有極大差異，因此本研究不預期「經理人持股比」對董事、監察人與執行長酬勞之影響方向。

### 3. 法人持股比率(SH\_INST)

衡量方式採「法人持股合計數」除以「總股數」(TEJ 資料庫定義之法人包括政府機構、本國金融機構、本國信託基金、本國公司法人、本國其他法人、僑外金融機構、僑外法人與僑外信託基金)。以往有些研究發現，法人持股增加有助於降低CEO酬勞(Fahlenbrach, 2009；Ozkan, 2007)，支持「有效監督假說」，即機構投資人持股越多，監督力愈強。而有些研究則有相反之發現，支持「策略聯盟假說」，認為機構投資人會傾向與CEO合作，圖利CEO(Sundaramurthy et al., 2005)。因此，本研究不預期法人持股比率與管理酬勞之關係方向。

### 4. 外部大股東持股比率(SH\_BIG)



以當年度排名前 10 名之主要股東持股合計數除以總股數作為衡量(董監事及經理人持股不納入大股東持股率之計算)。理論上,外部大股東會關心自身權益,當持股率愈高時,代表監督力量愈大,會傾向限縮管理階層薪酬。實證研究亦大都支持此論點(Kim, 2010; 鄭志剛、孫娟娟, 2012); 因此,本研究預期外部大股東持股比率對董事、監察人與執行長酬勞有負向影響。

#### 5.獨立董事比率(IND)

以「獨立董事席次」占「董事總席次」作為衡量。文獻上,在此方面有不同觀點。有些研究支持「有效監督假說」,發現獨立董事比率越高,對 CEO 薪酬把關越嚴(Fahlenbrach, 2009)。有些研究則發現獨立董事比率與 CEO 薪酬成正向關係,他們認為獨立董事對公司實務較欠嫻熟,因此獨立董事越多反而監督力量越為薄弱(Ozdemir and Upneja, 2011)。然大部分研究並未發現其間存在一定關連性(Fong, 2010; Ghosh and Sirmans, 2005; Grinstein and Hribar, 2004; Li and Qian, 2011)。因此,本研究不預期「獨立董事比率」對董事、監察人與執行長酬勞之影響方向。

#### 6.負債比率(LEV)

以「負債總額」除以「資產總額」作為衡量。理論上,負債比率與管理酬勞並無直接關連性,然其為企業經營績效及營運風險之重要決定因素,因此許多研究將其納為控制變數(Ghosh and Sirmans, 2005; Randoy and Nielsen, 2002)。本研究參考這些文獻之作法,亦納入此變數作為控制,且不預期負債比率對董事、監察人與執行長酬勞之影響方向。

#### 7.董事會規模(BOARD)

以董事會總席次作為衡量。文獻在董事會規模與 CEO 酬勞關連性檢測上,有不一致之實證結果。有些研究發現,董事會規模較大之公司,有較高之 CEO 酬勞;支持董事會規模越大,決策效率越差之論點(Ghosh and Sirmans, 2005; Ozkan, 2007)。有些研究發現,董事會規模較大之公司,其 CEO 酬勞較低(Fahlenbrach, 2009; Grinstein and Hribar, 2004)。另有些研究未發現其間具有顯著關連性(Ozdemir and Upneja, 2011)。因此,本研究不預期「董事會規模」對監察人與執行長酬勞之影響方向。至於董事酬勞方面,理論上董事會人數越多,酬勞給付會越高;因此,本研究預期「董事會規模」對董事酬勞有正向影響。

#### 9.公司規模(SIZE)

以總資產取自然對數作為衡量。理論與實證研究大多支持公司規模與 CEO 酬勞呈正向關係,亦即公司規模越大,CEO 酬勞越高(Chalmers et al., 2006; Fong, 2010; Jackson et al., 2008; Jeppson et al., 2009; Murphy and Sandino, 2010;

Ozdemir and Upneja, 2011; Randoy and Nielsen, 2002)。因此，本研究預期公司規模對董事、監察人與執行長酬勞有正向影響。

## 肆、實證結果與討論

### 一、敘述性統計量

表 1 列示本研究變數之敘述性統計量；panel A 為台灣樣本，而 panel B 為中國大陸樣本。在台灣方面，公司董事酬勞總額(台幣)取自然對數之平均值(COMP\_DIR)為 13.852，CEO 酬勞總額取自然對數之平均值(COMP\_CEO)為 16.223，監察人酬勞總額取自然對數之平均值(COMP\_SUP)為 12.515。平均資產報酬率(ROA)為 3.329%，平均市場報酬率(RET)為 20.539%。平均負債比率(LEV)為 39.201%。平均董監持股比率(SH\_D&S)為 21.704%，平均經理人持股比率(SH\_CEO)為 2.158%，平均法人持股比率(SH\_INST)為 32.885%，平均大股東持股比率(SH\_BIG)為 18.151%。平均獨立董事比率(OUT)為 0.214，表示公司董事會中約有五分之一成員屬於獨立董事。平均董事會規模(BOARD)為 6.557，顯示公司平均約有 7 席董事。平均公司規模(SIZE)數值為 15.113。

在大陸方面，公司董事總酬勞(人民幣)取自然對數之平均值(COMP\_DIR)為 12.168，CEO 總酬勞取自然對數之平均值(COMP\_CEO)為 10.658，監察人總酬勞取自然對數之平均值(COMP\_SUP)為 12.109。平均資產報酬率(ROA)為 5.376%，平均市場報酬率(RET)為 32.875%。平均負債比率(LEV)為 35.922%、平均董監持股比率(SH\_D&S)為 13.590%、平均經理人持股比率(SH\_CEO)為 0.534%、平均法人持股比率(SH\_INST)為 13.414%，均低於台灣公司。而平均大股東持股比率(SH\_BIG)為 58.403%、平均獨立董事比例(OUT)為 0.362(董事中約有 36%屬於獨立董事)、平均董事會規模(BOARD)為 8.989(約 9 個董事)，則高於台灣公司；另平均公司規模(SIZE)為 14.299。

表1 敘述性統計量

panel A (台灣樣本)	平均數	標準差	25%	50%	75%
COMP_DIR	13.852	3.424	13.350	14.630	15.565
COMP_CEO	16.223	1.504	15.606	16.205	16.918
COMP_SUP	12.515	3.449	12.078	13.329	14.281
ROA(%)	3.329	4.610	-0.040	9.190	13.172
RET(%)	20.539	103.403	-39.982	-9.482	33.803
LEV(%)	39.201	38.630	17.156	26.020	51.400
SH_D&S(%)	21.704	18.110	12.160	13.486	27.270
SH_M(%)	2.158	1.130	0.300	2.891	2.900
SH_INST(%)	32.885	29.270	16.460	20.984	46.940
SH_BIG(%)	18.151	16.360	10.780	10.501	23.360
OUT	0.214	0.286	0.000	0.165	0.333
BOARD	6.557	7.000	5.000	6.540	7.000
SIZE	15.113	14.955	13.770	14.211	15.816
panel B (大陸樣本)					
COMP_DIR	12.168	1.950	11.918	12.206	12.948
COMP_CEO	10.658	5.489	11.983	13.119	13.766
COMP_SUP	12.109	2.564	12.059	12.588	13.110
ROA(%)	5.376	9.054	2.408	5.385	8.743
RET(%)	32.875	97.444	-35.079	0.000	83.281
LEV(%)	35.922	22.013	17.820	35.055	49.045
SH_D&S(%)	13.590	21.327	0.000	0.085	25.045
SH_M(%)	0.534	1.554	0.000	0.000	0.090
SH_INST(%)	13.414	20.502	0.000	0.425	20.755
SH_BIG(%)	58.403	17.351	46.190	60.010	73.243
OUT	0.362	0.333	0.064	0.333	0.377
BOARD	8.989	1.631	8.000	9.000	10.000
SIZE	14.299	1.043	12.206	13.626	14.842

註：COMP\_CEO=CEO 及副總酬勞；ROA=資產報酬率；RET=市場報酬；LEV=負債比率；SH\_D&S=董監持股比率；SH\_M=經理人持股比率；SH\_INST=法人持股比率；SH\_BIG=大股東持股比率；OUT=獨立董事比率；BOARD=董事會規模；SIZE=公司規模。

