臺大管理論叢 2012/12
第 23 卷第 1 期 175-208
DOI: 10.6226/NTURM2012.JAN.R10003

臺灣上市公司董事薪酬影響因子之研究

The Determinants of Director Compensation of Taiwan Listed Companies

林穎芬／國立東華大學會計學系教授
Ying-Fen Lin, Professor, Department of Accounting, National Dong Hwa University

洪振桓／國立東華大學企業管理學系博士後研究員
Chen-Huan Hong, Post Doctor, Department of Business Administration, National Dong Hwa University

陳佳政／資誠會計師事務所查帳員
Chia-Cheng Chen, Auditor, PricewaterhouseCoopers-Taiwan

Received 2010/2, Final revision received 2011/1

摘 要

本研究旨在探討我國上市公司董事薪酬的影響因素，使用新制董事薪酬揭露準則，將董事薪酬結構區分為非誘因性薪酬 (董事報酬與董事業務執行費) 與誘因性薪酬 (董事酬勞與紅利) 及總薪酬三類，以 2005 年及 2007 年在臺灣證券交易所掛牌上市公司為研究樣本，採用複迴歸分析檢測董事薪酬的影響因子。研究結果發現董事薪酬多寡會受產業相對績效所影響，代表公司會將競爭者或產業的績效水準納入考量；董事會的內部監督效果可以有效降低代理衝突，此時公司會減少董事薪酬水準以避免無效率之情形；外部監控效果與董事薪酬則扮演互補的治理角色，當主動機構投資人持股率越高，其董事薪酬水準也相對較高；最後，當公司未來成長機會越高時，股東可藉由議定較高之董事酬勞比例來激勵董事做出有利於公司未來成長的監督行為。

【關鍵字】次要代理成本、董事薪酬、代理衝突

Abstract

This study investigates variables that influence director compensation of listed Taiwanese companies using the new disclosure rule for director compensation. We divided the compensation from its structure into three types: non-incentive compensation, incentive compensation, and total compensation. This study collected the research samples of companies listed in Taiwan Stock Exchange from 2005 until 2007. Using multiple regression analysis, we investigated the variables, which influenced the director compensation. Our results show that the amount of director compensation is influenced by the relative performance of the industry. These companies considered performance level of competitors or the whole industry. The monitoring effect of inside directors can reduce agency conflicts. The company will lower the levels of director compensation to avoid the inefficiency of its directors. It should also be noted that the outside monitoring effect and director compensation are complementary to each other in governing the company and the board of directors. If the active institutional investors of a company have a high percentage of ownership, the levels of director compensation would be relatively high. When the company has a high level of future growth, then the shareholders will encourage directors to monitor the company vigorously and contribute to future developments of the company by an increased director compensation.

【Keywords】secondary agency cost, director compensation, agency conflict

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、緒論

隨著公開發行公司股東人數越來越多，股東對董事會的監督與管理行為之依賴程度相對提升 (例如：聘任經理人、評估公司績效及監督管理者等)，使得董事會在公司治理中所扮演的監督角色更形重要，董事與股東之間的代理關係有必要加以重視。代理理論指出代理關係存在於當主理人 (Principal) 委託與授權代理人 (Agent) 代表執行某些特定行為 (Jensen & Meckling, 1976)，其以人性自利假設為出發點，認為在自然狀態下關係雙方的行為者之目標、利益及風險是不一致的，代理人未必會依照主理人的利益行事，而衍生出代理問題，公司因此需要設計監控機制確保代理人的行為能夠符合主理人的利益。

過去有關代理問題的研究大多注重在股東 (主理人) 與高階主管 (代理人) 之間的代理關係，Perry (1999) 則提出次要代理成本的概念，其是指董事與股東間因代理關係所導致的監督監控人成本 (Cost of Monitoring the Monitors)。董事是由股東所選出，代表股東監控經理人，為了減輕此次要代理成本，設計合適的董事薪酬水準是可行方式之一，其能使股東與董事利益趨於一致 (Becher, Campbell II, & Frye, 2005; Bryan, Hwang, Klein, & Lilien, 2000)。根據代理理論，若能將公司績效和薪酬進行有效地連結，將使代理人的誘因與主理人的利益趨於一致，從而降低代理成本 (Bryan et al., 2000; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976)。

國內有關董事薪酬的議題亦逐漸受到重視，劉佩修 (2004) 曾對董事長薪酬的合理性作評比，在調查 886 家樣本公司後發現，有四分之一的董事長在 2003 年公司淨值報酬率下滑甚至虧損，然董事長卻照領高薪。由於我國董事薪酬是由章程明定或股東會議定 (公司法 196 條)，非由薪酬委員會所決定，因此許多學者認為國內公司治理所面臨的問題之一為董事薪酬制度的不完善 (註 [1]) (葉銀華，2006；孫誠偉，2008)。行政院金融監督管理委員會乃於 2004 年修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」部分條文，其中包括有關董事薪酬的揭露，以期督促上市、櫃公司訂定合理化的董事酬金，使董事及相關人員 (總經理、副總經理等) 支領酬金資訊更為透明。

有學者建議應將董事薪酬 (註 [2]) 區分為現金薪酬與股票基礎薪酬 (Cordeiro,

註 [1] 關於我國董事薪酬制度，依公司法第 196 條規定：「董事之報酬，未經章程明訂者，應由股東會議訂。」。此外，屬於盈餘分派之董事酬勞部分，依公司法第 228 條第 1 項第 3 款規定，由董事會編造盈餘分派之表冊，送交監察人查核，並依公司法第 184 條第 1 項規定，提交股東會議決盈餘分派之議案。而在實務上，股東會通常僅行使決定權，並未積極地行使提案權。孫誠偉 (2008) 即指出「一般股東均不具備專業之財務知識，大部分股東具有搭便車心態，缺乏詳細調查相關報表、資訊及議案內容之誘因。目前實務上，董事報酬均由董事會自行議定後，再列於資產負債表由股東會決議承認後通過，公司法第 196 條僅剩形式之功能」。反觀美國，董事薪酬是由外部董事所組成薪酬委員會來決定，相較於我國董事薪酬的決定程序，其更具有獨立性與較低的自利動機。

註 [2] 這些研究的焦點是外部董事的薪酬結構，然目前我國法令並未強制要求設立獨立董事，亦未要求提供外部董事薪酬的資料，因此在本研究中主要是針對全體董事薪酬結構來進行分析。

臺灣博碩士論文知識加值系統

Veliyath, & Eramus, 2000)。就公司績效與董事薪酬之關聯而言，國外文獻指出不同的董事薪酬類別與公司績效之連結程度有所差異，Cordeiro et al. (2000) 實證結果指出公司績效與外部董事股票薪酬為正相關，但與現金薪酬為負相關；Bryan et al. (2000) 與 Brick、Palmon 與 Wald (2006) 發現公司績效與外部董事股票基礎薪酬為正相關，但與外部董事現金薪酬無關。這些研究結果顯示權益基礎薪酬與公司績效的關聯性優於現金基礎薪酬，其中可能涉及誘因效果的差異，例如 Fich 與 Shivdasani (2005) 及 Becher et al. (2005) 發現提升董事權益基礎薪酬可以提供激勵效果；Perry (1999) 指出提升董事權益基礎薪酬可提高表現不佳之 CEO 的替換率。因此，本研究認為有必要區分董事薪酬類別來進行分析，如此將有助於在董事薪酬影響因子之探討上獲得更清楚且完整的分析。

除了公司績效外，在探討董事薪酬水準時不可忽視企業內部監督 (董事會) 與外部監控 (外部董事、機構投資人) 的效果。本研究認為公司對管理者的監督能力會影響公司的代理衝突程度，代理衝突是指所有者與經營者間的利益衝突，若公司越需要被監督，表示代理衝突越嚴重，此時公司會設計更好的治理機制 (如誘因性薪酬) 來應對，以降低代理衝突。例如，Brick et al. (2006) 指出越需要被監督的公司，董事薪酬水準應相對提高；Dey (2008) 發現代理衝突越嚴重的公司，經理人犧牲股東利益來極大化自身效益的動機也越強，此時這些公司的治理機制會較佳。基於上述觀點，本研究認為對內部監督機制而言，當內部監督強度越弱時，表示公司所面臨的代理衝突越嚴重，則其被監督的需求也越高，董事誘因性薪酬水準應會有系統性的提升，以強化董事監督的誘因；對外部監督機制而言，則需要提供誘因性薪酬來鼓勵外部董事的監督，或是吸引主動機構投資人的投入，以降低代理衝突程度。換言之，公司在設計治理機制 (董事薪酬水準) 時，如何降低代理衝突程度為重要的考量因素。

另一方面，最適契約理論強調公司政策是依據公司特性及特徵所制定 (Gaver & Gaver, 1993, 1995; Smith & Watts, 1992)。其中一種衡量營運的方式為投資機會組合，不同公司的投資機會是不相同的 (如公司特有的產品、專利、技術等)，所以理想政策的選擇亦有差異；Gaver 與 Gaver (1995) 認為投資機會高之公司的主理人與代理人間有較高的資訊不對稱存在，且在投資機會高的公司較難以觀察到代理人的努力 (Smith & Watts, 1992)，因此代理成本會較高。過去研究主要探討公司投資機會與經理人薪酬間的關係 (Gaver & Gaver, 1993, 1995; Smith & Watts, 1992)，實證結果支持投資機會高的公司會支付經理人較高的薪酬，而有關公司投資機會對董事薪酬影響的研究則不多見 (Bryan et al., 2000; Linn & Park, 2005)。我國體制將董事視為營運決策的權責單位，對公司營運績效負有成敗之責，投資機會不僅會影響公司經營與發展，相對而言投資機會越多的公司所承受的營運風險與環境複雜度也越高，進而可能影響董事對薪酬水準的要求報酬。

臺灣大學圖書館期刊線上系統

綜言之，本研究依新制所揭露的董事薪酬資訊探討有關公司績效、內外部監督機制及公司投資機會等因素對董事薪酬之影響。此外，電子資訊產業等高科技產業已成為臺灣最具代表性和發展性的產業，因為高科技產業與傳統產業的營運風險與產業成長性有很大的差異，且經營者與所有人間的資訊不對稱程度也越高。因此，在探討高科技產業董事薪酬時可能需要留意產業成長性所帶來的影響。

