

法制規範下之公司治理效益—以審計及 薪酬委員會為例

李坤璋*

東吳大學會計系 副教授

陳元保

東吳大學會計系 教授

王麗莉

東吳大學會計學系 在職專班碩士畢業生

摘要

本研究以臺灣上市(櫃)公司為研究對象，研究期間自 2006 年至 2012 年共 7 個年度，以公司設置審計委員會及薪酬委員會之情形，運用複迴歸分析探討法制化的規範對公司治理效益之影響。本研究以公司價值做為公司治理效益之代理變數，實證結果發現，公司為遵循政府法令設置薪酬委員會，該委員會之設置與公司價值兩者間成顯著負相關，而公司自願設置審計委員會與公司價值雖亦為負相關，但未達統計上顯著水準；另設置薪酬委員會與公司規模之交乘變項，對公司價值呈現顯著正相關；顯示政府強制上市(櫃)公司設立薪酬委員會，可能使大企業發揮效益，而對小企業則產生過高的法令遵循成本，進而有損公司價值。

此外，為瞭解董事、監察人及高階經理人酬勞給付與公司績效之關連合理性，本研究針對資產報酬率變動比率與前述人員薪酬變動比率之相關性進行探討，依實證迴歸結果顯示，兩者雖有正相關，但未達統計顯著水準，此情況於公司依法設置薪酬委員會後，其結果亦同，政府強制上市(櫃)公司設置薪酬委員會之立法美意，目前似乎尚未產生效益，其長期影響仍有待觀察。

關鍵詞：審計委員會、薪酬委員會、公司價值

*通訊作者聯絡地址：台北市中正區貴陽街一段 56 號（電話：02-2311-1531 ext2590，E-mail: kc@scu.edu.tw）

Benefits of Enforced Corporate Governance: Focus on Audit Committee and Compensation Committee

Kuen-Chang Lee

Soochow University

Yen-Pao Chen

Soochow University

Li-Li Wang

Soochow University

Abstract

These study objects are the listed companies in Taiwan. The study period is seven years from 2006 to 2012. To explore the effect of legalization on the efficiency of corporate governance by using complex regression analysis, thinking of the situation when set up the Audit Committee and the Compensation Committee. This study takes the company value as the proxy variable of corporate governance benefits. The result show that the company sets up a Compensation Committee for compliance with government decrees. There is a significant negative correlation between the setting of the committee and the value of the firm. The company's voluntary setting of the audit committee is negatively related to the value of the company, but not statistically significant. The cross variable of setting the Compensation Committee and the size of the company showed a significant positive correlation with the value of the company. The government forces a listed company to set up a Compensation Committee, which may make the big business effective but make small businesses cost too high to comply with the law, thereby undermining the value of the company.

In addition, in order to understand the relationship between directors, supervisors and senior managers of remuneration and corporate performance of

the relevance of rationality. This study examines the correlation between the rate of return on return on assets and the rate of change in remuneration. There is a positive correlation between the two, but not statistically significant level. After the company set up the Compensation Committee, the result is the same. The government's intention to set up a Compensation Committee for the listed company is not yet profitable, and its long-term impact remains to be seen.

Keywords: *Audit Committee, Compensation Committee, Company Value, Corporate Governance*

壹、緒論

自 1997 年以來，陸續發生亞洲金融風暴、美國安隆(Enron)、世界通訊(World Com)，以及默克藥廠(Merck)等公司財務醜聞，讓公司治理議題在國際間逐漸受到重視。為加強公司治理，美國於 2002 年通過沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)。全球知名的管理諮詢公司 McKinsey 曾經發布全球投資者意見調查報告¹，報告指出有近八成機構投資者表示，願意對公司治理良好的公司之股票給予 11 至 40% 的溢價，其中美國、德國、英國、法國等歐美國家的機構投資者分別願意給予 14%、14%、12% 及 13% 的溢價；亞洲的日本、南韓、新加坡及台灣的機構投資者分別願意給予 21%、20%、21% 及 19% 的溢價。由此可知公司治理的核心意義即是保障股東的價值，透過提升公司價值，亦能夠提升股東的價值，進而保障股東的權利。

我國為進一步完善公司治理體制，立法院財政委員會於 2010 年 5 月提案增訂證券交易法（以下簡稱證交法）第 14 條之 6 條文，規範股票已在證交所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪資報酬委員會(Compensation Committee)（以下簡稱薪酬委員會），並依董事、監察人及經理人對公司貢獻程度，訂定合理酬金，以改善公司連續虧損，但董事、監察人酬金總額仍依舊增加之不合理現象。在現行實務上，許多國家的公開發行公司於董事會下設置審計委員會或薪酬委員會等各種功能性委員會雖已成常態，但英美日等國尚無以法律位階強制規範掛牌公司設置薪酬委員會之法制，而我國以法律位階強制所有上市（櫃）公司設置薪酬委員會，實屬獨特法例（林國全 2012）。

過去文獻曾指出公司設置審計委員會(Audit committee)與公司資訊透明度呈顯著正相關（陳逸仲 2009），提高資訊揭露品質，可以減少管理當局與投資人之間的資訊不對稱，降低投資的不確定性，有助於增加公司股票流動性和投資人對該股票的需求，資訊透明度高的公司能傳遞投資者有關企業不斷在努力提高企業價值之訊息（薛明玲 2002）。惟本研究考量目前我國證交法並未強制所有上市（櫃）公司設置審計委員會，與強制規定設置薪酬委員會之精神有所不同，且以往國內有關薪酬委員會研究大多在探討強制上市（櫃）公司設置薪酬委員會之必要性（謝易宏 2009；陳俊仁 2012；王文宇 2012），且針對薪酬委員會、審計委員會與公司價值做整合性研究並不多，故本研究試圖探討以法制規範企業設置薪酬委員會是否能發揮其功效，進而提昇公司治理之效益，並同時探討公司自願設置審計委員會對公司價值之影響。此外，我國強制規範所有上市（櫃）公司