## 二、兩岸董事、監察人與 CEO 酬勞

為了觀察董事、監察人與 CEO 酬勞變動趨勢，本單元僅以 2007 至 2012 期間均有完整酬勞資料之公司為分析對象。在台灣樣本方面，共有 565 家公司；在大陸樣本方面，共有 73 家公司。分別以平均數與中位數(中位數可避免極端數值之影響)分析各年董事、CEO 與監察人酬勞變化如下：

### (一)董事酬勞

台灣公司方面，平均董事酬勞(以台幣為衡量單位)如下：2007 為 7,453 仟元、2008 為 4,540 仟元、2009 為 5,091 仟元、2010 為 6,541 仟元、2011 為 5,344 仟元、2012 為 5,288 仟元，繪示如圖 1。中國大陸公司平均董事酬勞(以人民幣為衡量單位)如下：2007 為 230 仟元、2008 為 248 仟元、2009 為 280 仟元、2010 為 272 仟元、2011 為 425 仟元、2012 為 476 仟元，繪示如圖 2。為了便於兩岸酬勞比較，進一步以 TEJ 資料庫所提供之台幣對人民幣各年年底匯率 (2007: 4.442364; 2008: 4.80069; 2009: 4.707843; 2010: 4.417858; 2011: 4.804502; 2012: 4.655711)，將大陸酬勞換算為台幣仟元，並繪示如圖 3。

台灣公司各年度董事酬勞之中位數如下(以台幣為衡量單位)：2007 為 3,002 仟元、2008 為 1,836 仟元、2009 為 1,895 仟元、2010 為 2,226 仟元、2011 為 1,980 仟元、2012 為 1,691 仟元，繪示如圖 10。大陸公司各年度董事酬勞之中位數如下(以人民幣為衡量單位)：2007 為 150 仟元、2008 為 154 仟元、2009 為 180 仟元、2010 為 180 仟元、2011 為 220 仟元、2012 為 286 仟元，並繪示如圖 11。台灣與大陸之比較如圖 12。

從上述酬勞趨勢圖可瞭解，台灣公司董事總酬勞高於中國大陸公司(不論平均數或中位數)。台灣公司董事酬勞除在 2008 年爆發金融危機時，有明顯酬勞減少外，基本上維持穩定擺盪狀態；而大陸公司董事酬勞則呈現逐年向上調整情形，顯示大陸公司有逐漸重視董事會功能之趨勢。

### (二)CEO 酬勞

如前所述，由於台灣酬勞公開資料僅有總經理及副總經理酬勞合計數；因此，本研究以總經理及副總經理合計酬勞作為 CEO 酬勞之衡量。在台灣方面，各年 CEO 酬勞(以台幣為衡量單位)如下：2007 為 29,382 仟元、2008 為 20,620 仟元、2009 為 21,219 仟元、2010 為 16,115 仟元、2011 為 25,355 仟元、2012 為 24,032 仟元，繪示如圖 4。大陸公司各年 CEO 酬勞(以人民幣為衡量單位)如下：2007 為 633 仟元、2008 為 882 仟元、2009 為 791 仟元、2010 為 958 仟元、2011 為 1,170 仟元、2012 為 1,162 仟元，繪示如圖 5。另依各年匯率將大陸公司酬勞換算為台幣仟元，繪示比較圖於圖 6。

台灣公司各年度 CEO 酬勞之中位數如下：2007 為 12,610 仟元、2008 為 10,425 仟元、2009 為 10,213 仟元、2010 為 11,077 仟元、2011 為 10,845 仟元、2012 為 10,857 仟元，繪示如圖 13。大陸公司各年 CEO 酬勞之中位數如下(以人民幣為衡量單位)：2007 為 384 仟元、2008 為 360 仟元、2009 為 474 仟元、2010 為 539 仟元、2011 為 605 仟元、2012 為 732 仟元，繪示如圖 14。台灣與大陸之比較如圖 15。

從這些圖示可發現，台灣公司 CEO 酬勞明顯大於中國 CEO 酬勞。台灣公司 CEO 酬勞與董事酬勞呈現相當吻合之發展趨勢，維持同向穩定擺盪狀態，而中國大陸公司 CEO 酬勞則呈現逐年大幅成長情形。

### (三) 監察人酬勞

台灣公司各年度平均監察人酬勞(以台幣為衡量單位)如下：2007 為 1,985 仟元、2008 為 1,295 仟元、2009 為 1,456 仟元、2010 為 1,965 仟元、2011 為 1,550 仟元、2012 為 1,344 仟元，繪示如圖 7。中國大陸公司各年度平均監察人酬勞(以人民幣為衡量單位)如下：2007 為 304 仟元、2008 為 308 仟元、2009 為 337 仟元、2010 為 378 仟元、2011 為 465 仟元、2012 為 514 仟元，繪示如圖 8。另依各年匯率將中國大陸酬勞換算為台幣仟元後，繪示比較圖於圖 9。

台灣公司各年度監察人酬勞之中位數如下(以台幣為衡量單位)：2007 為 840 仟元、2008 為 512 仟元、2009 為 543 仟元、2010 為 684 仟元、2011 為 560 仟元、2012 為 489 仟元，描繪如圖 16。大陸公司各年度監察人酬勞之中位數如下(以人民幣為衡量單位)：2007 為 247 仟元、2008 為 246 仟元、2009 為 250 仟元、2010 為 286 仟元、2011 為 332 仟元、2012 為 364 仟元，繪示如圖 17。台灣與大陸之比較如圖 18。

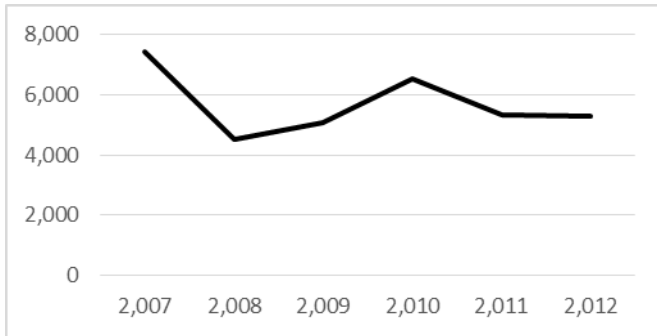


圖 1 台灣公司樣本平均董事酬勞(台幣仟元)

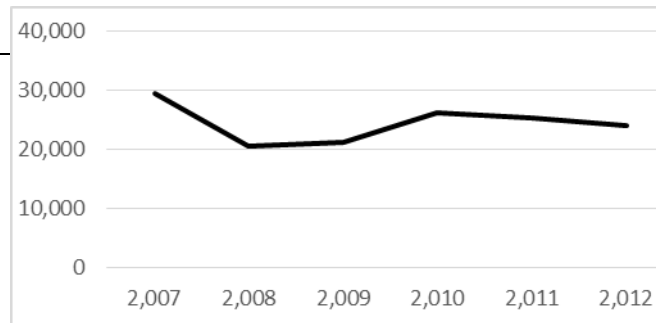


圖 4 台灣公司樣本平均 CEO 酬勞(台幣仟元)

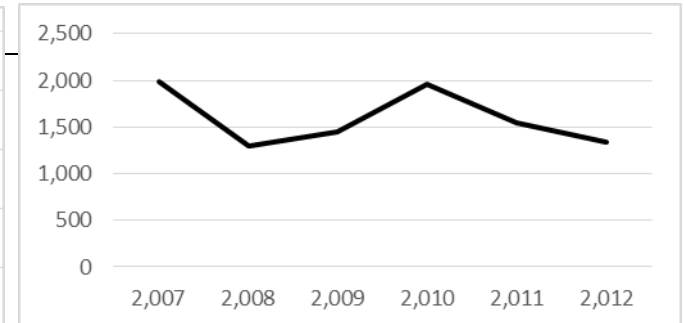


圖 7 台灣公司樣本平均監事酬勞(台幣仟元)