貳、文獻探討與假說建構

一、董事薪酬結構

董事會的目的在建議與監督高階主管、建立主管薪酬、及保護股東利益。董事應該監督公司經理人，以減輕因所有權與控制權分開的代理衝突 (Fama & Jensen, 1983)。然而，Jensen (1993) 認為董事通常無法有效地監督公司的管理，此乃因為董事文化阻礙有建設性的批評，以及管理階層與董事間的資訊不對稱所造成。董事為股東所選任代表股東監督管理者之代理人，而現今大部分公開發行公司的股東因人數眾多，所以董事會的監督角色在公司治理中的地位愈加重要，董事與股東間的代理問題也越來越受到重視。董事 (代理人) 應以股東 (主理人) 利益為優先，然而實務上兩者的利益衝突卻隨處可見 (代理衝突)，股東乃藉由設計使董事及股東間利益一致的薪酬或獎酬契約，針對對董事的監督行為 (Monitoring the Monitors) 給予董事基本薪資以外的額外酬勞，進而影響或控制董事監督行為的有效性，使董事監督行為與股東利益一致。

上述觀點指出，董事薪酬可分為額外酬勞與基本薪酬，前者與公司營運績效有所連結，可視為誘因性薪酬，如股票紅利、股票選擇權或董事酬勞，而後者可視為是非誘因性薪酬，不論公司盈虧均須支付董事，如固定現金報酬。又依照我國目前的法律規定，董事薪酬結構中主要包含董事報酬、董事業務執行費及董事酬勞 (註 [3])，其中，董事報酬係指董事為公司服務勞務應得之酬金，性質上屬於處理委任事務之對價，公司無論盈虧均應支付；董事業務執行費係指董事前往公司位置，為公司與他人洽商業務所應支領之交通費，亦屬勞務之對價；董事酬勞是由章程訂定為稅後盈餘的某個成數，或是由股東會考慮當年度公司營運結果後所決議之數額，其與盈餘表現有關。

依據上述定義，董事酬勞或股票紅利為盈餘分派項目，是具有誘因性質的薪酬；而董事報酬與業務執行費是董事為公司服務應得之報酬，為非績效基礎報酬 (Non-performance-based Compensation)，其缺少連結董事與股東利益的誘因，當董事及經營階層之報酬若係以公司資產做為固定請求權，則董事將不願意承擔風險，其只要保持公司資產的價值而不需要創造新的財富。

註 [3] 按孫誠偉 (2008) 分類，實務上我國董事酬勞類似美國的短期或年度獎金給付 (A Short-term or Annual Bonus Payment)，該報酬多寡係由公司過去業績來決定。

臺灣人壽學術期刊

此外，針對激勵與監督之關聯，目前研究有兩種論點—替代觀點 (Beatty & Zajac, 1995; Zajac & Westphal, 1994) 與互補觀點 (Milgrom & Roberts, 1995; Tosi, Katz, & Gomez-Mejia, 1997)。替代觀點認為激勵的使用和董事的監督兩者兼具有權衡 (Trade-off) 關係，當董事會的內部監督效果較薄弱時，董事薪酬水準會相對提升以激勵董事的監督動機；反之，在互補觀點下，在管理當局進行密切的監督下，藉由管理激勵計畫可能可以提升公司價值，亦可能會有較高的董事薪酬水準。本研究將從替代觀點來推論內部監督效果，因為在效率的考量下，當代理衝突程度越高時，則越需要仰賴董事薪酬的激勵效果；另本研究從互補觀點來推論外部監督效果，因外部董事的監督動機與董事薪酬有緊密的連結，且機構投資人通常偏好有誘因性薪酬制度的公司。有關各自變數之假設推導過程說明於下。

二、公司績效與董事薪酬

有關薪酬的研究大都遵循 Holmström (1979) 的理論模式，Holmström (1979) 的模式假設有一位風險中立或風險規避的主理人，雇用一個規避風險、規避努力的代理人，假設每件事皆可觀察，由於主理人可依賴監督來減少代理人的怠惰，使得合約中保障效果 (Insurance Effect) 和誘因效果 (Incentive Effect) 得以被分開，在此情況下，主理人可支付代理人固定的薪資而不須考慮產出，完全地信任代理人，此為最佳解 (First-best Solution)；然而，當產出可共同觀察，但代理人的努力與隨機因素無法被觀察時，則代理人的財富必須視其可達成之產出而定，如此才可提供代理人選擇更大的努力以增加產出的誘因，此為次佳解 (Second-best Solution)。Holmström (1979) 的模式提供薪酬與績效關係的重要理論基礎，即若代理人的行為無法被完全觀察到，則主理人會希望由績效來決定薪酬，以提供代理人努力的誘因。

據此觀點，Gomez-Mejia 與 Wiseman (1997) 指出「績效基礎給付 (Pay for Performance)」計畫假設董事績效會影響公司績效，誘因計畫能有效地激勵董事努力地代表股東來工作，而非向經理人靠攏。是以從誘因的角度，董事報酬的設計應與其服務績效相連結 (張心悌，2007)，採取績效報酬主要是因為固定薪資、顧問費、出席費、車馬費等多為固定金額，無法與公司績效做連結，且此種現金報酬為公司資產之消極維持，而非公司利益之積極創造，董事不願意承擔風險而傾向將盈餘保留於公司，不利股東盈餘請求權 (註 [4])。近來學者亦發現不同的董事薪酬類別與公司績效之連結程度有所差異，例如：Cordeiro et al. (2000) 實證結果指出公司績效 (每股盈餘成長率)

註 [4] 在我國實務上，公開發行公司年報應記載事項準則第 10 條規定：「公司治理報告應記載…公司最近二年度支付本公司董事、監察人、總經理及副總經理酬金總額占稅後純後比例之分析，並說明給付酬金之政策、標準與組合、訂定酬金之程序及與經營績效之關聯性。」由此可知，我國法令上亦傾向強調董事薪酬應與公司經營績效有所連結。

臺灣期刊資料庫

與外部董事股票薪酬為正相關，但與現金薪酬為負相關；Bryan et al. (2000) 與 Brick et al. (2006) 發現公司績效與外部董事股票基礎薪酬為正相關，但與外部董事現金薪酬無關。

然而，代理理論對於如何選擇適當的績效指標是沒有指引的 (註[5])，基本上個別使用任何一種方式衡量績效在觀念和方法上各有其缺失，以會計基礎衡量公司績效太過主觀、容易被操縱且與公司價值無顯著相關；而市場上許多不可控制的因素卻造成以市場基礎衡量，對代理人的績效而言是不恰當的指標 (Kren & Kerr, 1993)。為了改善不同產業及市場於衡量公司績效時立足點不一的缺點，相對績效衡量方法 (Relative Performance Evaluation) 為一較佳的績效衡量指標，其可將競爭對手或產業的績效水準納入考量，排除不可控制的因素後，管理者較能精確的衡量績效，而呈現衡量單位真實的績效水準 (Defond & Park, 1999)，因為管理者或員工不應由其本身無法控制的因素來決定報酬，以相對績效為衡量基準是較為合理且客觀的做法。因此，為了呈現管理者真實的績效水準，本研究使用產業相對績效的衡量方式，探討董事酬勞結構與產業相對績效的關係。

假說 1：公司相對績效表現對董事誘因性薪酬有正向影響，但對董事非誘因性薪酬無顯著影響。

三、內部監督效果與董事薪酬

在董事會監督能力方面，過去研究指出董事會規模、所有權結構、董事長兼任總經理、外部董事比例等皆會影響董事會的監控能力。例如：董事會規模越大時協調問題也越多，監督效率會下降 (Lipton & Lorsch, 1992)；董事持股越多，其監督管理當局、改善公司營運的誘因也越大 (Fich & Shivdasani, 2005)；董事長與總經理之間的權力消長會影響董事會之監督效果 (Ryan & Wiggins III, 2004)。

根據過去研究結果，本研究以董事會規模、董事長是否兼任總經理、董事持股率等變數做為董事會監督能力的代理變數，董事監督能力可反映出公司的代理衝突程度。當公司董事監督能力不佳，其面臨的代理衝突程度越高，公司對治理變數的要求會越強烈 (Dey, 2008)；亦即在代理衝突越高的情況下，公司對董事誘因性薪酬的依賴程度增加，以提升董事努力監督公司經運的誘因；關於董事會特性與董事薪酬水準之關聯的假說分述於下：

臺灣博碩士學術期刊資料庫

註[5] 過去研究探討公司績效與董事薪酬間關係時多以絕對績效 (Absolute Performance Evaluation) 指標為衡量標準，例如 Brick et al. (2006) 以 Tobin's Q、資產報酬率 (ROA) 及股票報酬率 (Stock Return) 作為績效衡量指標；國內學者宋致皓 (2006) 使用超額盈餘、資產報酬率 (ROA) 及權益報酬率 (ROE) 等績效衡量指標。

(一) 董事會規模

董事會人數乃依個別公司之情況，決定董事會成員之人數。董事會人數之多寡對董事會之效率具有重要影響，若董事會規模過於龐大，將使個別董事感到無法積極參與公司之決策，導致公司價值 (Tobin's Q) 較低 (Yermack, 1996)，或者因董事間自由討論的空間減少而降低監督效果 (Lipton & Lorsch, 1992)。

迄今，董事會規模對董事薪酬影響的實證研究並不多，實證結果也不一致。國外學者採取議價力 (Bargaining Power) 觀點來說明董事規模與董事薪酬水準之關聯。例如 Ryan 與 Wiggins III (2004) 支持董事會規模與董事薪酬有顯著負向關係，係因為董事會規模越大監督效果越弱，CEO 權力因而增強，且美國 CEO 對董事薪酬握有決定權，可降低董事薪酬水準；Brick et al. (2006) 亦發現董事人數與董事薪酬具有負向關係；然而，Fich 與 Shivdasani (2005) 研究結果卻顯示董事會規模與董事薪酬水準並無顯著相關。這些研究顯示在董事規模對董事薪酬的影響力方面並未獲得一致的結論。

本研究認為議價力觀點並不適合臺灣董事會運作的體制，因為我公司總經理對董事薪酬並不具有決定權，我國董事薪酬是由董事會提議，並交由股東會決議通過，總經理對董事薪酬水準基本上並未具有實質的決定權。根據過去文獻，董事會規模較小者通常對管理階層具有較佳的監督能力 (Yermack, 1996; Lipton & Lorsch, 1992; Ryan & Wiggins III, 2004; Brick et al., 2006)，此時董事與經理人間的代理衝突程度較低，公司給予董事的誘因性薪酬水準也相對較低。但另一方面，董事與股東之間的代理衝突程度 (次要代理成本) 卻可能因為董事會規模較小而提高，此乃因實務上我國股東會通常僅行使決定權，並未積極地行使提案權 (孫誠偉，2008)，在此情況下，董事會規模越小的公司，董事會越容易受到控制，使董事於董事酬勞上圖利自己的誘因反而提高；換言之，當董事會規模越小，董事薪酬可能越高。有鑑於此，本研究提出對立假說如下：