¹ McKinsey global investor opinion survey on corporate governance, 2002
From: www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf

設置薪酬委員會，其立法理由係為改善公司經營績效與董事、監察人酬金不成比例現象，故本研究將探討公司依法設置薪酬委員會，其經營績效與董事、監察人及高階經理人²酬金之關聯性。

實證結果顯示公司為遵循政府法令設置薪酬委員會，其與公司價值成顯著負相關；而公司規模與遵循法令設置薪酬委員會虛擬變數之交乘變項，其與公司價值呈顯著正相關；其次，實證結果顯示公司自願設置審計委員會與公司價值為負相關，惟未達統計上顯著水準。

提昇公司資訊透明度為公司治理原則之一，本研究建議公開發行公司董事、監察人及高階經理人薪酬數額由總額揭露改為個別揭露，透過市場監督機制及股東壓力，促使薪酬委員會制定與公司長期利益結合的薪酬制度。

貳、文獻探討與假說發展

一、審計委員會及薪酬委員會之介紹與比較審計委員會與薪酬委員會皆與公司治理有著密不可分的關係，茲就下表對於審計委員會與薪酬委員會作立法目的、結構組成，與職掌等比較。

表一 審計委員會與薪酬委員會比較表

	審計委員會	薪酬委員會
立法目的	已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人。但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人；其辦法，由主管機關定之。 審計委員會之決議，應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意。	股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪資報酬委員會；其成員專業資格、所定職權之行使及相關事項之辦法，由主管機關定之。 前項薪資報酬應包括董事、監察人及經理人之薪資、股票選擇權與其他具有實質獎勵之措施。
結構組成	審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人，其中一人為召集人，且至少一人應具備會計或財務專長。	薪資報酬委員會成員由董事會決議委任之，其人數不得少於三人，其中一人為召集人。

² 本研究的高階經理人係指公司總經理及副總經理。

表一 審計委員會與薪酬委員會比較表（續）

職掌	<p>公開發行公司審計委員會行使職權辦法、公司法及其他法律規定應由監察人行使之職權事項，除本法第十四條之四第四項之職權事項外，由審計委員會行之，其決議應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意；審計委員會之召集人對外代表審計委員會。</p>	<p>薪資報酬委員會應以善良管理人之注意，忠實履行下列職權，並將所提建議提交董事會討論。但有關監察人薪資報酬建議提交董事會討論，以監察人薪資報酬經公司章程訂明或股東會決議授權董事會辦理者為限：</p> <p>一、訂定並定期檢討董事、監察人及經理人績效評估與薪資報酬之政策、制度、標準與結構。</p> <p>二、定期評估並訂定董事、監察人及經理人之薪資報酬。</p> <p>薪資報酬委員會履行前項職權時，應依下列原則為之：</p> <p>一、董事、監察人及經理人之績效評估及薪資報酬應參考同業通常水準支給情形，並考量與個人表現、公司經營績效及未來風險之關連合理性。</p> <p>二、不應引導董事及經理人為追求薪資報酬而從事逾越公司風險胃納之行為。</p> <p>三、針對董事及高階經理人短期績效發放紅利之比例及部分變動薪資報酬支付時間應考量行業特性及公司業務性質予以決定。</p>
引用法源	<p>證券交易法 第十四之四條 公開發行公司審計委員會行使職權辦法 第四條、第五條</p>	<p>證券交易法 第十四之六條 股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法 第四條、第七條</p>

二、審計委員會及薪酬委員會與公司價值之關聯性

隨著社會經濟發展，企業組織規模逐漸擴大，由於公司的所有權與經營權分離，而產生企業（代理人）與投資者（委託人）之間資訊不對稱的

代理問題。國外學者 Jensen and Meckling (1976)認為公司董監事的持股越高，會使管理當局與外部股東的利益趨於一致，則代理成本會越小。Goh (2009)認為公司管理當局的自利行為，不一定會符合股東的最佳利益，透過審計委員會的設置有助於提昇內部控制，另依據 Krishnan and Visvanathan (2008)的實證結果，有效的審計委員會可以提高財務報告質量，而健全的財務資訊揭露則可以縮短公司管理當局與股東之間存在信息不對稱的差距，進而減少代理問題。林萱茹 (2011)實證結果亦顯示，審計委員會會透過資訊透明度間接強化公司價值，投資人會因為公司設置審計委員會而願意付出較高的價格購買該公司股票，提升公司價值。

雖然大部分文獻認為公司設置審計或薪酬委員會對公司價值有正向影響，但也有部分持不同看法，譬如，目前審計委員會成員大多係由外部董事擔任，以維持委員會的獨立性，而 Yermack (1996)研究顯示外部董事的比率與公司績效呈負向相關，蔡昌憲 (2012)認為薪酬委員會之設置及運作費用均為公司營運成本，強制所有上市（櫃）公司皆需設置薪酬委員會之政策，是否過於關注大型公開公司的薪酬規範問題，而忽略此政策可能加諸小型公開公司過高的法令遵循成本。

審計委員會或薪酬委員會是否確能提升公司價值，目前仍沒有一個明確的結論，根據 Chhaochharia and Laeven (2009)研究顯示，若企業自願採用較當地政府規範更嚴格的公司治理制度，具有較高的公司價值。綜上，我國逕以法律位階強制所有上市（櫃）公司設置薪酬委員會是否確能強化公司治理尚待觀察。