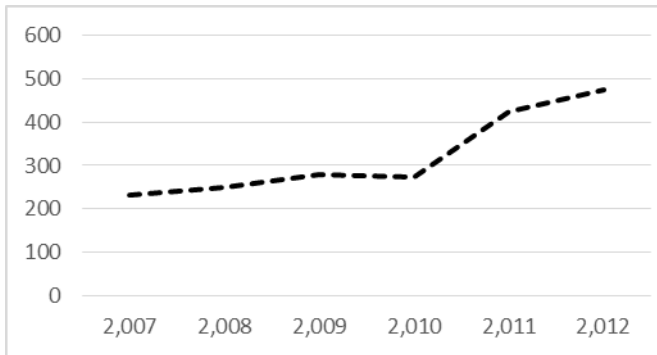


圖 2 大陸公司樣本平均董事酬勞(人民幣仟元)

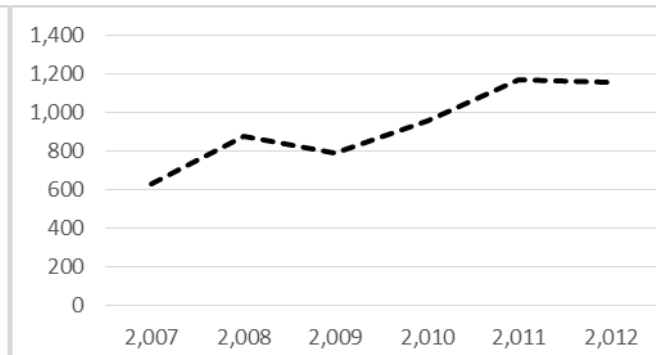


圖 5 大陸公司樣本平均 CEO 酬勞(人民幣仟元)

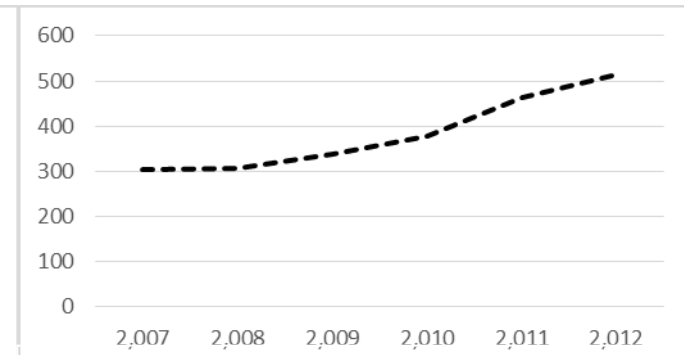


圖 8 大陸公司樣本平均監事酬勞(人民幣仟元)

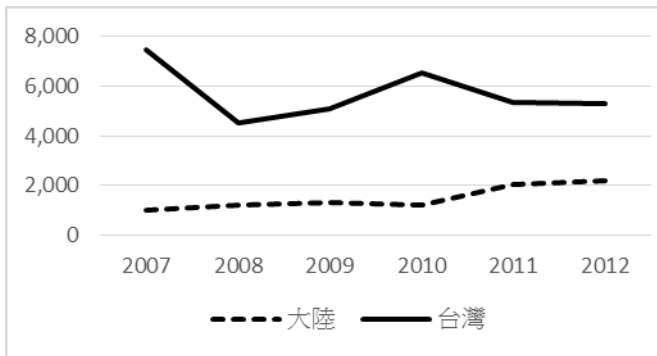


圖 3 兩岸公司樣本平均董事酬勞比較(台幣仟元)

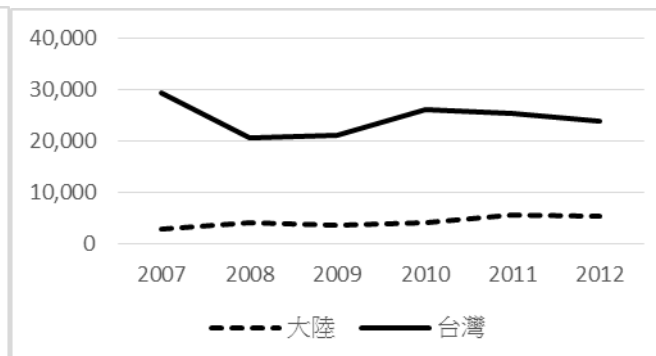


圖 6 兩岸公司樣本平均 CEO 酬勞比較(台幣仟元)

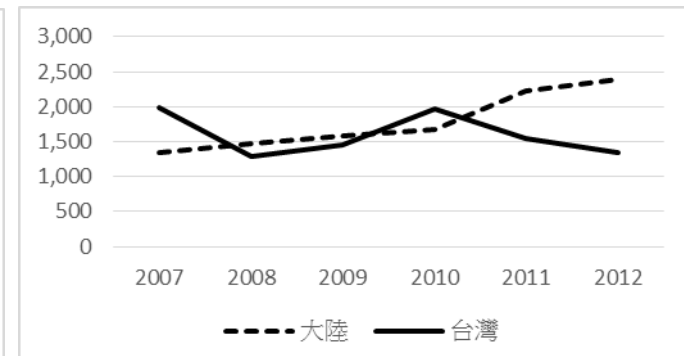


圖 9 兩岸公司樣本平均監事酬勞比較(台幣仟元)

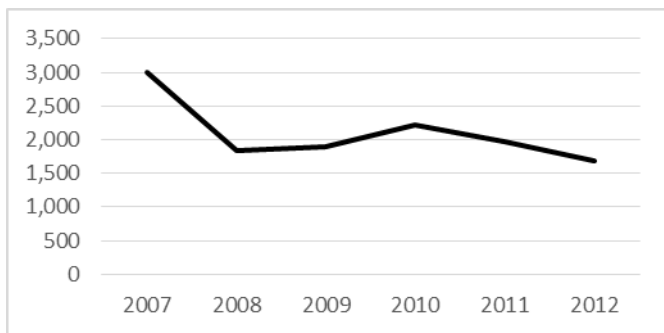


圖 10 台灣公司樣本董事酬勞中位數(台幣仟元)

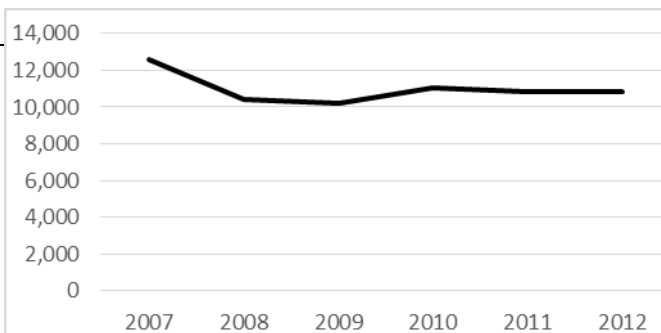


圖 13 台灣公司樣本 CEO 酬勞中位數(台幣仟元)

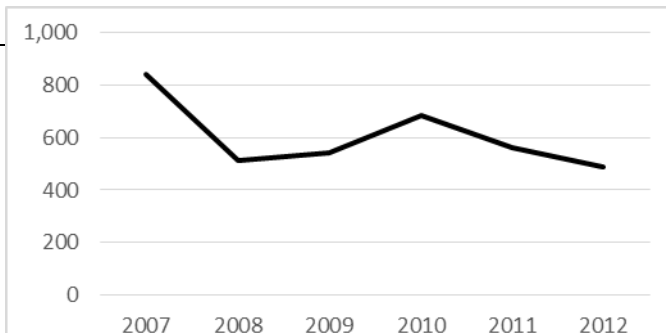


圖 16 台灣公司樣本監事酬勞中位數(台幣仟元)

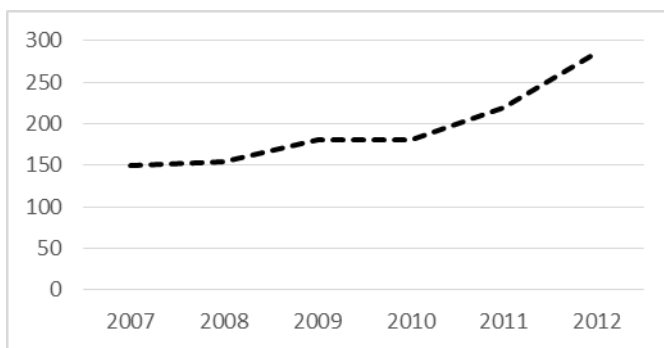


圖 11 大陸公司樣本董事酬勞中位數(人民幣仟元)