假說 2：董事會規模會影響董事誘因性薪酬，但對董事非誘因性薪酬無顯著影響。

假說 2a：董事會規模對董事誘因性薪酬有正向影響，但對董事非誘因性薪酬無顯著影響。

假說 2b：董事會規模對董事誘因性薪酬有負向影響，但對董事非誘因性薪酬無顯著影響。

(二) 董事持股率

Jensen 與 Meckling (1976) 提出利益一致性假說 (Convergence of Interest Hypothesis)，認為當管理者持股越高時，越會注意特權消費等不利於公司價值的行為，以避免產生額外的成本或損失，因此當管理者持股越高，其利益與股東越趨於一致而減少代理問題。此表示當董事持有所任職公司的股份即承受投資的風險，公司價值與董事財富有所連結，董事會有較強誘因去監督管理階層。

臺灣博碩士論文知識加值系統

實證上，Maug (1997) 指出給予董事股票或股票選擇權可緩和監督障礙，並提供董事極大化股東價值的誘因；Fich 與 Shivdasani (2005) 認為當董事持股越高，其監督管理當局、改善公司營運的誘因也越大，所以當董事持股比例越高時，若同時給予董事誘因性薪酬將導致無效率的情形發生；Dey (2008) 發現若董事持股率越高，表示公司所有權越集中，代理衝突較為緩和；宋致皓 (2006) 實證結果顯示董事持股比例對公司董事薪酬水準有顯著負向影響，而對公司價值與股東權益有顯著正向影響，符合利益一致性假說。

本研究認為董事持股率主要與董事監督動機有關，董事持股率越高其監督管理者的動機越強烈，此時公司的代理衝突程度越低，因而公司提供董事誘因性薪酬的需求相對降低，而對董事非誘因性薪酬的影響則不顯著。

假說 3：董事持股率對董事誘因性薪酬有負向影響，但對董事非誘因性薪酬則無顯著影響。

(三) 董事長是否兼任總經理

過去研究結果顯示，董事長是否兼任總經理對於董事薪酬的影響並未獲得共識。有研究支持董事長兼任總經理與董事薪酬水準為負相關，如 Ryan 與 Wiggins III (2004) 以董事與總經理兩者間權力之消長，探討董事會之獨立性及其監督效果，其樣本中有 69% 的總經理兼任董事長，發現董事長兼任總經理時，外部董事之獨立性下降，導致誘因性薪酬之效果並不顯著，因而董事薪酬會較低。有研究則支持二者有正向關係的存在，如 Brick et al. (2006) 之樣本公司中有 73% 的總經理兼任董事長，其實證結果顯示董事長兼任總經理與董事薪酬有顯著正相關，暗喻董事長兼任總經理時，有較大的權力影響薪酬的多寡，而薪酬過高表示公司處於弱的監督環境中。另有研究發現二者無顯著關聯，如 Conyon (1997) 以英國公司為樣本，發現 CEO 是否兼任董事長與董事薪酬無關的結果。

本研究認由於我國董事通常為大股東所擔任，當董事長兼任總經理時，所有權與經營權分離程度減低，次要代理成本下降，因此公司不需要花費太高的監督成本，將使得董事誘因性薪酬水準下降。又依據 Dey (2008) 的代理衝突論點，董事長兼任總經理時資訊不對稱程度降低，使代理衝突程度較為緩和，公司對董事誘因性薪酬的需求減弱。綜上所述，董事長兼任總經理會使董事薪酬水準下降。

假設 4：董事長兼任總經理對誘因性薪酬有負向影響，但對董事非誘因性薪酬則無顯著影響。

四、外部監控效果與董事薪酬

(一) 外部董事比例與董事薪酬

外部董事是指擔任公司董事但卻無任職於公司內部職位之董事，其與公司間並無

臺灣博碩學術期刊資料庫

直接關係以影響到其應履行監督之責。外部董事的功能在於避免董事會成員與公司經營階層的人員重複性過高，導致決策之決定面與執行面有所混淆。Perry (1999) 認為外部董事存在的意義在於監督管理者，當外部董事比例越高，公司越可能提供誘因性薪酬激勵董事監督公司的營運；Brick et al. (2006) 實證發現外部董事比例與董事薪酬為正相關；Ryan 與 Wiggins III (2004) 認為當外部董事比例高於內部董事比例時，公司較可能給予外部董事具誘因性質的薪酬；Fich 與 Shivdasani (2005) 認為董事薪酬目的在促使外部董事監督高階管理者，當董事持股越高，其監督管理當局、改善公司營運的誘因也越大，且誘因性薪酬 (股票選擇權) 為公司帶來的利益主要是使管理者與股東利益一致，促使外部董事監督高階經理人，其實證結果顯示若公司提供外部董事誘因性薪酬，則公司的市帳比 (Market-to-book) 會有所提升，市場對公司價值的評價也相對較高。因此，若要提升外部董事的監督的誘因，公司應該要給予較多的誘因性薪酬，外部董事比例應對誘因性薪酬有正向提升的作用。

假設 5：外部董事比例對誘因性薪酬有正向影響，但對董事非誘因性薪酬則無顯著影響。

(二) 機構投資人持股比例與董事薪酬

有關機構投資人的監控方面，過去研究主要探討機構投資人監控與高階主管薪酬的關係，這些研究顯示機構投資人監控與薪酬誘因會共同存在，因為監控代理人和提供代理人薪酬上的誘因間有交互作用 (Burkart, Gromb, & Panunzi, 1997; Holmström & Tirole, 1993)，且與個別股東相比，機構投資人少有搭便車的問題，使得機構投資人有強烈的誘因持續地蒐集資訊以管理公司事務 (Shleifer & Vishny, 1986; Bryan et al., 2000)。然而，有關機構投資人監控對董事薪酬之影響的實證研究並不多，有實證研究支持機構投資人的監控與董事薪酬間的互補性 (Bryan et al., 2000; Fich & Shivdasani, 2005)，認為大股東或機構投資人支持公司對董事採取股票或股票選擇權等激勵性薪酬計畫。

上述研究中，機構投資人可能偏愛選擇有提供此類激勵薪酬計畫 (股票或股票選擇權) 的公司，或者機構投資人會藉由給予誘因性薪酬的方式轉移其監督角色於董事 (Perry, 1999; Bryan et al., 2000; Fich & Shivdasani, 2005)。此外，本研究所分析的誘因性薪酬中，亦包含董事擔任員工所領取的股票股利或現金股利部分，在機構投資人偏好股票薪酬制度的態度下，機構投資人持股比例越高的公司，其董事誘因性薪酬水準應會相對較高。

假設 6：主動機構投資人持股比例對誘因性薪酬有正向影響，但對董事非誘因性薪酬則無顯著影響。

五、公司投資機會與董事薪酬

研究指出高成長型公司的管理者要如何完全開發公司未來的發展機會，加強公司

臺灣大學學術期刊資料庫

之競爭力，符合股東的期望，就須依賴給予董事誘因性薪酬以監督管理者進而達到成長的目標，以符合股東的期望 (Smith & Watts, 1992)。Chung 與 Charoenwong (1991) 指出不成長的公司比成長的公司風險更低，成長公司的代理人有較高報酬之需求以補償其所面臨的高風險；Smith 與 Watts (1992) 主張當其他條件相同下，以無形的投資機會表示公司價值越大時，代理人的薪酬需越高，其原因有三：(1) 代理人投資的才能為稀有資源；(2) 由於風險報酬的交換關係，公司風險越大，高階主管薪酬須越大；(3) 當公司的無形資產比例大時，代理人的薪酬因為誘因報酬契約維繫於公司價值。

過去大多研究公司投資機會與經理人報酬間的關係 (Gaver & Gaver, 1993, 1995; Smith & Watts, 1992)，實證結果支持投資機會高的公司會支付經理人較高的薪酬。至於少數幾篇有關公司投資機會對董事薪酬的研究，例如 Bryan et al. (2000) 及 Linn 與 Park (2005) 等亦支持投資機會高的公司董事以股票為基礎的薪酬較高；Brick et al. (2006) 及 Fich 與 Shivdasani (2005) 等學者研究則發現投資機會較多的公司藉由給予較多薪酬可促使董事做出對於股東有利的行動。Fich 與 Shivdasani (2005) 認為對高成長性公司而言，採取誘因性薪酬計畫可提供外部董事較強的監督動機，因為實現成長的潛力等同於創造較佳的公司價值，外部董事將因此獲利；而對於投資或成長機會較低的公司，誘因的重要性減弱，這些公司可能選擇不提供誘因性薪酬給予公司董事。

假設 7：公司投資機會越高，董事薪酬越高。

參、研究方法

一、樣本的選取

行政院金管會所修訂之「公開發行公司年報應行記載事項準則」於 2004 年開始適用，其規定董事薪酬資訊需於年報中依據準則附表所列示的薪酬項目分別揭露，以使投資大眾瞭解最近年度董事支領薪酬之情況。而經濟新報資料中，於 2005 年至 2007 年間將董事退休金、離職金納入「董事報酬」項中，自 2008 年後才開始提供董監離、退職金資料；此外，歸類於誘因性薪酬之董事兼任經理人所領取之員工現金紅利、股票紅利，相關資料亦於 2005 年開始公告。為了使董事薪酬結構有一致的基礎，本研究期間乃設定為 2005 年至 2007 年三個年度。

本研究以樣本期間中所有在臺灣證券交易所 (TSEC) 掛牌上市的公司作為研究樣本，並將研究樣本分為三個群組，分別為全產業、高科技產業以及傳統產業。傳統產業與高科技產業的分類群組則依據「行政院經濟建設委員會」所公佈之產業分類作為基礎。

本研究樣本選取標準如下：

1. 2005 年至 2007 年於台灣證券交易所 (TSEC) 掛牌上市的公司，且具有完整財務、股權結構及股票市價資料者。

臺灣大學學術期刊資料庫

2. 排除財務結構與一般產業迥異的金融業、保險業、證券業及存託憑證。
3. 排除非典型製造產業之運輸業、觀光業、百貨業、綜合產業等，避免因財務結構與一般產業之差異而影響本研究結果。
4. 排除董事薪酬未揭露或為零之公司。