三、公司績效與董事、監察人及高階經理人薪酬關聯性

以往針對企業績效與薪酬之關聯性的研究不少，且多數研究皆顯示兩者之間存在著正向關係，Crespí-Cladera and Gispert (2003)以 1990 年至 1995 年西班牙大型企業為研究樣本，其實證結果顯示董事會成員薪酬與公司資產報酬率呈現正相關，陳在鴻 (2007)以 2000 年至 2005 年在臺灣證交所掛牌上市的公司作為研究樣本，實證結果顯示以 Tobin's Q、每股盈餘、資產報酬率等作為公司績效指標時，公司績效與董監事酬勞呈現顯著的正向關係。Edmans and Gabaix (2009)指出透過激勵性的獎酬有助解決代理問題，陳相甄 (2009)實證結果發現當公司資訊透明度越高時，公司治理機制越良好，易有較高強度之誘因契約，致使總經理酬勞較高。

雖然董事、監察人及經理人薪酬水準亦受到產業相對績效、董事持股比例、董事長兼任總經理與否、獨立董事比例、未來投資機會等因素影響。

但一般而言，其薪酬給付亦應與績效合理連結，在股東與董事、監察人及經理人利益間取得平衡。

四、假說發展

公司治理是一種指導及管理的機制並落實公司經營者責任的過程，藉由加強公司績效且兼顧其他利害關係人利益，以保障股東權益³。良好的公司治理可以增進公司利害關係人間的信任，較能獲取機構法人的長期投資，使公司取得資金成本降低，進而提高公司價值。我國為更完善公司治理體制，強化董事會職能，證交法第 14 條之 6 明文規範上市（櫃）公司應設置薪酬委員會，依薪酬委員會職權辦法第 7 條規定，薪酬委員會應以善良管理人之注意，參考同業通常水準支給情形，並考量與個人表現、公司經營績效及未來風險之關連合理性等原則，訂定並定期檢討董事及經理人績效評估與薪資報酬之政策、制度、標準與結構，並將所提建議提交董事會討論。

由於臺灣一半以上的公司為家族企業⁴，因此薪酬委員會是否能客觀獨立運作，仍需視企業經營者的心態而定，在一般情況下，臺灣投資者並不相信強制設置薪酬委員會有助於保護股東利益(Chen Chia-Wei, Yi Bingsheng and Lin Barry J. 2013)，且蔡昌憲 (2012)認為薪酬委員會之設置與運作均需相關費用，強制所有上市（櫃）公司設置薪酬委員會是否加諸小型公開公司過高的法令遵循成本，尚待觀察。綜上，本研究針對我國上市（櫃）公司依證交法第 14-6 條規定設置薪酬委員會對公司價值之影響，提出以下待驗證假說：

假說一：公司非自願設置薪酬委員會對公司價值呈現負向影響。

在歐美先進國家，推行審計委員會制度已行之有年，部份文獻實證結果顯示公司設置審計委員會可以提高財務報告質量（Krishnan and Visvanathan 2008；Goh 2009；陳逸仲 2009）、公司價值（陳逸仲 2009）、資訊揭露品質（Karamanou and Vafeas 2005；陳逸仲 2009），以及提昇內部控制(Goh 2009; Hoitash, Hoitash and Bedard 2009)。審計委員會透過資訊透明度可以間接強化公司價值，投資人會因為公司設置審計委員會而願意付出較高的價格購買其公司之股票（林萱茹 2011）。

我國為健全公司治理制度，證交法第 14 條之 4 規定公開發行公司應

³ 社團法人中華公司治理協會 http://www.cga.org.tw/main/f_1_01_company_govern.aspx

⁴ 姜兆宇，聯合報，2012 年 12 月 13 日，A2 版報導：台灣董事學會公布家族企業研究報告指出兩岸三地的上市櫃公司總計 4,992 家，其中家族企業比例約佔 45%，其中以台灣家族企業最多，比例超過 7 成。

擇一設置審計委員會或監察人，其中審計委員會應由全體獨立董事組成，人數不得少於三人，惟主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人。金管會於 2013 年規範依證交法發行股票之金融控股公司、銀行、票券公司、保險公司與上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商，及實收資本額達新臺幣 500 億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應設置審計委員會替代監察人。

綜上所述，除法令另有規定外，我國原則由上市（櫃）公司自願選擇設置審計委員會，Chhaochharia and Laeven (2009)研究認為，當企業自願採用較當地政府規範更嚴格的公司治理制度，具有較高的公司價值。故本研究針對我國上市（櫃）公司設置審計委員會對公司價值之影響，提出以下待驗證假說：

假說二：公司自願設置審計委員會對公司價值呈現正向影響。

我國為加強公司治理及改善「肥貓現象」，於 2010 年 11 月增訂證券交易法第 14 條之 6 條文，規範股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪酬委員會，依金管會制定之薪酬委員會職權辦法規定，上市櫃（含興櫃）公司最遲應於 2011 年 12 月 31 日前完成設置薪酬委員會，預期應可提高公司績效與董事、監察人及經理人薪酬之合理關聯性。

惟近來仍有上市櫃公司業績虧損，但平均每位董事酬金卻仍高達百萬元以上之相關報導⁵，另我國目前並未強制規範薪酬委員需全數由獨立董事擔任，且 Young, Tsai and Hsieh (2008) 指出董事會獨立性會因為管理層所有權和家族企業型態而下降，倘若公司只為虛應政府法令設置薪酬委員會，而實際上董監事或經理人的薪酬仍由公司當局決定，則此強制規定並無法達到提高董監事及經理人之合理薪酬制度功能。綜上，本研究建立以下假說：

假說三：公司績效與董事、監察人及高階經理人薪酬未具顯著關聯性。

參、研究方法

一、變數的操作性定義

根據本研究之假說，迴歸式所設定之應變數可分為二類：即公司價值

⁵ 中時電子報 2013 年 8 月 1 日轉載，楊穆郁報導：證交所於公開資訊觀測站揭露去年上市櫃公司 2012 年度董、監酬勞派發情形，其中，有 22 家上市櫃公司業績虧損，但平均每位董事酬金卻仍高達百萬元以上，並比去年多出 7 家。