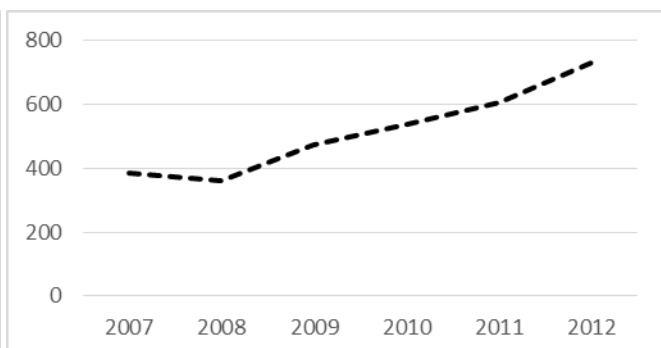


圖 14 大陸公司樣本 CEO 酬勞中位數(人民幣仟元)

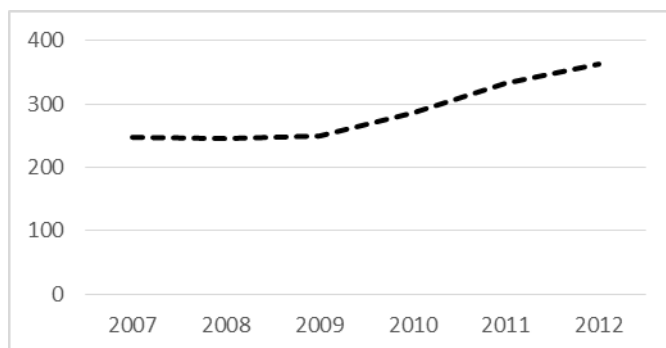


圖 17 大陸公司樣本監事酬勞中位數(人民幣仟元)

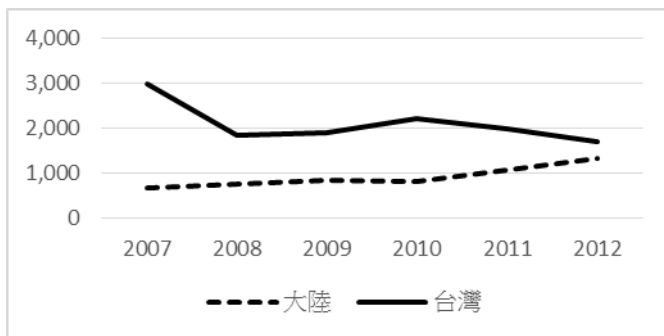


圖 12 兩岸公司樣本董事酬勞中位數比較(台幣仟元)

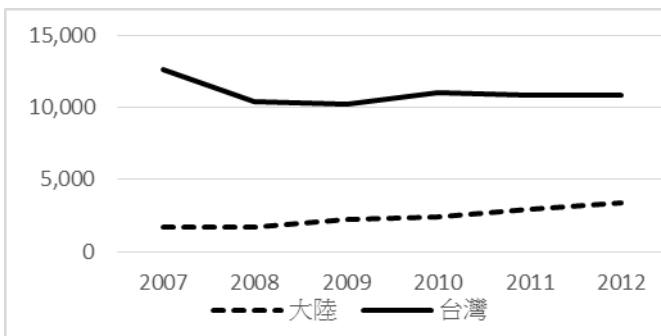


圖 15 兩岸公司樣本 CEO 酬勞中位數比較(台幣仟元)

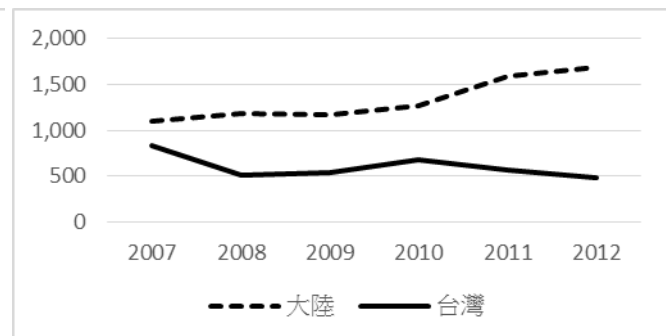


圖 18 兩岸公司樣本監事酬勞中位數比較(台幣仟元)

### 三、管理者酬勞與公司績效關聯性

本單元檢測兩岸企業管理者酬勞與公司績效之關聯性，實證結果彙整於表 2 至表 4。

#### (一)董事酬勞與公司績效

表 2 彙整董事酬勞與公司績效關聯性之實證結果。在台灣公司方面(A 欄)，整體模式達顯著性( $F=122.712$ ,  $p<0.001$ )，解釋力(Adjusted  $R^2$ )為 31.7%。主要實證結果(酬勞績效敏感度)顯示，資產報酬率(ROA)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著正向關係(係數=0.044,  $t=17.608$ )，顯示公司資產報酬率越高，董事酬勞越多。另市場報酬率(RET)亦與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著正向關係(係數=0.001,  $t=3.172$ )，即市場報酬率越高，董事酬勞亦越多。

在控制變數方面，負債比率與董事酬勞呈顯著負向關係(係數=-0.009,  $t=-4.678$ )，顯示債務較高之公司，其董事酬勞較低。董監持股比率(SH\_D&S)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著負向關係(係數=-0.024,  $t=-8.254$ )，顯示董監事持股比率較高之公司有較低之董事酬勞水準。法人持股比率(SH\_INST)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著正向關係(係數=0.004,  $t=1.940$ )，顯示法人持股較多之公司，其董事酬勞較高。

大股東持股比率(SH\_BIG)與董事薪酬(COMP\_DIR)呈顯著負向關係(係數=-0.017,  $t=-4.974$ )，顯示大股東持股較多之公司會限縮董事酬勞，符合預期方向。獨立董事(OUT)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著正向關係(係數=2.185,  $t=11.841$ )，亦即外部董事比率較多之公司，其花費在董事功能之酬勞相對較多，支持獨立董事越多反而監督力量越薄弱之論點(Ozgun and Upneja, 2012)。

董事會規模(BOARD)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著正向關係(係數=0.277,  $t=13.379$ )，顯示董事會規模越大，董事酬勞越多，符合預期推論方向。公司規模(SIZE)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈顯著正向關係(係數=0.433,  $t=13.763$ )，顯示公司規模越大，所支付之董事酬勞亦越多，亦符合預期方向。

在中國大陸公司方面(B 欄)，整體模式亦達顯著性( $F=2.463$ ,  $p=0.002$ )，整體解釋力(Adjusted  $R^2$ )為 3.2%。主要實證結果(酬勞績效敏感度)顯示，不論會計績效(ROA)或市場績效(RET)均與董事酬勞不具顯著關連性。在控制變數方面，具有顯著關係者有董監持股比率(SH\_D&S)、法人持股比率(SH\_INST)、獨立董事比率(OUT)與董事會規模(BOARD)四個變數。董監持股比率(SH\_D&S)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈正向關係(係數=0.012,  $t=2.784$ )，顯示董監事持股較多之公司，其支付董事酬勞較多，同台灣實證結果。法人持股比率(SH\_INST)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈正向關係(係數=0.008,  $t=1.873$ )，顯示法人持股率較高公司，其董事酬勞總支出亦較高，同台灣實證結果。獨立董事比率(OUT)與董事酬勞



(COMP\_DIR)呈正向關係(係數=2.594,  $t=2.067$ )，顯示獨立董事較多之公司，其董事酬勞支出較高，同台灣實證結果。董事會規模(BOARD)與董事酬勞(COMP\_DIR)呈正向關係(係數=0.182,  $t=3.568$ )，即董事席次越多，董事酬勞支出越多，亦同台灣實證結果。

為了進一步檢測台灣與中國大陸企業之管理者酬勞績效敏感度是否具有顯著差異性，本研究將二樣本合併，並於模式中加入兩岸虛擬變數(CULT)、資產報酬率與兩岸虛擬變數交叉項(ROA×CULT)、市場報酬率與兩岸虛擬變數交叉項(RET×CULT)，實證結果彙整於C欄。主要實證結果顯示，ROA×CULT交叉項對董事酬勞有顯著正向影響(係數=0.034,  $t=4.068$ )，支持台灣公司董事酬勞對會計績效敏感度顯著高於大陸公司。而RET×CULT交叉項對董事酬勞並無顯著正向影響(係數=0.001,  $t=0.669$ )，不支持台灣公司董事酬勞對市場績效敏感度顯著高於大陸公司。