由以上的選樣標準共得樣本 1,590 家，其中高科技產業有 917 家，傳統產業有 673 家。

二、變數定義與衡量

本研究中所有上市公司之總經理任期、總經理持股等相關資料皆逐筆摘自上市公司 2005 年以及 2007 年度之股東會年度報告書，另外上市公司相關財務及股權結構等相關資料則來自「台灣經濟新報資料庫 (TEJ)」。相關變數定義如下：

(一) 應變數

我國公開發行公司須依照行政院金融監督管理委員會所制定的「公開發行公司年報應行記載事項準則」中董事、監察人及經理人薪酬之揭露附表為標準揭露格式，本研究乃將董事薪酬整理為非誘因性薪酬、誘因性薪酬及董事總薪酬三類。董事報酬及業務執行費屬於非誘因性薪酬 (NONINCOMP)，為董事處理公司事務所應得之薪酬；董事酬勞與紅利屬於誘因性薪酬 (INCOMP)，為本研究主要探討的董事薪酬，董事酬勞之數額乃按稅後盈餘某個成數提撥，成數多寡由公司章程或股東會議訂之，董事股票紅利與現金紅利為董事兼任經理所領取之員工紅利；董事總薪酬 (TOTALCOMP) 包含董事酬勞、現金股利、股票股利及兼任所領取的薪資、退職金及獎金等。各類董事薪酬的細項列示如下：

1. 董事報酬：包含薪資、職務加給、各種獎金、獎勵金等。
2. 董事業務執行費：董事之業務執行費，包括車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供。
3. 董事酬勞：股東會前經董事會通過擬議配發之董事酬勞金額，故此處為預估領取之金額。

(二) 自變數

1. 相對績效 (REL_PERF) (註 [6])：本研究之公司相對績效指標設有兩項，分別代表會計績效及市場績效。會計績效指標為股東權益報酬率 (Return on Equity；ROE)，市場績效則以公司股票報酬率 (ROR)、(RET) 為衡量指標，並依據 Defond 與 Park (1999)

註 [6] 本研究曾嘗試使用其他的績效指標，如 ROA、EPS 等，經由 Chow-test 檢定結果，發現採用 ROA、EPS、ROE 等會計指標分析結果之差異並不顯著，為了維持文章與表格呈現的精簡度，本研究以 ROE (Return on Equity) 表示會計績效指標，以 (ROR)、(RET) 表示市場績效指標呈現於本文中。

臺灣人文社會學術期刊資料庫

的衡量方式，將公司績效指標扣除產業績效指標中位數，求得公司相對產業績效指標。

2. 董事會規模 (BOARD)：以該公司董事人數做為董事會規模之衡量依據。
3. 董事持股 (DIRSHIP)：以該公司當年度董事總持股比例代表之。
4. 董事長兼任總經理 (DUALITY)：此變數設為虛擬變數，若總經理兼任董事長職務為 1，否則為 0。
5. 外部董事比例 (OUTRATIO)：本研究將外部董事定義為非公司之受雇員工或關係企業之董事、監察人及受雇員工。而計算方式如下：

$$\text{外部董事人數比例} = \frac{\text{外部董事人數}}{\text{董事會規模}}$$

6. 主動機構投資人持股比例 (ACINT)：Almazan、Hartzell 與 Starks (2005) 將機構投資人與公司利益連結及監督之程度區分為「主動機構投資人」和「被動機構投資人」，本研究主要針對主動機構人持股比例進行探討，其定義如下：

主動機構投資人持股 = 政府機構年底持股比例＋外國機構年底持股比例＋其他法人機 構年底持股比例

7. 投資機會 (INVEST)：參考 Linn 與 Park (2005) 及 Bryan et al. (2000) 對投資機會的衡量方式，以市場帳面價值比 (Market-to-book Ratio) 來代表公司的投資機會，計算方式如下所示：

$$\text{投資機會 (INVEST)} = \frac{\text{資產市值}}{\text{資產帳面價值}}$$

(三) 控制變數

為了避免研究檢測結果受到干擾，本研究控制公司特徵 (是否為家族公司、公司規模、負債比率、最終控制者席次－股份偏離度) 與總經理特徵 (總經理持股比例、總經理任期)。

1. 家族公司 (FAMILY)：家族公司定義參考 Gomez-Mejia、Larraza-Kintana 與 Makri (2003) 的定義，並將此變數為虛擬變數，屬於家族公司設為 1，否則為 0。
2. 總經理持股比例 (MANSHIP)：根據利益一致性假說，總經理持股越高，越會注意特權消費等不利於公司價值的行為。Brick et al. (2006) 與 Bryan et al. (2000) 指出當 CEO 持股越高，則 CEO 與股東利益越一致，公司越不需要監督，則 CEO 持股率與董事薪酬為負相關。

臺灣大學圖書館期刊資料庫

3. 總經理任期 (TENURE)：有關 CEO 任期與董事薪酬間關係的相關研究顯示，當 CEO 任期越長，CEO 的經驗及權力也隨著增加，導致董事監督效率下降，使董事非現金薪酬的比例越低 (Brick et al., 2006)。總經理任期的計算期間為總經理就任當日至研究當年度年底為止。
4. 公司規模 (SIZE)：公司規模越大業務複雜度提升，相對而言監督的難度也增加，所以會給予董事股票薪酬以增加監督誘因 (Becher et al., 2005)。Brick et al. (2006) 的實證結果也顯示公司規模越大，越需要被監督，因而董事薪酬也越高。本研究以銷貨收入的自然對數做為公司規模的代理變數。
5. 負債比例 (LEV)：Brick et al. (2006) 指出提高負債表示公司需要更多監督，因為股東權益被侵蝕了，因此負債比例與董事薪酬為正相關，然而 Bryan et al. (2000) 卻發現負債比率與董事薪酬有顯著負相關，其研究指出負債可以減輕過度投資的代理成本，負債契約伴隨固定給附的利息以及應償還的本金，會限制管理者過度投資於價值減損計畫的方案，並清償績效不佳的資產以避免技術性違約 (Bryan et al., 2000)，且盈餘分配給董事或給予較多的董事薪酬會減損公司的償債能力，因此負債程度越高則董事薪酬應相對較低。本研究將負債比例設為控制變數，計算方式為總負債除以總資產。
6. 偏離度 (DIVERGENCE)：控制股東是對公司決策具有最大及最終影響力者，其可透過金字塔結構和交叉持股來強化股權的控制力 (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999)，有學者即指出台灣有許多上市公司之控制股東透過金字塔結構與交叉持股的方式來控制公司，因而造成控制權與盈餘分配權的偏離現象 (La Porta et al., 1999; Claessens, Djankov, & Lang, 2000)。當控制權與盈餘分配權偏離時，可能會引發控制股東與小股東間的代理問題 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002)，且控制股東侵占與損害小股東財富之傾向越強 (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002)。本研究將偏離度視為控制變數，並參考 La Porta et al. (2002) 的做法，以席次控制權與盈餘分配權的差額來表示之。

三、研究模型

本研究主要從次要代理成本的角度來探討董事誘因性薪酬的影響因子，以董事非誘因性薪酬 (NONINCOMP)、誘因性薪酬 (INCOMP)、總薪酬 (TOTALCOMP) 做為依變數進行迴歸分析，影響因子包含自變數與控制變數，自變數分別為產業相對績效 (REL_PERF)、董事會規模 (BOARD)、董事持股比例 (DIRSHIP)、總經理是否兼任董事長 (DUALITY)、外部董事比例 (OUTRATIO)、主動機構投資人 (ACINT)、及投資機會 (INVEST)，控制變數分別為家族企業 (FAMILY)、家族公司總經理持股比例 (MANSHIP)、總經理任期 (TENURE)、公司規模 (SIZE)、負債比率 (LEV)、及偏離率

臺灣大學圖書館期刊資料庫

(DIVERGENCE)。依據假說而成立之實證模型如下所示：

$$Compensation_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 REL_PERF_{it} + \alpha_2 BOARD_{it} + \alpha_3 DIRSHIP_{it} + \alpha_4 DUALITY_{it} + \alpha_5 OUTRATIO_{it} + \alpha_6 ACINT_{it} + \alpha_7 INVEST_{it} + \alpha_8 FAMILY_{it} + \alpha_9 MANSHIP_{it} + \alpha_{10} TENURE_{it} + \alpha_{11} SIZE_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} DIVERGENCE_{it} + \varepsilon_{it}$$

i：代表第 i 家樣本公司；t：代表第 t 年度樣本資料

此外，在進行模型實證研究前，首先要檢驗高科技產業及傳統產業分類下之董事薪酬結構是否有異，本研究採用 Chow-test 來檢定此群組分類的可行性。Chow-test 稱為係數穩定性檢定，用以判斷高科技產業與傳統產業組之迴歸係數否相同，若拒絕虛無假設表示兩組樣本之迴歸係數是不同的，兩組樣本必須分開討論。

四、樣本特徵

本研究呈現董事薪酬的統計結果於表 1。在董事薪酬結構方面，以全產業而言，董事收到非誘因薪酬為 $400,790，占總薪酬的比例為 11.61%；平均誘因薪酬為 $2,167,157，占總薪酬的比例為 62.79%，平均總薪酬為 $3,451,286；此外，高科技產業的非誘因性薪酬比重顯著低於傳統產業的誘因性薪酬比重 (5.86% vs. 25.12%；t= -11.27***)，誘因性薪酬比重則顯著高於傳統產業的誘因性薪酬比重 (71.56% vs. 42.19%；t=8.59***)，整體而言，高科技產業的董事總薪酬優於傳統產業。

在公司績效表現方面，平均 REL_ROE 為 -1.60%，高科技產業的 REL_ROE 平均績效不如傳統產業 (-2.98% vs. 0.29%；t=-3.27*)，平均 REL_REL 為 8.98%，高科技產業的 REL_REL 平均績效優於傳統產業 (10.26% vs. 7.16%)，但未達顯著差異。在內部監督能力方面，平均董事規模 (BOARD) 為 9.75 位；平均董事持股率 (DIRSHIP) 為 19.37%；平均總經理兼任董事長虛擬變數 (DUALITY) 為 0.29；傳統產業的平均董事規模與董事持股率高於高科技技產業。在外部監控能力方面，平均外部董事比例為 22.79%；主動機構投資人持股率 (ACINT) 平均為 11.32%；高科技產業的平均外部董事比率與平均主動機構投資人持股率顯著地高於傳統產業。在公司投資機會方面，全產業之未來投資機會 (INVEST) 平均為 1.20；高科技產業的未來投資機會明顯優於傳統產業的投資機會 (1.23 vs. 1.15, t=6.00**)。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1　各變數之敘述統計