變數及董事、監察人與高階經理人薪酬變數；研究變數分為三類：公司是否設置薪酬委員會之虛擬變數、公司是否設置審計委員會之虛擬變數、公司績效變數；以及控制變數。

(一) 應變數

1. 公司價值(TQ)：本研究參考過去文獻以 Tobin's Q 作為衡量公司價值之代理變數 (Yermack 1996; Klapper and Love 2004; Chhaochharia and Laeven 2009; Ammann, Oesch and Schmid 2011)，Tobin's Q 比率為公司市值與重置成本之比率，用以衡量市場對公司所創造的無形資產價值、未來的成長機會及經營績效之評價。本研究因考量重置成本衡量不易，故以期末普通股市值加負債帳面價值及特別股帳面值之合計數除以總資產帳面值之近似 Tobin's Q 比率衡量(Claessens, Djankov, Fan and Lang 2002)。

2. 董事、監察人及高階經理人薪酬⁶：

(1) 董事及監察人薪酬(RED)：董事、監察人報酬（含薪資、職務加給、各種獎金、獎勵金等）、退職退休金、離職金、酬勞及業務執行費（包括車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供），但僅包含現金薪酬。

(2) 高階經理人薪酬(REM)：總經理及副總經理人薪資（含薪資、職務加給）、退職金、退休金、離職金、獎金及特支（各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等）、現金股利及股票股利。

(二) 研究變數

1. 公司設置薪酬委員會情形(CC)：年底時公司是否設置薪酬委員會之虛擬變數，若有為 1，否則為 0。

2. 公司設置審計委員會情形(AC)：年底時公司是否設置審計委員會之虛擬變數，若有為 1，否則為 0。

3. 公司績效：本研究分別以資產報酬率及股票報酬率做為公司績效的衡量指標。

(1) 資產報酬率(ROA)：即公司稅後息前盈餘除以平均總資產之比

⁶ 本研究資料來源為台灣經濟新報社(TEJ)彙整各公司股東會年報所揭露酬金資訊(更新後)，未含合併報表內其他公司酬金資料；另股東會年報係於股東會開會前編製，董事、監察人酬勞資料係經董事會通過擬議配發金額，實際發放需待股東會決議，本研究採用TEJ更新後金額，故與股東會年報所揭露酬金資料或有不同。

率，用來衡量公司運用資產創造獲利的效率，當資產運用於賺取利潤的能力愈高，預期該公司價值也會愈高。過去有許多文獻中以此做為評估企業績效 (Brown and Caylor 2009; Christensen, Kent and Stewart 2010)。

(2)股票報酬率(STRE): Coughlan and Schmidt (1985)認為經理人對公司政策決定的結果將反應在市場的股價上，而公司績效除採資產報酬率會計指標衡量外，亦可採股票價格或股票報酬率做為市場基礎績效衡量指標，本研究考量公司績效通常為影響董事、監察人及經理人薪酬的重要因素之一，故將股票報酬率⁷列入影響薪酬之研究變數。

(三)控制變數：為了避免研究檢測結果受到干擾，本研究參考現有文獻將公司規模、負債比率、企業成長率、董事持股率及董事會的獨立性納入控制變數：

1.公司規模(SIZE)：一般說來，企業能利用規模的優勢，募集資金、發展技術，及利用多角化經營策略分散風險，而能有較佳的公司價值，但隨著公司規模擴大，所有權與控制權分離，亦會產生代理問題。公司隨著規模擴大，會增加整體管理決策複雜度，通常願意會提供較優渥薪酬以吸引優秀的高階經理人，Becher, Campbell and Frye (2005)認為公司規模越大，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。綜上，參考 Christensen et al. (2010)及 Ammann et al. (2011)研究將公司規模納入控制變數，並以期末總資產帳面價值取自然對數作為衡量公司規模的代理變數 (Mehran 1995)。

2.負債比率(DA)：依據代理理論，負債比率愈小，表示企業的資本結構相對較健全，對債權人保障也愈大，故會有較高的公司價值(Jensen and Meckling 1976)；另就資本結構而言，當公司有資金需求時，不論是發行新股或舉債籌資，均有其取得的資金成本，為避免公司債務利息費用或權益與債息代理問題影響研究分析，故本研究將負債比率列為控制變數，且不預期影響方向。

3.銷貨成長率(GROWTH)：一般而言，營收成長率上升，預計會帶動公司價值的提高，另 Conyon and Leech (1994)認為企業的成長率是決

⁷ 本研究採用調整後股票報酬率，參考台灣經濟新報社定義， $STRE_t = (P_t * (1 + \alpha + \beta) + D) / (P_{t-1} + \alpha * C) - 1$ * 100(%)，其中 P_t ：第 t 期收盤價； α ：當期除權之認購率， β ：當期除權之無償配股率， C ：當期除權之現金認購價格， D ：當期發放之現金股利。

定董事酬勞的重要因素，本研究以當年度營業收入減上一年度營業收入除以上一年度營業收入之公司營業收入成長率做為企業成長率的指標。

4. 董事持股比率(BO)：一般而言，當所有董事持股比率愈高，應可減少管理當局與股東利益不一致之代理問題，依廖秀梅、李建然與吳祥華 (2006)實證結果顯示，在非家族企業的董監事持股對公司績效有正面的影響，尤其是內部董監事股權之影響更為顯著，故參考 Christensen et al. (2010)研究，將董事持股比率列為控制變數。
5. 董事會的獨立性(BIN)：以獨立董事佔董事會席次比率做為衡量指標；藉由外部董事的監督可降低經理人與股東的代理問題 (Fama and Jensen 1983)，另獨立董監事之設置與公司績效呈正向相關，亦即隨著獨立董監事之比率愈高，公司經營績效愈佳(方俊儒、李秀英與龍春伶 2008；林翠蓉、張力、侯啟娉、曾韻如與許雅棠 2011)⁸，但亦有國外文獻指出外部董事的比率與公司績效呈無相關或呈負向關聯(Yermack 1996; Bhagat and Black 2001)，由於家族企業的控制股東已實際掌握公司控制權，使得外部（或獨立）董監事對公司績效能發揮的功能有限。
6. 資產報酬率(ROA)：為公司稅後息前盈餘除以平均總資產帳面值之比率。