## (二)CEO 酬勞與公司績效

表3彙整CEO酬勞與公司績效關連性之實證結果。在台灣公司方面(A欄)，整體模式達顯著性( $F=18.238$ ,  $p<0.001$ )，解釋力(Adjusted  $R^2$ )為40.6%。主要實證結果顯示，資產報酬率(ROA)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著正向關係(係數=0.009,  $t=7.028$ )，即公司資產報酬率越大，CEO領取酬勞越多。市場報酬率(RET)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著正向關係(係數=0.000,  $t=1.931$ )，顯示公司市場報酬表現越佳，CEO酬勞亦越高。

在控制變數方面，負債比率(LEV)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著負向關係(係數=-0.003,  $t=-3.412$ )，顯示負債較多之公司，其CEO酬勞較低。董監持股比例(SH\_D&S)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著負向關係(係數=-0.020,  $t=13.497$ )，顯示董監持股率較高之公司，其CEO酬勞較低，符合預期推論。經理人持股比例(SH\_CEO)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著正向關係(係數=0.030,  $t=5.470$ )，顯示經理人持股較多時，CEO酬勞會較高，支持經理人權力理論。法人持股比例(SH\_INST)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著正向關係(係數=0.011,  $t=10.108$ )，顯示法人持股率較高之公司，其CEO酬勞較高，支持「策略聯盟假說」(Sundaramurthy et al., 2005)。

大股東持股比例(SH\_BIG)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著負向關係(係數=-0.015,  $t=-8.783$ )，顯示外部大股東會傾向壓低CEO酬勞，符合研究預期。董事規模(BOARD)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著正向關係(係數=0.044,  $t=4.121$ )，顯示董事會規模越大公司，其CEO酬勞越多。公司規模(SIZE)與CEO酬勞(COMP\_CEO)呈顯著正向關係(係數=0.399,  $t=24.600$ )，顯示規模較大之公司，其CEO酬勞相對較高，支持以往研究結果。

在大陸公司方面(B 欄)，整體模式達顯著性( $F=8.092$ ,  $p<0.001$ )，整體解釋力(Adjusted  $R^2$ )達 13.9%。實證結果指出，不論會計績效(ROA)或市場績效(RET)均與 CEO 酬勞不具顯著關連性。在控制變數方面，具有顯著關係者有董監持股比率(SH\_D&S)、經理人持股比率(SH\_CEO)、法人持股比率(SH\_INST)與公司規模(BOARD)四個變數。董監持股比率(SH\_D&S)與 CEO 酬勞(COMP\_CEO)呈負向關係(係數=-0.063,  $t=-5.440$ )，顯示董監事持股比率較高之公司，其 CEO 酬勞較低，符合研究預期。

經理人持股比率(SH\_CEO)與 CEO 酬勞(COMP\_CEO)呈正向關係(係數=0.794,  $t=5.840$ )，顯示經理人持股較多之公司，其 CEO 酬勞較多，同台灣實證結果。法人持股比率(SH\_INST)與 CEO 酬勞(COMP\_CEO)呈負向關係(係數=-0.058,  $t=-4.830$ )，顯示法人持股率較高之公司，其 CEO 酬勞較低，支持「有效監督假說」(Fahlenbrach, 2009; Ozkan, 2007)，此結果與台灣實證結果相反。公司規模(SIZE)與 CEO 酬勞(COMP\_CEO)呈正向關係(係數=0.877,  $t=4.046$ )，實證結果與台灣相同。

C 欄模式用以檢測台灣與中國大陸企業之 CEO 酬勞績效敏感度是否具有顯著差異性，實證結果顯示， $ROA \times CULT$  交叉項對 CEO 酬勞有顯著正向影響(係數=0.020,  $t=2.849$ )，支持台灣公司 CEO 酬勞對會計績效敏感度顯著高於大陸公司。而  $RET \times CULT$  交叉項對 CEO 酬勞並無顯著正向影響(係數=0.001,  $t=0.889$ )，不支持台灣公司 CEO 酬勞對市場績效敏感度顯著高於大陸公司。

### (三)監察人酬勞與公司績效

表 4 彙整監察人酬勞與公司績效關聯性之實證結果。在台灣公司方面(A 欄)，整體模式達顯著性( $F=121.586$ ,  $p<0.001$ )，解釋力(Adjusted  $R^2$ )為 31.5%。資產報酬率(ROA)與監察人酬勞(COMP\_SUP)呈顯著正相關性(係數=0.045,  $t=18.967$ )，即資產報酬率較高之公司，其監察人酬勞支出較多。市場報酬率(RET)與監察人酬勞(COMP\_SUP)亦呈顯著正向關係(係數=0.002,  $t=3.683$ )，顯示市場報酬率較高之公司，其監察人酬勞支出亦較多。

在控制變數方面，負債比率(LEV)與監事酬勞(COMP\_SUP)呈顯著負向關係(係數=-0.007,  $t=-3.757$ )，顯示負債較多之公司，其監察人酬勞較少。董監持股比率(SH\_D&S)與監察人酬勞(COMP\_SUP)呈顯著負向關係(係數=-0.031,  $t=-11.114$ )，顯示董監事持股較多之公司，其監察人酬勞給付較少。經理人持股比率(SH\_CEO)與監察人酬勞(COMP\_SUP)呈顯著正向關係(係數=0.027,  $t=2.715$ )，表示經理人持股較多之公司，其監察功能之酬勞支出較多。

法人持股比率(SH\_INST)與監察人酬勞(COMP\_SUP)呈顯著正向關係(係數=0.007,  $t=3.279$ )，表示法人持股率高之公司，其監察功能之酬勞支出較多。大股東持股比率(SH\_BIG)與監察人酬勞(COMP\_SUP)呈顯著負向關係(係數=-0.020,

t=-6.242)，表示外部大股東較傾向降低監事人事成本。另獨立董事(OUT) (係數=1.916, t=11.073)、董事會規模(BOARD) (係數=0.132, t=6.807)、公司規模(SIZE) (係數=0.402, t=13.638)均與監察人酬勞(COMP\_SUP)呈顯著正向關係，表示獨立董事較多、董事會規模較大、公司規模較大之公司，其監察功能人事成本相對較高。

在大陸公司方面(B 欄)，整體模式達顯著性(F=2.619, p=0.001)，整體解釋力為(Adjusted R<sup>2</sup>)3.6%。不論資產報酬率(ROA)或市場報酬率(RET)均與監察人酬勞(COMP\_SUP)不具顯著關聯性。在控制變數方面，董事會規模(BOARD)與監察人酬勞成本(COMP\_SUP)呈顯著負向關係(係數=-0.159, t=-2.375)，顯示董事會規模較大之公司，其監察人酬勞支出較少，此與台灣實證結果不同。公司規模(SIZE)與監察人酬勞成本(COMP\_SUP)呈顯著正向關係(係數=0.409, t=3.823)，同台灣實證結果。

C 欄模式用以檢測台灣與中國大陸企業之監察人酬勞績效敏感度是否具有顯著差異性，實證結果顯示，ROA×CULT 交叉項對監察人酬勞有顯著正向影響(係數=0.047, t=5.838)，支持台灣公司監察人酬勞對會計績效敏感度顯著高於大陸公司。而 RET×CULT 交叉項對監察人酬勞並無顯著正向影響(係數=0.001, t=1.040)，不支持台灣公司監察人酬勞對市場績效敏感度顯著高於大陸公司。