變數	全產業	高科技產業	傳統產業	差異檢定	
	(n=1,590)	(n=917)	(n=673)		
應變數：	單位：元			平均差距	t-value
NONINCOMP	400,790	246,041	611,644	-365,603	-11.27***
INCOMP	2,167,157	3,003,890	1,027,063	1,976,827	8.59***
TOTALCOMP	3,451,286	4,197,528	2,434,490	1,763,038	6.95***
自變數：					
REL-ROE (%)	-1.60	-2.98	0.29	-3.27	-2.56*
REL-RET (%)	8.95	10.26	7.16	3.10	1.30
BOARD	9.75	9.52	10.06	-0.54	-3.68***
DIRSHIP (%)	19.37	18.45	20.62	-0.02	-3.38***
DUALITY (%)	28.99	31.95	24.96	0.07	3.08**
OUTRATIO (%)	22.79	27.09	16.94	0.10	14.32***
ACINT(%)	11.32	12.55	9.63	0.03	3.90***
INVEST	1.20	1.23	1.15	0.09	6.00***
控制變數：					
FAMILY (%)	62.89	53.22	76.08	-22.86	-9.81***
MANSHIP (%)	2.99	3.07	2.89	0.19	0.80
TENURE	8.73	8.25	9.38	-1.13	-2.23*
SIZE	19,186,009	21,394,596	16,176,686	5,217,910	0.81
LEV (%)	36.30	35.66	37.17	-1.51	-1.82
DIVERGENCE (%)	39.85	36.96	43.79	-6.83	-5.44***

***p<.001 表達到 0.1% 顯著水準；**p<.01 表達到 1% 顯著水準；*p<.05 表達到 5% 顯著水準。
TOTALCOMP 為董事薪酬，REL-ROE 為相對產業 ROE，REL-REL 為相對產業股票報酬率，BOARD 為董事會規模，DIRSHIP 為董事持股，DUALITY 為總經理兼任董事長之虛擬變數，OUTRATIO 為外部董事比例，ACINT 為主動機構投資人持股，INVEST 為投資機會。

肆、實證分析

一、相關性分析

本研究以 Pearson 積差相關分析驗證兩兩變數間之相關性，結果列示於表 2。進行迴歸分析時，若自變數與控制變數間因相關性太高可能產生共線性問題。表 2 中自變數與控制變數間之相關係數結果顯示大部份的相關係數皆小於 .40，未達中度相關之結果，除了主動機構投資人持股率與規模之相關系數為 .55 (p<.000)，外部董事比

臺灣大學學術期刊資料庫

率與偏離率之相關係數為 -.67 ($p<.000$) 外，此隱含公司規模越大的公司，主動機構投資人持股率較高，另根據既有文獻，最終控制者席次與盈餘分配權偏離程度高的公司，其代理問題較為嚴重 (La Porta et al., 2002)，控制股東易控制董事會以達自利目的，使得最終控制者席次與盈餘分配權偏離程度高的公司，其外部董事比例較低。然為避免模型有共線性問題，本研究於迴歸分析中亦測試各變數之 VIF 值，實證得知各迴歸式之 VIF 皆未高於 2，因此本研究變數間無共線性過高之問題。為求圖表的精簡性，VIF 值並未列示於表中。

表 2　各變數間相關係數矩陣

	變數名稱	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	LnNONINCOMP	1.00										
2	LnINCOMP	0.02	1.00									
3	LnTOTALCOMP	0.26***	0.81***	1.00								
4	REL_ROE	0.09***	0.38***	0.24***	1.00							
5	REL_RET	0.01	0.101**	0.12***	0.19***	1.00						
6	BOARD	0.06*	0.09**	0.08**	0.06*	-0.01	1.00					
7	DIRSHIP	-0.02	-0.17***	-0.09***	0.07**	-0.00	0.13***	1.00				
8	DUALITY	-0.27***	-0.04*	-0.12***	-0.05	-0.02	-0.12***	-0.11***	1.00			
9	OUTRATIO	-0.22***	0.00	-0.02	-0.01	0.06*	0.10***	0.04	0.05*	1.00		
10	ACINT	0.05	0.39***	0.36***	0.05*	-0.02	0.22***	0.01	-0.06*	0.02	1.00	
11	INVEST	0.07*	0.13***	0.25***	0.43***	0.22***	0.04	0.08**	-0.03	0.16***	0.08**	1.00
12	FAMILY	0.12***	-0.18***	-0.07**	0.02	-0.04	-0.00	0.02	0.01	-0.17***	-0.18***	-0.02
13	MANSHIP	-0.14***	-0.13***	-0.12***	0.03	0.00	-0.20***	0.12***	0.40***	0.08**	-0.14***	0.04
14	TENURE	-0.06*	-0.08**	-0.02	0.04	0.00	-0.04	-0.02	0.24	-0.02	-0.06*	0.04
15	SIZE	0.22***	0.50***	0.47***	0.14***	-0.03	0.35***	-0.07**	-0.08**	-0.19***	0.55***	0.06*
16	LEV	0.04	-0.03	-0.13***	-0.25***	-0.07**	-0.10***	-0.06*	-0.01	-0.06*	-0.10***	-0.17***
17	DIVERGENCE	0.17***	0.22***	0.13***	-0.06*	-0.03	0.11***	-0.22***	-0.09***	-0.67***	0.14***	-0.18***

***$p<.001$ 表達到 0.1% 顯著水準；**$p<.01$ 表達到 1% 顯著水準；*$p<.05$ 表達到 5% 顯著水準。
FAMILY 為家族企業之虛擬變數，MANSHIP 為總經理持股比例，TENURE 總經理任期，SIZE 為公司規模，LEV 為負債比例，DIVERGENCE 為最終控制者席次 - 股份偏離率。其於變數名稱請參考表 1。

二、全產業之實證結果

表 3 列示兩種不同績效指標下影響董事薪酬因素的實證結果。表 3 顯示公司績效 (REL_ROE、REL_REL) 對董事總薪酬有顯著正向影響 ($\beta=.091$，$p=.000$；$\beta=.087$，$p=.000$)；在區分董事薪酬類別後發現，公司績效 (REL_ROE、REL_REL) 顯著正向影響誘因性薪酬 ($\beta=.323$，$p=.004$；$\beta=.077$，$p=.001$)，對非誘因性薪酬則無顯著影響，假設 1 獲得支持。在內部監督效果方面，董事規模對董事總薪酬 ($\beta=-.116$，$p=.000$；$\beta=-0.114$，$p=.000$) 與誘因性薪酬 ($\beta=-.116$，$p=.000$；$\beta=-.124$，$p<.000$) 具有顯著

臺灣上市公司董事薪酬資料庫

負向影響，對非誘因性薪酬不具顯著影響力，支持假設 2b 的推論；董事持股率對董事非誘因性薪酬不具有顯著影響力，但對董事總薪酬及誘因性薪酬具有顯著負向影響 (β=－.139 ～ －.079，p<.000)，支持假設 3 的推論；董事長兼任總經理對董事總薪酬、非誘因性薪酬均具有顯著負向影響 (β=－.240～－.110，p<.000)，部分支持假設 4 的推論。在外部監控效果方面；外部董事比例顯著負向影響非誘因性薪酬 (β= －.195～－.194，p=.000)，且顯著正向影響非誘因性薪酬與總薪酬 (β=.65 ～ .183，p<.05)，部分支持假設 5 之推論，此顯示外部董事偏好低非誘因性薪酬，並需要高誘因性薪酬來提升其監督動機；主動機構投資人持股比例僅對總薪酬有顯著正向影響 (β=.115 ～ .121，p<.000)，部分支持假設 6 的推論。最後，未來投資機會對於董事薪酬有顯著正向影響，此實證結果顯示未來投資機會越多，董事薪酬也越高，以促使董事做出有利於公司利益的決策，假設 7 的推論得到支持。

表 3　全產業影響董事總薪酬因素之實證結果

N=1,590	應變數：董事薪酬					
	符號	非誘因性薪酬		誘因性薪酬		總薪酬	
自變數：							
REL-ROE	＋	0.035		0.323***		0.091***	
REL-RET	＋		0.018		0.077**		0.087***
BOARD	＋	-0.009	-0.010	-0.116***	-0.124***	-0.116***	-0.114***
DIRSHIP	－	-0.048	-0.047	-0.139***	-0.115***	-0.081***	-0.079***
DUALITY	－	-0.237***	-0.240***	0.003	-0.036	-0.110***	-0.111***
OUTRATIO	＋	-0.194***	-0.195***	0.169***	0.183***	0.065*	0.049
ACINT	＋	-0.048	-0.046	0.004	0.053	0.121***	0.115***
INVEST	＋	0.059	0.074**	0.058*	0.194***	0.161***	0.176***
控制變數：							
FAMILY	?	0.097***	0.097***	-0.085***	-0.100	-0.025	-0.023
MANSHIP	－	-0.028	-0.027	0.074**	0.087**	0.028	0.028
TENURE	－	-0.017	-0.015	-0.042	-0.038	0.019	0.022
SIZE	＋	0.196***	0.202***	0.528***	0.554***	0.418***	0.441***
LEV	－	0.034	0.028	-0.101***	-0.131***	-0.104 ***	-0.120***
DIVERGENCE	＋	-0.062	-0.065	0.138***	0.124***	0.028	0.010
Adj-R2		0.152	0.152	0.444	0.374	0.321	0.322
F		19.677***	19.625***	70.679***	53.115***	58.878***	59.102***

***p<.001 表達到 0.1% 顯著水準；**p<.01 表達到 1% 顯著水準；*p<.05 表達到 5% 顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

三、高科技產業及傳統產業之實證結果

(一) Chow 檢定

將全產業區分為高科技產業及傳統產業，以 Chow 檢定不同產業類別中之迴歸係數是否有顯著差異，以確認區別產業的必要性。Chow 檢定結果依兩種不同績效指標，分別列示於表 4 之 Panel A、Panel B 及 Panel C。Panel A 中兩迴歸式之 F 值分別為 91.8418 與 86.1445 ($p<.001$)；Panel B 中兩迴歸式之 F 值分別為 76.3023 與 37.6366($p<.001$)；Panel C 中兩迴歸式之 F 值分別為 6.9857 與 5.9184 ($p<.001$)。結果發現，高科技產業及傳統產業影響董事薪酬之因素的確存有差異，因此，本研究將樣本分為兩群組進行複迴歸分析。