(四)為探討資產報酬率變動情形與董事、監察人及高階經理人薪酬變動之關聯性，另納入資產報酬率變動比率與董事、監察人及高階經理人薪酬成長率為本研究之變數；此外，本研究亦加入委員會與公司規模之交乘項變數，以瞭解公司規模差異是否影響公司設置審計委員會或薪酬委員會與公司價值之關聯性。

二、實證模型

本研究模型(1)為驗證假說一，首先計算出公司價值，針對公司是否設置薪酬委員會設虛擬變數(CC)，若有為 1，否則為 0；另考量薪酬委員會有其設置及運作成本，本研究亦加入公司規模做為調整變項(CC*SIZE)，以瞭解設置薪酬委員會對公司價值之影響是否因公司規模不同有所差異。

⁸ 林翠蓉等(2011)認為家族企業引進外部董事，可以帶給家族企業不同的經營思維，進而提升經營的競爭力，其實證結果顯示董事會中外部董事席次比例愈多，公司績效愈好。

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_4 DA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

本研究模型(2)為驗證假說二，針對公司是否設置審計委員會設虛擬變數(AC)，若有為1，否則為0，另考量審計委員會有其設置及運作成本，本研究亦加入公司規模做為調整變項(AC*SIZE)，以瞭解設置審計委員會對公司價值之影響是否因公司規模不同有所差異。

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_4 DA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(2)$$

本研究模型(3)係為進一步驗證假說一及假說二，藉由我國目前對公司設置薪酬委員會及審計委員會之規範，以瞭解強制性與自願性規範對於公司價值影響孰輕孰重，其變數解釋同前。

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 CC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} + \beta_4 AC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} \\ + \beta_6 DA_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 BO_{i,t} + \beta_{10} BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

模型(4)係為驗證假說三，以資產報酬率(ROA)及股票報酬率(STRE)來衡量企業績效，探討企業績效與董事、監察人及高階經理人之關聯性，另為瞭解其合理關聯性，進一步針對資產報酬率變動情形與董事、監察人、高階經理人薪酬變動之關聯性進行探討。

$$RED_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4-1-1)$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4-1-2)$$

$$RED_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 STRE_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * STRE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4-2-1)$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 STRE_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * STRE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4-2-2)$$

$$\Delta \ln RED_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} \\ + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4-3-1)$$

$$\Delta \ln REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 \Delta ROA_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * ROA_{1,i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4-3-2)$$

表二 各變數之定義彙總表

變數名數	變數代碼	操作性定義
公司價值	TQ	期末普通股市值加負債帳面價值及特別股帳面值之合計數除以總資產帳面值之比率
變數名數	變數代碼	操作性定義
董事及監察人薪酬	RED	董事、監察人報酬（含薪資、職務加給、各種獎金、獎勵金等）、退職金、退休金、離職金、盈餘分配之酬勞及業務執行費（包括車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供）。
高階經理人薪酬	REM	總經理及副總經理薪資（含薪資、職務加給）、退職金、退休金、離職金、獎金及特支（含各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等）、現金股利及股票股利。
董事及監察人薪酬成長率	$\Delta \ln RED$	（當年度董事及監察人薪酬-上一年度董事及監察人薪酬）除以上一年度董事及監察人薪酬之比率
高階經理人薪酬成長率	$\Delta \ln REM$	（當年度高階經理人薪酬減上一年度高階經理人）除以上一年度高階經理人薪酬之比率
公司設置審計委員會情形	AC	公司若已設置審計委員會為1，否則為0
公司設置薪酬委員會情形	CC	公司若已設置薪酬委員會為1，否則為0
股票報酬率	STRE	加入調整因子（當期除權之認購率、當期除權之無償配股率、當期除權之現金認購價格、當期發放之現金股利）之股票報酬率
資產報酬率	ROA	公司稅後息前盈餘除以平均總資產帳面值之比率
資產報酬率變動比率	ΔROA	（當年度資產報酬率減上一年度資產報酬率）除以上一年度資產報酬率
公司規模	SIZE	期末總資產帳面值取自然對數

表二 各變數之定義彙總表（續）

負債比率	DA	總負債帳面值除以總資產帳面值之比率
銷貨成長率	GROWTH	(當年度營業收入減上一年度營業收入)除以上一年度營業收入之公司營業收入之率
董事持股比率	BO	所有董事持有公司股數除以公司流通在外股數
董事會的獨立性	BIN	獨立董事佔董事會員額之比率

三、資料來源、研究期間及分析方法

本研究主要係探討法制化規範審計及薪酬委員會之設置對公司治理效益之影響，研究期間為 2006 年至 2012 年；本研究自公開資訊觀測站及台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)所提供臺灣上市（櫃）企業財經資料庫，選取共計 7 個年度的 Panel Data 公司資料，屬次級資料。本研究依據下列原則篩選樣本：(1)刪除董事、監察人或高階經理人薪酬為 0 之樣本，(2)刪除研究期間已列入全額交割或下市之樣本，(3)刪除新法實施前已自願設置薪酬委員會之公司，(4)刪除因證交法§14-4 以審計委員會代替監察人而強制設置審計委員會的公司，(5)刪除相關變數資料不全之樣本，以及(6)刪除金融、證券、保險等行業性質較特殊之產業，最終共選取 837 家公司 7 年度資料，共 5,859 筆觀察值。