表 2 董事酬勞與公司績效關聯性

	[A] 台灣		[B] 大陸		[C] 合併樣本	
	係數	t	係數	t	係數	t
(常數)	-0.605	-1.253	9.857	7.502 ***	-1.815	-4.003 ***
ROA	0.044	17.608 ***	0.006	0.628	0.012	1.447
RET	0.001	3.172 **	0.001	0.991	0.001	0.734
CULT					0.669	4.245 ***
ROA×CULT					0.034	4.068 ***
RET×CULT					0.001	0.669
LEV	-0.009	-4.678 ***	0.000	0.082	-0.010	-5.948 ***
SH_D&S	-0.024	-8.254 ***	0.012	2.784 ***	-0.010	-5.009 ***
SH_CEO	0.010	0.922	-0.038	-0.733	0.009	0.917
SH_INST	0.004	1.940 *	0.008	1.873 *	0.000	-0.241
SH_BIG	-0.017	-4.974 ***	-0.003	-0.599	-0.006	-2.293 **
OUT	2.185	11.841 ***	2.594	2.067 **	2.140	12.130 ***
BOARD	0.277	13.379 ***	0.182	3.568 ***	0.252	13.733 ***
SIZE	0.433	13.763 ***	-0.010	-0.124	0.459	17.624 ***
Year dummies	(included)		(included)		(included)	
N	3,939		658		4,597	
F(p)	122.712(p<0.001)		2.463(p=0.002)		103.187(p<0.001)	

R <sup>2</sup>	0.319	0.054	0.290
Adjusted R <sup>2</sup>	0.317	0.032	0.287

註 1：COMP\_DIR=董事酬勞；ROA=資產報酬率；RET=市場報酬；CULT=兩岸虛擬變數；LEV=負債比率；SH\_D&S=董監持股比率；SH\_M=經理人持股比率；SH\_INST=法人持股比率；SH\_BIG=大股東持股比率；OUT=獨立董事比率；BOARD=董事會規模；SIZE=公司規模；Year dummies=年度虛擬變數。

註 2：\*：達 10% 顯著水準；\*\*：達 5% 顯著水準；\*\*\*：達 1% 顯著水準(雙尾檢定)

表 3 CEO 酬勞與公司績效關聯性

	[A] 台灣		[B] 大陸		[C] 合併樣本	
	係數	t	係數	t	係數	t
(常數)	3.429	13.758 ***	-1.077	-0.309	0.217	0.577
ROA	0.009	7.028 ***	-0.022	-0.908	-0.012	-1.714 *
RET	0.000	1.931 *	0.002	0.576	0.000	-0.143
CULT					2.011	15.426 ***
ROA×CULT					0.020	2.849 ***
RET×CULT					0.001	0.889
LEV	-0.003	-3.412 ***	-0.013	-1.252	-0.006	-4.059 ***
SH_D&S	-0.020	-13.497 ***	-0.063	-5.440 ***	-0.016	-9.652 ***
SH_CEO	0.030	5.470 ***	0.794	5.840 ***	0.047	5.709 ***
SH_INST	0.011	10.108 ***	-0.058	-4.830 ***	0.004	3.058 ***
SH_BIG	-0.015	-8.783 ***	0.009	0.614	-0.013	-6.312 ***
OUT	0.045	0.477	4.619	1.387	0.229	1.569
BOARD	0.044	4.121 ***	-0.078	-0.575	0.034	2.266 **
SIZE	0.399	24.600 ***	0.877	4.046 ***	0.494	22.911 ***
Year dummies	(included)		(included)		(included)	
N	3,939		658		4,597	
F(p)	18.238(p<0.001)		8.092(p<0.000)		193.577(p<0.001)	
R <sup>2</sup>	0.408		0.159		0.434	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.406		0.139		0.432	

註 1：COMP\_CEO=CEO 及副總酬勞；ROA=資產報酬率；RET=市場報酬；CULT=兩岸虛擬變數；LEV=負債比率；SH\_D&S=董監持股比率；SH\_M=經理人持股比率；SH\_INST=法人持股比率；SH\_BIG=大股東持股比率；OUT=獨立董事比率；BOARD=董事會規模；SIZE=公司規模；Year dummies=年度虛擬變數。

註 2：\*：達 10% 顯著水準；\*\*：達 5% 顯著水準；\*\*\*：達 1% 顯著水準(雙尾檢定)

表 4 監察人酬勞與公司績效關聯性

	[A] 台灣		[B] 大陸		[C] 合併樣本	
	係數	t	係數	t	係數	t
(常數)	-0.485	-1.071	8.397	4.871 ***	-0.433	-1.002
ROA	0.045	18.967 ***	-0.012	-0.943	-0.001	-0.138
RET	0.002	3.683 ***	0.000	0.284	0.001	0.819
CULT					-1.215	-8.099 ***
ROA×CULT					0.047	5.838 ***
RET×CULT					0.001	1.040
LEV	-0.007	-3.757 ***	-0.001	-0.211	-0.009	-5.694 ***
SH_D&S	-0.031	-11.114 ***	0.002	0.433	-0.015	-7.488 ***
SH_CEO	0.027	2.715 **	0.003	0.041	0.026	2.726 ***
SH_INST	0.007	3.279 **	-0.005	-0.871	-0.001	-0.707
SH_BIG	-0.020	-6.242 ***	0.001	0.123	-0.008	-3.171 ***
OUT	1.916	11.073 ***	-0.495	-0.300	1.900	11.310 ***
BOARD	0.132	6.807 ***	-0.159	-2.375 **	0.105	6.021 ***
SIZE	0.402	13.638 ***	0.409	3.823 ***	0.479	19.287 ***
Year dummies	(included)		(included)		(included)	
N	3939		658		4597	
F(p)	121.586(p<0.001)		2.619(p=0.001)		109.726(p<0.001)	
R <sup>2</sup>	0.317		0.058		0.303	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.315		0.036		0.300	

註 1：COMP\_SUP=監察人酬勞；ROA=資產報酬率；RET=市場報酬；CULT=兩岸虛擬變數；LEV=負債比率；SH\_D&S=董監持股比率；SH\_M=經理人持股比率；SH\_INST=法人持股比率；SH\_BIG=大股東持股比率；OUT=獨立董事比率；BOARD=董事會規模；SIZE=公司規模；Year dummies=年度虛擬變數。

註 2：\*：達 10% 顯著水準；\*\*：達 5% 顯著水準；\*\*\*：達 1% 顯著水準(雙尾檢定)

## 伍、額外分析

本研究另以增量觀點，分別檢測董事、CEO、監察人酬勞調整與公司績效之關聯性；因變數為酬勞增減額度( $\Delta\text{COMP}$ )，採用「後一年(t年)酬勞額度」減「前一年(t-1年)酬勞額度」後取自然對數，作為t年酬勞增減額度之衡量，進而執行前述之迴歸分析，實證結果彙整於表6至表8。

### (一)董事酬勞調整與公司績效

表5彙整董事酬勞調整與公司績效關聯性之實證結果。在台灣公司方面(A欄)，整體模式達顯著性( $F=12.788$ ,  $p<0.001$ )，解釋力為4.9%。資產報酬率(ROA)與董事酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_DIR}$ )呈顯著正向關係( $t=5.647$ )，表示公司資產報酬率越高，董事酬勞增加越多。市場報酬率(RET)與董事酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_DIR}$ )亦呈顯著正向關係( $t=6.955$ )，表示市場績效提高，董事酬勞增加幅度越大。在控制變數方面，只有董事會規模(BOARD)與董事酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_DIR}$ )呈顯著正向關係( $t=2.017$ )；亦即董事會規模較大之公司，其董事酬勞調整幅度較大(為求表達精簡，省略各變數之實證關係)。在大陸公司方面(B欄)，整體模式未達顯著性( $F=1.038$ ,  $p=0.414$ )，整體解釋力僅為0.1%。資產報酬率(ROA)與董事酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_DIR}$ )呈顯著正向關係( $t=2.015$ )，表示董事酬勞調整幅度會考量資產報酬率狀況。

C欄呈現兩岸企業在董事酬勞調整與公司績效關聯性差異之檢定結果。ROA $\times$ CULT交叉項與董事酬勞調整有正向關係，然未達顯著程度(係數=0.010,  $t=0.579$ )，因此不支持台灣公司董事酬勞調整對會計績效之敏感度異於大陸公司。而RET $\times$ CULT交叉項與董事酬勞調整呈顯著正向關係(係數= $1.2\times 10^{-4}$ ,  $t=1.983$ )，支持台灣公司董事酬勞調整對市場績效之敏感度顯著高於大陸公司。