表 4　高科技產業及傳統產業董事薪酬結構之 Chow 檢定

Panel A：非誘因性薪酬		
Chow-test	REL_ROE	91.8418***
	REL_RET	86.1445***
Panel B：誘因性薪酬		
Chow-test	REL_ROE	76.3023***
	REL_RET	37.6366***
Panel C：總薪酬		
Chow-test	REL_ROE	6.9857***
	REL_RET	5.9184***

***$p<.001$ 表達到 0.1% 顯著水準；**$p<.01$ 表達到 1% 顯著水準；*$p<.05$ 表達到 5% 顯著水準。

(二) 高科技產業及傳統產業之董事薪酬影響因子

表 5 及表 6 分別列示在高科技產業及傳統產業公司中，各項因素是否對董事薪酬造成影響之實證結果。高科技產業中，公司績效 (REL_ROE、REL_REL) 對董事總薪酬有顯著正向影響，內部監督效果 (DIRSHIP、DUALITY) 對董事總薪酬有顯著負向影響，主動機構投資人持股比例 (ACINT) 及投資機會 (INVEST) 對董事總薪酬有顯著正向影響。其中，公司績效 (REL_ROE、REL_RET) 對董事誘因性薪酬有顯著正向影響，對非誘因性薪酬則無顯著影響；董事持股率 (DIRSHIP) 對誘因性薪酬有顯著負向影響，對於非誘因性薪酬無顯著影響；董事長兼任總經理 (DUALITY) 對董事非誘因性薪酬與總薪酬皆有顯著負向影響，然對於誘因性薪酬無顯著影響；投資機會 (INVEST) 對各類董事薪酬皆有顯著正向影響。

傳統產業產業中，公司績效 (REL_ROE、REL_RET) 對董事總薪酬有顯著正向影響，內部監督效果 (BOARD、DUALITY) 對董事總薪酬有顯著負向影響，投資機會

臺灣大學醫務期刊資料庫

(INVEST) 對董事總薪酬無顯著影響。其中，公司績效 (REL_ROE、REL_RET) 對董事誘因性薪酬有顯著正向影響，對非誘因性薪酬則無顯著影響，董事持股比例 (DIRSHIP) 對董事誘因性薪酬有顯著負向影響，董事長兼任總經理 (DUALITY) 對董事非誘因性薪酬有顯著負向影響；外部監控效果 (OUTRATIO、ACINT) 對董事薪酬水準則不具有顯著影響力；投資機會 (INVEST) 僅對董事誘因性薪酬具有顯著影響效果。

整體而言，高科技產業與傳統產業在董事薪酬影響因子的差異性，主要在於董事持股比例 (DIRSHIP)、主動機構投資人持股比例 (ACINT)、投資機會 (INVEST) 等三方面。實證結果顯示，相較於傳統產業，在高科技產業樣本中，董事持股比例 (DIRSHIP) 對董事非誘因薪酬及總薪酬有顯著負向影響力，主動機構投資人持股率 (ACINT) 與投資機會 (INVEST) 對董事總薪酬有顯著正向影響力，此顯示高科技產業之董事薪酬的內部監督機制 (DIRSHIP) 較為有效，外部監控機制則和董事薪酬扮演互補的功能，即主動機構投資人偏好董事薪酬較高的公司，此外，公司投資機會 (INVEST) 是董事薪酬水準的提升扮演重要的角色。

表 5　高科技產業之董事薪酬影響因子

N=917	應變數：董事薪酬					
	符號	非誘因性薪酬		誘因性薪酬		總薪酬	
自變數：							
REL-ROE	+	-0.113*		0.420***		0.079*	
REL-RET	+		-0.009		0.077**		0.058*
BOARD	+	-0.106*	-0.094	-0.049	-0.124***	-0.107***	-0.103**
DIRSHIP	−	-0.090	-0.094	-0.135***	-0.115***	-0.076*	-0.075*
DUALITY	−	-0.223***	-0.209***	-0.030	-0.036	-0.136***	-0.138***
OUTRATIO	+	-0.036	-0.044	0.069	0.183***	0.039	0.026
ACINT	+	-0.047	-0.051	-0.027	0.053	0.138***	0.128***
INVEST	+	0.208***	0.141***	-0.021	0.194***	0.205***	0.221***
控制變數：							
FAMILY	?	0.075*	0.078*	-0.035	-0.100***	-0.049	-0.048
MANSHIP	−	0.006	0.004	0.068**	0.087**	0.003	0.005
TENURE	−	-0.056	-0.057	-0.048	-0.038	0.033	0.033
SIZE	+	0.273***	0.252***	0.532***	0.554***	0.356***	0.382***
LEV	−	-0.001	0.032	-0.086**	-0.131***	-0.129***	-0.147***
DIVERGENCE	+	-0.106	-0.102	0.157***	0.124**	0.047	0.032
Adj-R2		0.113	0.108	0.484	0.371	0.306	0.305
F		8.020***	7.626***	52.183***	33.142***	32.106***	31.910***

***p<.001 表達到 0.1% 顯著水準；**p<.01 表達到 1% 顯著水準；*p<.05 表達到 5% 顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6　傳統產業之董事薪酬影響因子

N=673	應變數：董事薪酬					
	符號	非誘因性薪酬		誘因性薪酬		總薪酬	
自變數：							
REL-ROE	＋	0.000		0.322***		0.164***	
REL-STOCK	＋		0.008		0.144***		0.120***
BOARD	＋	-0.035	-0.036	-0.090*	-0.103*	-0.158***	-0.164***
DIRSHIP	－	-0.013	-0.013	-0.128**	-0.105*	-0.054	-0.053
DUALITY	－	-0.281***	-0.281***	0.082	0.067	-0.066*	-0.068*
OUTRATIO	＋	-0.094	-0.094	0.053	0.106	0.095*	0.093*
ACINT	＋	-0.040	-0.039	-0.004	0.051	0.075	0.089
INVEST	＋	0.036	0.036	0.091*	0.199***	0.014	0.079*
控制變數：							
FAMILY	?	0.029	0.029	-0.052	-0.081	0.021	0.018
MANSHIP	－	-0.002	-0.003	0.040	0.099	0.047	0.058
TENURE	－	0.003	0.003	-0.063	-0.051	0.005	0.015
SIZE	＋	0.244***	0.243***	0.520***	0.537***	0.557***	0.582***
LEV	－	0.018	0.018	-0.123**	-0.092*	-0.069*	-0.089**
DIVERGENCE	＋	0.057	0.056	0.012	0.083	0.017	0.008
Adj-R2		0.187	0.187	0.412	0.357	0.370	0.368
F		12.291***	12.296***	23.881***	19.129***	31.295***	31.022***

***p<.001 表達到 0.1% 顯著水準；**p<.01 表達到 1% 顯著水準；*p<.05 表達到 5% 顯著水準。

伍、討論

本研究以 2005 年及 2007 年在台灣證券交易所 (TSEC) 掛牌上市的公司作為研究樣本，將研究樣本分為全產業、傳統產業以及高科技產業等三個群組，旨在驗證董事薪酬結構的影響因子，亦即探討公司績效、內外部監督效果與公司成長機會對董事薪酬的影響。以下針對本研究目的，進行實證結果之探討並彙整如下：

一、公司績效與董事誘因性薪酬的關係

本研究實證結果顯示相對績效指標對誘因性薪酬 (董事酬勞及紅利) 有顯著正向影響，對董事非誘因性薪酬 (董事業務執行費及報酬) 則無顯著影響，假設 1 獲得證實。公司於決定董事酬勞成數時，會將產業績效水準納入考量，藉由較精確的績效指標來

臺灣人壽保險研究資料庫

呈現董事努力的成果，使董事薪酬與公司績效可以產生有效的連結，以降低董事與股東間的次要代理成本；反之，相對績效指標對非誘因性薪酬 (董事業務費及報酬) 並不具顯著影響，印證董事車馬費及報酬是董事為公司服務應得勞務之對價，與公司盈餘分配無關。此結果符合 Holmström (1979) 的觀點，在現今所有權與經營權越來越分離的趨勢下，對股東會希望公司績效與管理者薪酬有所聯結，而採取績效給付薪酬計畫是合理可行的方式 (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; 張心悌，2007)。

二、內部監督效果、代理衝突與董事薪酬結構的關連

(一) 董事會規模

董事會規模對於董事薪酬 (誘因薪酬、總薪酬) 為顯著負向影響，此隱含對我國上市公司而言，股東會通常僅行使同意權，並未積極執行提案權，當董事會規模越小，董事會越容易掌控，因而在董事薪酬決策上，董事圖利自己的誘因反而提高。另一方面，本研究實證資料顯示，董事會規模越小的公司，其董事與主動機構投資人之持股比例也越低 (γ =.127*** 與 .215***)，此時公司代理衝突程度相對提高，需要提供較高的誘因性薪酬來激勵董事努力執行監督行為，以保護股東權益，此亦可能是導致董事會規模對董事薪酬水準產生負向影響的原因。

(二) 董事持股率

研究指出持有股票是一種使董事為股東利益而認真工作的方法 (孫誠偉，2008)，董事持股率越高，監督動機也越強，公司治理效果因而提升，在替代觀點下，董事薪酬將會較低。以全產業為樣本的實證結果顯示，當董事持股比例越高時，董事薪酬會越低，董事越會注意特權消費等不利於公司價值的行為，避免公司產生額外的成本或損失，影響自身的權利，此結果與 Fich 與 Shivdasani (2005) 研究當董事持股比例越高時，公司較不會提供誘因性薪酬的推論一致。因此，在董事持股比例高的情況下，一方面以誘因性薪酬來激勵董事的效用降低，另一方面董事也較不會於薪酬上有自利的行為，符合利益一致性假說。然而，此推論在傳統產業樣本中並不適用，對傳統產業而言，董事持股率並非董事薪酬的決定因素，董事持股率與董事誘因性薪酬間並不存在替代效果。

(三) 董事長兼任總經理

本實證結果顯示，不論是高科技業或傳統產業，在董事長兼任總經理的情況下，董事薪酬水準會顯著下降，此可能是因為當董事長兼任總經理時，所有權與經營權分離程度降低，代理衝突程度較為緩和，因此公司對董事薪酬的依賴程度會較低。然不同於原先假設預期的是，董事長兼任總經理變數主要影響的是非誘因薪酬的部分，由於我國董事通常為大股東所擔任，當董事長兼任總經理時，所有權與經營權分離程度減低，代理成本下降，因此公司不需要花費太高的監督成本在董事薪酬上，但誘因性

臺灣博碩士論文知識加值系統

薪酬的部分則不受此因素影響。又依據 Dey (2008) 的代理衝突論點，董事長兼任總經理時資訊不對稱程度降低，使代理衝突程度較為緩和，公司對董事非誘因性薪酬的需求減弱。綜上所述，董事長兼任總經理會使董事非誘因薪酬與總薪酬水準下降。