肆、實證結果分析

一、敘述性統計分析

本研究所列各項變數之敘述統計量如表三所示，全部觀察樣本 5,859 筆，其中已設置審計委員會(AC)之樣本為 132 筆，已設置薪酬委員會(CC)之樣本有 1,667 筆。以 TQ 為公司價值之代理變數，其平均數 1.358，表示就平均而言，研究期間樣本公司市值約為其資產重置成本的 1.358 倍。董事及監察人薪酬(RED)最大值 429,285 仟元，最小值 5 仟元，各佔該公司當年度稅後損益 2.68% 及 -0.4%。高階經理人薪酬(REM)最大值為 774,277 仟元，最小值為 46 仟元，分別佔該公司稅後損益 1.37% 及 0.31%⁹。董事及監察人薪酬變動比率($\Delta \ln \text{RED}$)最大值 410.111，最小值 -0.999，為同一家

⁹ 研究樣本中，董事及監察人薪酬最大值之公司，當年度稅後淨利 15,967,023 仟元；董事及監察人薪酬最小值之公司，當年度稅後淨損 10,304 仟元；高階經理人薪酬最大值之公司，當年度稅後淨利 56,417,766 仟元；高階經理人薪酬最小值之公司，當年度稅後淨利 14,777 仟元。

公司，主要原因係該公司前後年度董事、監察人薪酬差異較大所致¹⁰；高階經理人薪酬變動比率($\Delta \ln \text{REM}$)最大值 2,147.75¹¹，最小值 -0.988，；另董事與監察人薪酬、高階經理人薪酬及資產報酬率變動比率平均數為 0.781、0.532 及 -0.486。

在公司績效方面，資產報酬率(ROA)與股票報酬率(STRE)的平均數分別為 5.582% 及 24.355%。以獨立董事佔董事會員額之比率作為公司董事會獨立性(BIN)之代理變數，其最大值為 0.667，最小值為 0，係由於目前國內獨立董事制度，係依循序漸進原則採分階段方式推動，除金管會依證交法第 14 條之 2 規定強制設置外，其他公開發行股票公司原則上自願依章程設置獨立董事；其他變數基本統計量如表二所示，並經 winsorize 調整極端值。

二、相關性分析

本研究為瞭解各變數間的相關程度，以 Pearson 相關分析進行檢定，其得出之相關係數介於 -1~1 之間，先就各該相關係數取絕對值，若其值小於 0.3 為低度相關，界於 0.3~0.7 之間為中度相關，大於 0.7 則為高度相關；再依其正、負號來判斷該變數間是正相關或負相關。本研究結果整理如表四所示，各解釋變數間為低相關。

¹⁰ 該公司董事及監察人薪酬：2006 年 300,093 仟元，2007 年 216 仟元，2008 年 88,800 仟元，另該公司稅後淨利 2006 年 17,416,151 仟元，2007 年 12,165,249 仟元，2008 年 6,160,052 仟元，各年度董事及監察人薪酬佔公司年度稅後淨利 1.72%、0.12% 及 1.44%。

¹¹ 該公司 2005 年及 2006 年高階經理人薪酬分別為 4 仟元及 8,595 仟元，稅後損益為 -2,530 仟元及 25,270 仟元，高階經理人薪酬佔公司稅後淨利比率分別為 -0.16% 及 34.01%。

表三 各變數敘述統計量 (n=5,859)

變數名稱	平均數	中位數	標準差	最大值	最小值
<i>TQ</i>	1.359	1.154	0.768	12.874	0.294
<i>RED</i>	11.401	4.549	25.523	429.285	0.005
<i>REM</i>	21.825	10.459	44.563	774.277	0.046
<i>CC</i>	0.285	0.000	0.451	1.000	0.000
<i>AC</i>	0.022	0.000	0.148	1.000	0.000
<i>STRE (%)</i>	24.355	4.4404	82.457	802.226	-88.174
<i>ROA (%)</i>	5.582	5.310	8.055	44.440	-45.830
<i>SIZE</i>	15.338	15.174	1.293	20.182	12.265
<i>DA (%)</i>	34.737	33.940	15.517	90.890	0.580
<i>GROWTH</i>	0.225	0.024	9.993	757.185	-0.996
<i>BO (%)</i>	19.665	16.290	12.699	87.830	0.120
<i>BIN</i>	0.119	0.000	0.142	0.667	0.000
$\Delta \ln RED$	0.781	0.000	8.020	410.111	-0.999
$\Delta \ln REM$	0.532	0.025	28.074	2147.750	-0.988
ΔROA	-0.486	-0.151	10.780	144.353	-563.800

註1：表中各變數之定義為：*TQ*：公司價值；*RED*：董事及監察人薪酬(百萬元)；*REM*：高階經理人薪酬(百萬元)；*CC*：公司設置薪酬委員會情形；*AC*：公司設置審計委員會情形；*STRE*：股票報酬率；*ROA*：資產報酬率；*SIZE*：公司規模；*DA*：負債比率；*GROWTH*：企業成長率；*BO*：董事持股比率；*BIN*：董事會的獨立性； $\Delta \ln RED$ ：董事及監察人薪酬成長比率； $\Delta \ln REM$ ：高階經理人薪酬成長比率； ΔROA ：資產報酬率變動比率。