### (二)CEO酬勞調整與公司績效

表6彙整CEO酬勞調整與公司績效關聯性之實證結果。在台灣公司方面(A欄)，整體模式達顯著性( $F=9.991$ ,  $p<0.001$ )，解釋力為3.8%。資產報酬率(ROA)與CEO酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )呈顯著正向關係( $t=1.694$ )，表示CEO酬勞調整幅度會考量公司資產報酬率高低。市場報酬率(RET)與CEO增量酬勞幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )亦呈顯著正向關係( $t=5.703$ )，顯示公司市場績效表現越佳，CEO酬勞增加幅度越大。在控制變數方面，只有董事會規模(BOARD)與CEO酬勞增加幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )呈顯著正向關係( $t=1.896$ )，表示董事會規模越大，CEO酬勞增加幅度越多(為求表達精簡，省略各變數之實證關係)。

在大陸公司方面(B欄)，整體模式達顯著性( $F=2.397$ ,  $p=0.003$ )，整體解釋力為3.8%。主要檢測變數「資產報酬率」(ROA)與「市場報酬率」(RET)與CEO酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )均不具有顯著關係，顯示CEO酬勞調整幅度與公司績

效無關。在控制變數方面(為求表達精簡,省略各變數之實證關係),董監持股比例(SH\_D&S)與 CEO 酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )呈顯著負向關係( $t=-2.416$ ),顯示董監事持股較多之公司,其 CEO 酬勞調整幅度較小。董事會規模(BOARD)與 CEO 酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )呈顯著負向關係( $t=-2.953$ ),顯示董事會規模較大之公司,CEO 酬勞增加幅度較少,此與台灣實證結果不同。公司規模(SIZE)與 CEO 酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_CEO}$ )呈顯著正向關係( $t=2.967$ ),顯示規模較大之公司,其 CEO 酬勞增加幅度較多。

C 欄呈現兩岸企業在 CEO 酬勞調整與公司績效關聯性差異之實證結果。 $\text{ROA} \times \text{CULT}$  交叉項與董事酬勞調整呈顯著正向關係(係數=0.001,  $t=1.768$ ),支持台灣公司 CEO 酬勞調整對會計績效之敏感度顯著高於大陸公司。而  $\text{RET} \times \text{CULT}$  交叉項對 CEO 酬勞調整未達顯著程度,不支持台灣公司 CEO 酬勞調整對市場績效之敏感度異於大陸公司。

### (三)監察人酬勞調整與公司績效

表 7 彙整監察人酬勞調整與公司績效關聯性之實證結果。在台灣公司方面(A 欄),整體模式達顯著性( $F=13.045$ ,  $p<0.001$ ),解釋力為 5%。資產報酬率(ROA)與監察人酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_SUP}$ )呈顯著正向關係( $t=5.828$ ),顯示公司經營績效表現較佳之公司,其監察人酬勞調整幅度較大。市場報酬率(RET)與監察人酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_SUP}$ )亦呈顯著正向關係( $t=6.592$ ),顯示公司市場績效較佳之公司,其監察人酬勞調整幅度亦較大。在控制變數方面(為使表達精簡,省略各變數之實證關係),只有負債比率(LEV)與監察人酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_SUP}$ )呈正向關係( $t=2.179$ ),顯示融資較高之企業,其監察人酬勞調整幅度較大。在大陸公司方面(B 欄),整體模式未達顯著性( $F=0.927$ ,  $p=0.530$ ),整體解釋力為 0.2%。僅董事會規模(BORAD)與監察人酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP\_SUP}$ )呈顯著負向關係( $t=-1.778$ ),表示規模較大之公司,其監察人酬勞調整幅度較小。

C 欄呈現兩岸企業監察人酬勞調整與公司績效關聯性差異之檢定結果。 $\text{ROA} \times \text{CULT}$  交叉項( $t=1.647$ )、 $\text{RET} \times \text{CULT}$  交叉項( $t=3.066$ )與監察人酬勞調整呈顯著正向關係,支持台灣公司監察人酬勞調整對會計績效、市場績效之敏感度均高於大陸公司。

表 5 董事酬勞調整與公司績效關聯性

	[A] 台灣		[B] 大陸		[C] 合併樣本	
	係數	t	係數	t	係數	t
(常數)	-0.027	-0.476	0.048	0.495	-0.046	-0.878
ROA	0.002	5.647 ***	0.002	2.015 **	0.001	0.793
RET	0.000	6.955 ***	0.000	0.476	3.2×10 <sup>-4</sup>	1.242
CULT					0.010	0.579
ROA×CULT					0.001	0.834
RET×CULT					1.2×10 <sup>-4</sup>	1.983 **
(included) Control variables	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
Year dummies	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
N	3,187		503		3,690	
F(p)	12.788(p<0.001)		1.038(p=0.414)		10.576(p<0.001)	
R <sup>2</sup>	0.053		0.029		0.047	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.049		0.001		0.042	

註：1.  $\Delta$ COMP\_DIR=董事薪酬變動(t年酬勞額度減t-1年酬勞額度後取自然對數)；  
ROA=資產報酬率；RET=市場報酬率；CULT=兩岸虛擬變數；Control variables=其他控制變數；Year dummies=年度虛擬變數。

2. \*：達10%顯著水準，\*\*：達5%顯著水準，\*\*\*：達1%顯著水準。

表 6 CEO 酬勞調整與公司績效關聯性

	[A] 台灣		[B] 大陸		[C] 合併樣本	
	係數	t	係數	t	係數	t
(常數)	-0.020	-0.947	-0.336	-2.240 **	-0.084	-2.977 ***
ROA	0.000	1.694 *	0.001	0.849	3.1×10 <sup>-4</sup>	2.007 **
RET	0.000	5.703 ***	0.000	0.523	2.1×10 <sup>-5</sup>	0.829
CULT					0.036	3.782 ***
ROA×CULT					0.001	1.768 *
RET×CULT					2.5×10 <sup>-4</sup>	1.050
Control variables	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
Year dummies	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
N	3,187		503		3,690	
F(p)	9.991(p<0.001)		2.397(p=0.003)		6.724(p<0.001)	
R <sup>2</sup>	0.042		0.064		0.030	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.038		0.038		0.026	

註：1.  $\Delta$ COMP\_CEO=CEO 薪酬變動(t年酬勞額度減t-1年酬勞額度後取自然對數)；  
ROA=資產報酬率；RET=市場報酬率；CULT=兩岸虛擬變數；Control variables=其他控制變數；Year dummies=年度虛擬變數。

2. \*：達10%顯著水準，\*\*：達5%顯著水準，\*\*\*：達1%顯著水準。



表 7 監察人酬勞調整與公司績效關聯性

	[A] 台灣		[B] 大陸		[C] 合併樣本	
	係數	t	係數	t	係數	t
(常數)	0.030	0.438	0.022	0.334	0.011	0.172
ROA	0.002	5.828 ***	0.000	0.617	0.000	0.003
RET	0.000	6.592 ***	0.000	0.680	0.000	0.219
CULT					-0.020	-0.977
ROA×CULT					0.002	1.647 *
RET×CULT					0.000	3.066 ***
Control variables	(included)		(included)		(included)	
Year dummies	(included)		(included)		(included)	
N	3,187		503		3,690	
F(p)	13.045(p<0.001)		0.927(p=0.530)		11.824(p<0.001)	
R <sup>2</sup>	0.054		0.026		0.052	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.050		0.002		0.048	

註：1.COMP\_SUP=監事薪酬變動(t年酬勞額度減t-1年酬勞額度後取自然對數)；ROA=資產報酬率；RET=市場報酬率；CULT=兩岸虛擬變數；Control variables=其他控制變數；Year dummies=年度虛擬變數。

2.\*：達10%顯著水準，\*\*：達5%顯著水準，\*\*\*：達1%顯著水準。

## 陸、結論

從2007至2012年兩岸管理階層實際酬勞之分析可發現，台灣資訊電子公司之董事與CEO酬勞，不論採用平均數或中位數作為衡量標準，均高於同產業之大陸公司，顯示台灣企業擁有吸引高階管理人力之酬勞優勢。然從時間趨勢分析，可發現台灣公司自2008金融危機年度下修董事與CEO酬勞後，接續幾年均維持上下擺盪型態，而大陸公司則呈現逐年向上調整趨勢，可能隨時間加長而逐漸逼近、甚至超越台灣酬勞水準。