(四) 外部董事比例

本研究實證結果指出外部董事比例對董事薪酬水準的影響力並不明顯，葉銀華、李存修與柯承恩 (2002) 認為我國外部董事不具獨立性的原因在於外部董事與公司間存有間接利益關係，而削弱其監控效果，加上本研究樣本之平均外部董事比例為 22.79%，顯著低於國外相關研究樣本之平均外部董事比例 (例如：Cordeiro et al. (2000) 為 69%；Ryan 與 Wiggins III (2004) 為 47.92%；Fich 與 Shivdasani (2005) 為 57.14%; Brick et al. (2006) 為 77.4%)，使得我國上市公司之外部董事對於公司影響力較為不足。在此情況下，我國上市公司不僅不會提供外部董事誘因性薪酬激勵其進行監督行為，外部董事亦可能無法提供充分的監督效果來降低代理衝突程度，使董事薪酬水準降低。所以，針對外部董事監督機制之相關法律規定的不完整，證交法乃修正及新增有關獨立董事和審計委員會等相關監督機制等規定 (註 [7])，以增加外部董事監督之影響力，如為強化公司治理，證交法修正後要求公開發行公司由獨立董事組成審計委員會，並賦予獨立董事股權報酬，更有助於引誘其積極履行職責，改善或提高公司財務會計資訊之正確性與可信度。

三、主動機構投資人的監控

於外部監督機制方面，本研究根據 Almazan et al. (2005) 對機構投資人與公司利益連結及監督之程度分類方式，探討主動機構投資人對於董事薪酬的影響，實證結果顯示，因機構投資人原本就具有專業分析能力及理性投資行為，加上主動機構投資人的監督能力相較於被動機構投資人更為顯著，因而成為監督公司管理階層經營結果的一股外部力量，可有效遏止董事薪酬不合理或自利的情形發生。本研究實證結果指出，以全產業而言，主動機構投資人會顯著影響董事薪酬水準，主動機構投資人在公司治理上扮演積極的監督角色，並偏好公司規模較大與董事薪酬水準較高的公司，換言之，其和董事薪酬制度扮演互補的治理角色。

四、公司未來投資機會與董事薪酬

公司未來投資機會對於董事薪酬的影響方面，實證結果顯示當公司未來投資機會越多，董事誘因性薪酬水準越高。此表示公司為促使董事盡力發展公司之成長潛力，會藉由誘因性薪酬使董事與股東的目標一致，監督管理者進而達到成長的目標，以及

註 [7] 我主管機關於 2002 年 10 月 4 日頒佈「上市上櫃公司治理實務守則」第 25 條第一項規定上市櫃公司應規劃適當獨立董事席次，2006 年在證券交易法增定獨立董事制度及審計委員會。

臺灣博碩學術期刊資料庫

提高公司價值，此結果與多位學者研究發現給予董事較高的誘因性薪酬，可刺激外部董事做出對於股東有利的行動之推論一致 (Brick et al., 2006; Fich & Shivdasani, 2005; Linn & Park, 2005)。而公司未來投資機會對於非誘因性薪酬 (董事報酬與董事業務執行費) 的影響並不如對誘因薪酬的影響，此顯示董事車馬費及報酬為董事對公司付出服務的對價關係，在激勵董事努力監督的效果相對薄弱。

五、高科技產業與傳統產業董事薪酬影響因子之主要差異

將樣本分為高科技產業及傳統產業後，實證結果發現，不同產業別之董事薪酬影響因子主要差異在於主動機構投資人持股率和未來投資機會。傳統產業之主動機構投資人持股率高於高科技產業近三個百分點左右 (12.55% vs. 9.63%)，相較於傳統產業樣本，主動機構投資人持股率會負向顯著影響高科技產業之董事薪酬水準，此隱含對高科技產業而言，因其主動機構投資人平均持股率較高，或許期望藉由誘因性薪酬來激勵董事的監督。此外，投資機會於兩種產業分類下對於董事酬勞的影響方面，在高科技產業中，董事酬勞可促使董事更重視公司未來發展潛力，並盡力達到成長目標，而在傳統產業下投資機會對於董事酬勞的影響並不顯著，推測原因可能為近來高科技產業發展迅速，成為我國經濟發展中不可或缺的重要產業，依照經濟部「產業技術白皮書」資料，高科技產業之產值由 2000 年之 960 億美元成長至 2006 年的 2,000 億美元，所以相對於傳統產業穩定的經營狀況，高科技產業面臨更多未來投資的成長機會，所以促使公司給予董事較多的誘因性薪酬，使董事與股東的目標一致，激勵董事做出創造公司價值的有利行動。

陸、結論與未來研究建議

過去研究主要焦點為股東與高階主管之間的主要代理成本，而股東與董事之間的次要代理成本則較少被探討。設計合適的董事薪酬水準為減經次要代理成本的可行方式，本研究乃以影響董事薪酬水準之因素作為探討焦點，實證結果證實產業相對績效、董事持股率、董事長兼任總經理、主動機構投資人持股率及投資機會為影響我國上市公司董事薪酬的主要因子，此結果指出上市公司會考量次要代理成本，並設計適當的機制來減輕次要代理成本。

在學術貢獻方面，本研究建議經由對董事薪酬結構及產業別的區分，在探討董事薪酬影響因子時將獲得更清楚的解釋，並呼應過去學者所提出的績效基礎給付計畫 (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997)，以及利用薪酬誘因於監督監控人的論點 (Bryan et al., 2000; Fama & Jensen, 1983)。此外，本研究指出可以採用代理衝突程度觀點 (Brick et al., 2006; Dey, 2008) 來解釋內、外部監督機制與董事薪酬間的關聯性，且確認內部監督機制和董事薪酬間具有替代效果；外部監督機制和董事薪酬間為互補效果。最後，

臺灣大學圖書館期刊資料庫

投資機會所帶來的營運風險為分析董事薪酬水準時必須加以考量的另一項因素，關於投資機會對董事薪酬之影響在過去較少被探討 (Bryan et al., 2000; Linn & Park, 2005)，本研究可補充董事薪酬研究的內容，並指出投資機會效果在高科技產業中特別顯著。

在實務貢獻方面，本研究指出產業相對績效是業界用以評估董事表現的基礎要素，其會反應於董事誘因性薪酬水準上，此結果亦呼應我國現行年報規定的內涵，即企業須在年報中說明董事薪酬與經營績效之關聯。此外，企業董事規模越大，董事會越不易受到控制，自利動機越低，可降低董事誘因薪酬的水準；另企業也可以透過提昇董事持股率的方式，來連結董事與公司的利益，以節省監督董事所需的額外成本。另一方面，對於外部董事比例越高或主動機構投資人持股率相對較多的公司，會要求較高的董事薪酬水準，以強化公司的整體治理機制，達成互補的監督效果。最後，由於高科技產業面臨更多成長機會，與伴隨較高的營運複雜度，使得董事所承受的風險相對較高，董事誘因性薪酬水準因而會產生系統性的提升。

本研究對後續研究提出以下幾點建議：1. 探討董事薪酬相關議題時，應區分董事薪酬結構及產業別，以獲得更清楚的解釋與實證結果；2. 經濟新報資料庫自 2008 年後開始提供董事的「退休金」、「離職金」資料，因此，後續研究可擴大研究區間與增加新的董事薪酬結構項目來做進一步的分析；3. 本研究並未將金融保險業、證券業、運輸業、觀光業等產業納入分析，後需研究可再擴大產業類別，以及增加上櫃公司作為研究樣本，以擴充此項實證分析的完整性。

臺灣大學學術期刊資料庫

The Determinants of Director Compensation of Taiwan Listed Companies

Ying-Fen Lin, Professor, Department of Accounting, National Dong Hwa University
Chen-Huan Hong, Post Doctor, Department of Business Administration, National Dong Hwa University
Chia-Cheng Chen, Auditor, PricewaterhouseCoopers-Taiwan

Purpose/Objective

Previous research on agency problems has focused on the agency relationships between the shareholder (principal) and high-level supervisor (agent); however, Perry (1999) proposed the concept of secondary agency cost, referring to the costs of "monitoring the monitors" that occur between board members and shareholders because of agency relationships. An effective approach for reducing secondary agency costs is to design a proper salary standard or level for board members to align the shareholders' benefits with board members' (Becher et al., 2005; Bryan et al., 2000).

In Taiwan, board members' salaries are determined by policy or shareholders' meetings (Article 196, the Company Law) instead of by a salary or remuneration committee; thus, numerous scholars have stated that one of the corporate governance issues in Taiwan is the improper compensation or salary system for board members (Yeh, 2006; Sun, 2008).

This purpose of this study is to understand how the factors, including company performance, internal/external monitoring mechanisms, and company's investment opportunities affect board members' compensation.

Design/Methodology/Approach

The research sample included companies listed on the Taiwan Stock Exchange Corporation (TSEC) from 2005 to 2007. The dependent variables used for regression analysis are board member non-incentive compensation, incentive compensation and total compensation. The independent variables are industry-relative performance, size of board of directors, board member shareholding ratio, concurrent role of general manager as board chairperson or director, proportion of outside board members, active institutional investors, and investment opportunities.

臺灣大學學術期刊資料庫

Findings

The empirical results of this study indicate that relative performance indicators have a

significant and positive effect on incentive compensation and a non-significant effect on board non-incentive compensation. When deciding the compensation percentage for board members, companies consider the industry performance level. Through more precise performance indicators, achievements resulting from the efforts of the board members can be presented, generating an effective link between board member compensation and company performance, and reducing secondary agency costs between board members and shareholders. However, relative performance indicators do not have significant effects on non-incentive compensation (board member operation expenses and compensation or reimbursements). This confirms that the attendance fees and compensation or reimbursements are deserved considerations for services rendered to the company by the board members, and are not related to the company's revenue distribution or allocation.

The results for the internal monitoring mechanism show that the size of the board of directors has significant negative effect on board members' compensation (for incentive compensation and total compensation). Furthermore, higher board member shareholding ratio results in lower board member compensation. This result is consistent with the findings of Fich and Shivdasani (2005). Finally, when a chairperson concurrently holds the position of general manager, the board members' compensation level is significantly lower in high-tech and traditional industries.