表四 皮爾森(Pearson)相關係數矩陣表

變數名稱	TQ	RED	REM	CC	AC	STRE(%)	ROA(%)
TQ	1						
RED	0.121(***)	1					
REM	0.167(***)	0.460(***)	1				
CC	-0.127(***)	0.006	0.004	1			
AC	0.039 (***)	0.048(***)	0.114(***)	0.098(***)	1		
STRE (%)	0.346(***)	0.020	-0.003	-0.221(***)	-0.008	1	
ROA (%)	0.547(***)	0.223(***)	0.196(***)	-0.101(***)	0.014	0.169(***)	1
SIZE	0.015	0.507(***)	0.479(***)	0.055(***)	0.117(***)	-0.014	0.145(***)
DA (%)	-0.149(***)	0.016	0.065(***)	0.000	-0.046(***)	-0.003	-0.169(***)
GROWTH	0.004	0.005	0.003	-0.008	0.001	0.030(**)	0.018
BO (%)	0.022(*)	-0.056(***)	-0.124(***)	-0.023(*)	0.032(**)	-0.003	0.038(***)
BN	0.180(***)	-0.098(***)	0.046(***)	-0.062(***)	0.227(***)	-0.016	0.118(***)
$\Delta InRED$	0.007	0.054(***)	0.036(***)	-0.026(**)	0.011	0.054(***)	0.048(***)
$\Delta InREM$	0.002	-0.004	0.000	-0.010	-0.002	-0.001	0.002
ΔROA	0.029(**)	0.024(*)	0.019	-0.007	-0.010	0.010	0.127 (***)

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

註2：表中各變數之定義為：TQ：公司價值；RED：董事及監察人薪酬（百萬元）；REM：高階經理人薪酬（百萬元）；CC：公司設置薪酬委員會情形；AC：公司設置審計委員會情形；STRE：股票報酬率；ROA：資產報酬率；SIZE：公司規模；DA：負債比率；GROWTH：企業成長率；BO：董事持股比率；BN：董事會的獨立性； $\Delta InRED$ ：董事及監察人薪酬成長比率； $\Delta InREM$ ：高階經理人薪酬成長比率； ΔROA ：資產報酬率變動比率。

註3：樣本量：5,859。

表四 皮爾森(Pearson)相關係數矩陣表 (續)

變數名稱	SIZE	DA(%)	GROWTH	BO(%)	BIN	$\Delta \ln RED$	$\Delta \ln REM$	AROA
<i>TQ</i>								
<i>RED</i>								
<i>REM</i>								
<i>CC</i>								
<i>AC</i>								
<i>STRE</i> (%)								
<i>ROA</i> (%)								
<i>SIZE</i>	1							
<i>DA</i> (%)	0.212(***)	1						
<i>GROWTH</i>	0.016	0.006	1					
<i>BO</i> (%)	-0.100(***)	-0.019	-0.003	1				
<i>BIN</i>	-0.196(***)	-0.080(***)	-0.012	0.005	1			
<i>$\Delta \ln RED$</i>	0.050(***)	0.008	0.007	-0.007	-0.023(*)	1		
<i>$\Delta \ln REM$</i>	-0.019	-0.010	0.000	0.002	-0.010	0.000	1	
<i>AROA</i>	0.032(**)	0.008	0.005	0.017	0.003	0.016	-0.011	1

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

註 2：表中各變數之定義為：*TQ*：公司價值；*RED*：董事及監察人薪酬（百萬元）；*REM*：高階經理人薪酬（百萬元）；*CC*：公司設置薪酬委員會情形；*AC*：公司設置審計委員會情形；*STRE*：股票報酬率；*ROA*：資產報酬率；*SIZE*：公司規模；*DA*：負債比率；*GROWTH*：企業成長率；*BO*：董事持股比率；*BIN*：董事會的獨立性； *$\Delta \ln RED$* ：董事及監察人薪酬成長比率； *$\Delta \ln REM$* ：高階經理人薪酬成長比率；*AROA*：資產報酬率變動比率。

註 3：樣本量：5,859。

三、設立審計委員會及薪酬委員會與公司價值之關聯

為探討假說一及假說二，有關設置薪酬委員會及審計委員會對企業價值之影響，首先模型(1)、模型(2)及模型(3)透過 F 檢定及 Hausman Test 後，採用 Panel Data 固定效果模型進行分析，實證結果如表五。

因應法規要求非自願設置薪酬委員會(CC)與公司價值之相關性，其迴歸係數符號顯著為負，實證結果與假說一相符；而自願設置審計委員會(AC)，其係數符號雖為負，但不顯著，未能驗證本研究假說二。設置薪酬委員會與公司規模(CC*SIZE)之調節變項，其符號為正，且達統計上 1% 顯著水準，而設置審計委員會與公司規模(AC*SIZE)之調節變項，其係數符號為正，但不顯著，本研究認為由於委員會的設置及運作費用均會增加公司之營運成本，依模型(3)經實證結果顯示，當公司依法規設置薪酬委員會，而其產生之效益隨著公司規模擴大而增加，而審計委員會則無顯著影響，即強制所有上市(櫃)公司均需設置薪酬委員會，可能加諸小型公開公司過高的法令遵循成本，以上結果與蔡昌憲(2012)的觀點一致。

資產報酬率(ROA)對公司價值的影響為正相關，且達 1% 顯著水準，即資產若運用於賺取利潤的能力較高，則該公司價值相對也會較高。依模型(1)迴歸結果顯示，董事會的獨立性(BIN)其係數符號為負，且達統計上顯著水準，證明了 Yermack (1996)的論點，即外部董事的比率與公司績效呈負向相關；臺灣家族企業比例超過 7 成，廖秀梅等(2006)認為家族企業的控制股東已實際掌握公司控制權，使得外部(或獨立)董監事對公司績效能發揮的功能有限。

四、公司績效與董事、監察人及高階經理人薪酬之關聯

為探討假說三，本研究以資產報酬率及股票報酬率做為衡量公司績效指標，就該變數分別探討其與董事、監察人及高階經理人薪酬之關聯，並進一步針對公司資產報酬率之變動情形與前揭薪酬變動之關聯性加以探討。首先透過 F 檢定及 Hausman Test，選擇各項迴歸式之最佳適用模型進行分析，整理如表六至表八所示。