由於台灣與大陸具有同文、同種關係，尤其自2010年兩岸簽訂經濟合作架構協議(ECFA)後，兩岸合作更進入全新發展時代，人才交流將隨兩岸敵意逐漸降低而深化；因此，當大陸公司酬勞逼近台灣公司水準後，可能上演兩岸競逐高階管理人才之局面，影響台灣既有之競爭優勢。

另外，在監察人酬勞方面，台灣公司維持與董事、CEO相同之上下穩定擺盪型態，而大陸公司則呈現逐年大幅成長情形。不論以平均數或中位數為分析觀點，自2011年起，大陸公司監察人酬勞已超越台灣公司，並呈現逐年拉大趨勢；此結果似乎回應，近年來大陸對打貪、防弊等監督功能之重視。

在酬勞績效敏感度檢測方面，本研究發現台灣公司不論董事、CEO或監察人酬勞水準(COMP)或當年度董事、CEO或監察人酬勞調整幅度( $\Delta$ COMP)，

均與公司會計績效、市場績效呈顯著正向關係，顯示台灣公司決定管理者酬勞時，會考量公司實際經營成果以及股價表現。此酬勞與績效連動方式，不但可舒緩管理階層自肥問題，更對吸引優秀人才、激勵工作士氣、以及提升公司價值有正面積極作用。

而大陸公司之實證結果顯示，除會計績效對董事酬勞調整( $\Delta\text{COMP\_DIR}$ )具有解釋力外，其餘測試均未發現董事、CEO 與監察人酬勞水準( $\text{COMP}$ )、或當年度 CEO 與監察人酬勞調整幅度( $\Delta\text{COMP}$ )會反映市場表現或經營績效。此實證結果顯示，大陸企業在管理階層酬勞之決定上，較欠缺考量客觀績效指標，因此對高階管理階層工作較不具激勵作用。

整體言，本研究結果指出，台灣資訊電子公司在給付高階管理者酬勞水準上，高於大陸企業，且台灣企業給付高階管理者之酬勞與公司績效(尤其會計績效)之關聯度顯著高於大陸企業；因此，從酬勞誘因角度言，台灣現階段仍比中國大陸具有延攬高階管理人才之競爭優勢。

## 參考文獻

吳政穎(2000)，「我國上市公司股權集中度、薪酬設計、公司經營績效關係之研究」，政治大學企業管理研究所博士論文。

吳美連、林俊毅(2004)，人力資源管理：理論與實務，智勝文化。

洪玉舜、王泰昌(2005)，「績效衡量指標在高階主管現金薪酬契約中之相對重要性」，證券市場發展季刊，第十七卷第二期，頁 35-100。

張峯銘(2002)，「薪資制度、組織承諾與工作績效關係之研究-以鍋爐製造業為例」，中山大學人力資源管理研究所碩士論文。

鄭志剛、孫娟娟(2012)，「任人唯親的董事會文化和經理人超額薪酬問題」，經濟研究，第十二期，頁 111-124。

Adams, J. S. (1963), "Toward an Understanding of Inequity," *Journal of Abnormal and Social Inequity*, Vol.67, 422-436.

Agrawal, A., and G. N. Mandelker (1987), "Managerial Incentive and Corporate Investment and Financial Decision," *Journal of Finance*, Vol.2(4), 823-837.

Allen, M. (1981), "Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation," *American Journal of Sociology*, Vol.86, 1112-1123.

Anderson, R. C., and J. M. Bizjak (2003), "An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay," *Journal of Banking & Finance*, Vol.27, 1323-1348.

Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald (2006), "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?," *Journal of Corporate Finance*, Vol.12(3), 403-423.

Chalmer, K., P-S Koh, and G. Stapledon (2006), "The Determinants of CEO Compensation: Rent Extraction or Labor Demand?," *The British Accounting Review*, Vol.38, 259-275.

Chung, K. H., and S. W. Pruitt (1996), "Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation: A Unifying Framework," *Journal of Banking and Finance*, Vol.20, 1135-1159.

Coughlan, A., and R. Schmidt (1985), "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting Economics*, Vol.7 (1-3), 43-66.

Cowherd, D., and D. Levine (1992), "Product Quality and Pay Equity between Lower-level Employees and Top Management: An Investigation of Distribution Justice Theory," *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, 302-320.

Fahlenbrach, R. (2009), "Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation," *Review of Finance*, Vol.13, 81-113.

Fama, E. F., and M.C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 301-325.

Fong, E. A. (2010), "CEO Pay Fairness as a Predictor of Stakeholder Management," *Journal of Business Research*, Vol.63, 404-410.

Greenberg, J. (1993), "Stealing in the Name of Justice: Informational and Interpersonal Moderators of Theft Reactions to Underpayment Inequity," *Organization Behavior Human Decision Process*, Vol.54, 81-103.

Ghosh, C., and C. F. Sirmans (2005), "On REIT CEO Compensation: Does Board Structure Matter?," *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.30(4), 397-428.

Grinstein, Y., and P. Hribar (2004), "CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses," *Journal of Financial Economics*, Vol.73(1), 119-143.

Holderness, C. G., and D. P. Sheehan (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 317-346.

Holmstrom, B. (1979), "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, Vol.10, 74-91.

Jackson, S. B., T. J. Lopez, and A. L. Reitenga (2008), "Accounting Fundamentals and CEO Bonus Compensation," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 27, 374-393.

Jeppson, C. T., W. W. Smith, and R. S. Stone (2009), "CEO Compensation and Firm Performance: Is There Any Relationship?," *Journal of Business and Economics Research*, Vol.7(11), 81-92.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), 305-360.

Kanter, R. M. (1987), "The Attack on Pay," *Harvard Business Review*, Vol.65(2), 60-67.

Ke, B., K. Petroni, and A. Safieddine (1999), "Ownership Concentration and Sensitivity of Executive Pay to Accounting Performance Measures: Evidence from Publicly-and Privately-held Insurance Companies," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.28, 185-209.

Kim, K. (2010), "Blockholder Monitoring and the Efficiency of Pay-performance Benchmarking," *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, 748-766.

Madura, J., A. D. Martin, and K. A. Jessel (1996), "Determinants of CEO Compensation in Small Publicly-traded Businesses," *American Business Review*, Vol.14, 80-88.

Milkovich, G., and J. Newman (2005), *Compensation*, McGraw Hill.

Murphy, K. J., and J. Zabojsnik (2004), "CEO Pay and Appointments: A Market-based Explanation for Recent Trend," *The American Economic Review*, Vol.94(2), 192-196.

Li, H., and Y. Qian (2011), "Outside CEO Directors on Compensation Committees: Whose Side Are They on?," *Review of Accounting and Finance*, Vol.10(2), 110-133.

Lin, D., H-C. Kuo, and L-H. Wang (2013), "Chief Executive Compensation: An Empirical Study of Fat CAT CEOs," *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol.7(2), 27-42.

Ozdemir, O., and A. Upneja (2011), Board Structure and CEO Compensation: Evidence from U.S. Lodging Industry," *International Journal of Hospitality Management*, Vol.31, 856-863.

Ozkan, N. (2007), "Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.17, 349-364.

Randø y, T., and J. Nielsen (2002), "Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden," *Journal of Management & Governance*, Vol.6(1), 57-81.

Sloan R. (1993), "Accounting Earnings and Top Executive Compensation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, 55-100.

Sun, J., and S. Cahan (2009), "The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance," *Corporate Governance: An International Review*, Vol.17(2), 193-207.

Sundaramurthy, C., D. L. Rhoades, and P. L. Rechner (2005), A Meta-analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance," *Journal of Managerial*, Vol.17(4), 494-510.

Wade, J. B., C. A. O'Reilly, and T. G. Pollock (2006), "Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Fairness and Executive Compensation," *Organization Science*, Vol.17(5), 527-544.

Zhou, X. (1999), "Executive Compensation and Managerial Incentives: A Comparison between Canada and the United States," *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, 277-301.