The empirical results for the external monitoring mechanism show that the proportion of outside directors has a non-significant effect on the level or standard of board members' compensation. Yeh, Lee, and Ko (2002) argued that the reason for the lack of independence of external board directors in Taiwan is because of the indirect interest relationships between the external board members and the company, which reduced the effectiveness of supervision. In addition, the average ratio of external board members for the samples used in this study was 22.79%, which is significantly lower than the average ratio of external board members for the samples used in relevant international studies. In this situation, not only do publicly traded or listed companies in Taiwan not provide incentive compensation to external board members to encourage supervising behavior, but the external board members may also be unable to provide sufficient supervision effects to reduce the level of agency conflicts. Additionally, active institutional investors show a more powerful monitoring effectiveness than passive institutional investors; thus, they are an effective external force for monitoring the operations results of company managers, and could successfully prevent the occurrence of unreasonable compensation or self-interest.

The empirical results for the effect of a company's future investment opportunity on

臺灣大學學術期刊資料庫

board members' compensation indicate that when a company has more future investment opportunities, the board members' incentive compensation level increases. This finding is consistent with the results of previous research that infers that providing board members higher incentive compensation could entice outside board members to act in a manner that benefits shareholders (Brick et al., 2006; Fich & Shivdasani, 2005; Linn & Park, 2005).

The sample in this study covers high-tech and traditional industries. The empirical results show that the main differing factors influencing board members' compensation in different industries are active institutional investors' shareholding ratio and future investment opportunity. For high-tech industries, because the average shareholding rate of active institutional investors is higher, there may be an expectation to encourage board member supervision through incentive compensation. In addition, board member compensation in high-tech industries can encourage board members to pay more attention to the future development potential of the company and stimulate efforts to reach growth targets. The effect of investment opportunities on board member compensation in traditional industries is not significant. This is speculated to have resulted from the rapid development of the high-tech industries in recent years, making them important and essential industries along with Taiwan's economic development. The production value of high-tech industries increased from 96 billion USD in 2000 to 200 billion USD in 2006. Compared to the relatively stable operating conditions of traditional industries, high-tech industries encounter more growth opportunities through future investments. This prompts companies to offer board members more incentive compensation to ensure that the goals of the board members are aligned with the shareholders.

Research Implications

Our results show that the amount of director compensation is influenced by the relative performance of the industry. These companies consider performance level of competitors or of the whole industry. The monitoring effect of inside directors can reduce agency conflicts. The company will lower the levels of director compensation to avoid the inefficiency of its directors. It should also be noted that the outside monitoring effect and director compensation are complementary to each other; it governs the company and the board of directors. If the active institutional investors of a company have a high percentage of ownership, the levels of director compensation would be relatively high. When the company has a high level of future growth, then the shareholders will encourage directors to monitor

臺灣大學圖書館期刊資料庫

the company vigorously and contribute to future developments of the company by providing an increased level of director compensation. These results indicate that listed companies are concerned about secondary agency costs and they implement proper mechanisms to reduce these costs.

Contribution

This study recommends that when differentiating the compensation structure for board members and industry, more accurate and clearer explanations regarding the factors affecting compensation will be derived. The results are consistent with and echo merit-based compensation plans proposed by previous research (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997) and the perspective of using incentive compensation to monitor the monitors (Bryan et al., 2000; Fama & Jensen, 1983). Furthermore, this study indicates that it is suitable to explain the relationship between internal/external monitoring mechanisms and board member's compensation from the perspective of the agency conflict level (Brick et al., 2006; Dey, 2008), and confirms that internal monitoring mechanisms and board members' compensation demonstrate a substitution effect; external monitoring mechanisms and board members' compensation demonstrate a complementary effect. Finally, the operational risk caused by investment opportunity is another factor to consider when analyzing board members' compensation level. This study supplements extant research on board members' compensation and indicates that the effect of investment opportunity is significant in the high-tech industry.

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

宋致皓，2006，董監酬勞與公司治理關聯性之研究，國立政治大學會計研究所未出版之碩士論文。(Song, Zhi-Hao. 2006. ***A study on the relationship between director remuneration and corporate governance***. Unpublished master's thesis, Department of Accounting, NCCU.)

孫誠偉，2008，公司治理面向下董事報酬及酬勞法制—結構、決定及監控，國立東華大學財經法律研究所未出版之碩士論文。(Sun, Cheng-We. 2008. ***The structure, policy and monitoring of legal system for the directors compensation under the aspect of corporation governance***. Unpublished master's thesis, Institute of Financial and Economic Law, NDHU.)

張心悌，2007，「從報酬與績效連結之觀點探討董事報酬之設計」，月旦法學雜誌，147 期：頁 121-141。(Chang, Hsin-Ti. 2007. The design of director compensation from the viewpoint of linkage between pay and performance. ***The Taiwan Law Review***, 147: 121-141.)

葉銀華，2006，「如何健全獨立董事會制度」，會計研究月刊，253 期：頁 63-68。(Yeh, Yin-Hua. 2006. How to improve the system of independent directors. ***Accounting Research Monthly***, 253: 63-68.)

葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，台北：商智文化。(Yeh, Yin-Hua, Lee, Tsun-Siou, & Ko, Chen-En. 2002. ***Corporate governance and rating system***. Taipei, TW: Shunbright.)

劉佩修，2004，「1/4 董座公司獲利衰退還敢加薪」，商業週刊，874 期：頁 92-98。(Liu, Pei-Xiu. 2004. How dare one-quarter companies encountering profit decline raise the director compensations. ***Business Weekly***, 874: 92-98.)

Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. 2005. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. ***Financial Management***, 34 (4): 5-34.

Beatty, R. P., & Zajac, E. J. 1995. Managerial incentives, monitoring and risk bearing in initial public offerings firms. ***The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance***, 8 (2): 87-96.

Becher, D. A., Campbell II, T. L., & Frye, M. B. 2005. Incentive compensation for bank directors: The impact of deregulation. ***The Journal of Business***, 78 (5): 1753-1778.

Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? ***Journal of Corporate Finance***, 12 (3):

臺灣大學學術期刊資料庫

403-423.

Bryan, S., Hwang, L., Klein, A., & Lilien, S. 2000. ***Compensation of outside directors: An empirical analysis of economic determinants***. Working Paper, Social Science Research Network.

Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. 1997. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. ***The Quarterly Journal of Economics***, 112 (3): 693-728.

Chung, K. H., & Charoenwong, C. 1991. Investment options, assets in place, and the risk of stocks. ***Financial Management Association***, 20 (3): 21-33.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. ***Journal of Finance***, 57 (6): 2741-2771.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. ***Journal of Financial Economics***, 58 (1-2): 81-112.

Conyon, M. J. 1997. Corporate governance and executive compensation. ***International Journal of Industrial Organization***, 15 (4): 493-509.

Cordeiro, J., Veliyath, R., & Eramus, E. J. 2000. An empirical investigation of the determinants of outside director compensation. ***Corporate Governance***, 8 (3): 268-279.

Defond, M. L., & Park, C. W. 1999. The effect of competition on CEO turnover. ***Journal of Accounting & Economics***, 27 (1): 35-56.

Dey, A. 2008. Corporate governance and agency conflicts. ***Journal of Accounting Research***, 46 (5): 1143-1181.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Agency problems and residual claims. ***Journal of Law and Economics***, 26 (2): 327-349.

Fich, E. M., & Shivdasani, A. 2005. The impact of stock-option compensation for outside directors on firm value. ***The Journal of Business***, 78 (6): 2229-2254.

Gaver, J. J., & Gaver, K. M. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividends, and compensation policies. ***Journal of Accounting Economic***, 16 (1-3): 125-160.

_____. 1995. Compensation policy and the investment opportunity set. ***Financial Management***, 24 (1): 19-32.

Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. ***Academy of Management Journal***, 46 (2): 226-237.

臺灣大學學術期刊資料庫

Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. M. 1997. Reframing executive compensation: An assessment and outlook. ***Journal of Management***, 23 (3): 291-374.

Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. ***Bell Journal of Economics***, 10 (1): 74-91.

Holmström, B., & Tirole, J. 1993. Market liquidity and performance monitoring. ***Journal of Political Economy***, 101 (4): 678-709.

Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. ***Journal of Finance***, 48 (3): 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. ***Journal of Financial Economics***, 3 (4): 305-360.

Kren, L., & Kerr, J. L. 1993. The effect of behaviour monitoring and uncertainty on the use of performance-contingent compensation. ***Accounting and Business Research***, 23 (90): 159-168.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. ***Journal of Finance***, 54 (2): 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 2002. Investor protection and corporate valuation. ***Journal of Finance***, 57 (3): 1147-1170.

Linn, S. C., & Park, D. 2005. Outside director compensation policy and the investment opportunity set. ***Journal of Corporate Finance***, 11 (4): 680-715.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. ***Business Lawyer***, 48 (1): 59-77.

Maug, E. 1997. Boards of directors and capital structure: Alternative forms of corporate restructuring. ***Journal of Corporate Finance***, 3 (2): 113-139.

Milgrom, P., & Roberts, J. 1995. Complementarities and fit: Strategy, structure, and organizational change in manufacturing. ***Journal of Accounting and Economics***, 19 (2-3): 179-208.

Perry, T. 1999. ***Incentive compensation for outside directors and CEO turnover***. Working Paper, Indian University-Kelly School of Business.

Ryan, H. E., & Wiggins III, R. A. 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. ***Journal of Financial Economics***, 73 (3): 497-524.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1986. Greenmail, white knights, and shareholders' interest. ***Rand Journal of Economics***, 17 (3): 293-309.

Smith, C. W., & Watts, R. L. 1992. The investment opportunity set and corporate financing,

臺灣大學學術期刊資料庫

dividend, and compensation policies. ***Journal of Financial Economics***, 32 (3): 263-292.

Tosi, H. L., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. 1997. Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment and term in office on agent decision making. ***Academy of Management Journal***, 40 (3): 584-602.

Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. ***Journal of Financial Economics***, 40 (2): 185-211.

Zajac, E. J., & Westphal, J. D. 1994. The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better? ***Strategic Management Journal***, 15 (S1): 121-142.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

林穎芬

國立中山大學企業管理博士。現任職國立東華大學會計學系教授。主要研究領域為績效評估、公司治理及風險管理。學術論文曾發表於 Corporate Governance: An International Review、Total Quality Management & Business Excellence、管理學報等期刊。

*** 洪晨桓**

國立東華大學企業管理博士。現任職國立東華大學企業管理學系博士後研究員。主要研究領域為績效評估、公司治理、華人「關係」及消費者行為。學術論文曾發表於管理評論、臺大管理論叢、當代會計等期刊。

陳佳成

國立東華大學會計碩士。現任職於資誠會計師事務所查帳員。

* E-mail: d9232007@gmail.com

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