(一)董事及監察人薪酬

由表六觀察得知，在公司績效方面，資產報酬率及股票報酬率之迴歸係數均為正，且分別達 1% 及 5% 顯著水準，與以往多數研究認為企業績效與董監事薪酬兩者間存在正向關係(Crespí-Cladera and Gispert 2003；蔡宗和 2007；陳在鴻 2007)之結論大致相符。有關資產報酬率變動比率與董事、監察人薪酬變動比率之關聯性，如表八之模型 4-3-1 迴歸結果所示，

兩者雖有正相關，但未達統計顯著水準，考量公司設置薪酬委員會情形(CC* Δ ROA)後亦同。

公司規模之迴歸係數為正，且達統計顯著水準，由研究結果得知董事及監察人薪酬水準與公司規模呈顯著正相關，由於公司規模越大，業務複雜度原則上會相對提升，對董事及監察人而言，其監督的困難度也相對增加，公司願意提供較高的薪酬水準。

(二)高階經理人薪酬

由表七觀察得知，代表公司績效指標之資產報酬率迴歸係數為正，並達統計上顯著水準，另股票報酬率與高階經理人薪酬為正相關，未達統計上顯著水準，加入公司設置薪酬委員會之因素後，其交乘項變數(CC*STRE)迴歸係數顯著為正，但不能因此推論高階經理人之酬勞給付與公司績效有合理連結，故本研究進一步探討資產報酬率變動比率與高階經理人薪酬變動比率關聯性之影響，如表八之模型 4-3-2 迴歸結果顯示，兩者雖有正相關，但未達統計顯著水準，考量公司設置薪酬委員會情形後亦同。

表五 薪酬委員會及審計委員會與公司價值之關聯性

$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_4 DA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots$ 模型(1)					$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_4 DA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots$ 模型(2)				
變數	預期方向	係數	標準誤	T值	變數	預期方向	係數	標準誤	T值
Constant		3.8190***	0.7939	4.8100	Constant		4.9247***	0.7007	7.0279
CC	-	-0.5515***	0.1360	-4.0550	AC	+	-0.5599	0.6518	-0.8592
SIZE	?	-0.1790***	0.0538	-3.3243	SIZE	?	-0.2574***	0.0471	-5.4673
CC*SIZE	+	0.0282***	0.0087	3.2307	AC*SIZE	+	0.0271	0.0371	0.7314
DA (%)	?	0.0030*	0.0016	1.8089	DA (%)	?	0.0040***	0.0015	2.6385
ROA (%)	+	0.0419***	0.0025	16.9926	ROA (%)	+	0.0435***	0.0024	18.0840
GROWTH	+	-0.0004	0.0004	-0.9346	GROWTH	+	-0.0003	0.0004	-0.9064
BO (%)	+	0.0004	0.0014	0.2553	BO (%)	+	0.0006	0.0014	0.3915
BIN	?	-0.2145**	0.1067	-2.0106	BIN	?	-0.0839	0.1034	-0.8113
Adjusted R ²		0.641			Adjusted R ²		0.636		
F值		13.397***			F值		13.139***		

註1：***表示達1%顯著水準；**表示達5%顯著水準；*表示達10%顯著水準。
 註2：表中各變數之定義為：Constant：迴歸截距項；TQ：公司價值；CC：公司設置薪酬委員會情形；AC：公司設置審計委員會情形；SIZE：公司規模；DA：負債比率；ROA：資產報酬率；GROWTH：企業成長率；BO：董事持股比例；BIN：董事會的獨立性。
 註3：本迴歸式採固定效果模型進行分析，並考量誤差項可能在異質變異之情形，已採White (1980)之方式修正之。
 註4：樣本量 5,859。

表五 薪酬委員會及審計委員會與企業價值之關聯性(續)

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 CC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} + \beta_4 AC_{i,t} * SIZE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 DA_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 BO_{i,t} + \beta_{10} BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{模型(3)}$$

變數	預期方向	係數	標準誤	T 值
<i>Constant</i>		3.7684***	0.7912	4.7627
<i>CC</i>	-	-0.5476***	0.1372	-3.9900
<i>CC*SIZE</i>	+	0.0281***	0.0088	3.1909
<i>AC</i>	+	-0.2400	0.6478	-0.3705
<i>AC*SIZE</i>	+	0.0104	0.0369	0.2817
<i>SIZE</i>	?	-0.1756***	0.0536	-3.2772
<i>DA(%)</i>	?	0.0029*	0.0016	1.7938
<i>ROA(%)</i>	+	0.0418***	0.0025	16.9315
<i>GROWTH</i>	+	-0.0004	0.0004	-0.9235
<i>BO(%)</i>	+	0.0004	0.0014	0.2811
<i>BIN</i>	?	-0.1906	0.1044	-1.8253
Adjusted R ²	0.641			
F 值	13.365***			
VIF 值	143.665			

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

註 2：表中各變數之定義為：*Constant*：迴歸截距項；*TQ*：公司價值；*CC*：公司設置薪酬委員會情形；*AC*：公司設置審計委員會情形；*SIZE*：公司規模；*DA*：負債比率；*ROA*：資產報酬率；*GROWTH*：企業成長率；*BO*：董事持股比率；*BIN*：董事會的獨立性。

註 3：本迴歸式採固定效果模型進行分析，並考量誤差項可能在異質變異之情形，已採 White (1980)之方式修正之。

註 4：樣本量 5,859。

表六 資產報酬率及股票報酬率與董事、監察人酬勞之關聯性

$RED_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{模型(4-1-1)}$					$RED_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 STRE_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * STRE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{模型(4-2-1)}$				
變數	預期方向	係數	標準誤	T值	變數	預期方向	係數	標準誤	T值
Constant		-85.0973***	15.9950	-5.3200	Constant		-133.0860***	16.9016	-7.8742
CC	-	-0.4861	0.3231	-1.5047	CC	-	-0.8208**	0.3537	-2.3208
ROA(%)	+	0.4371***	0.0339	12.907	STRE(%)	+	0.0038**	0.0015	2.5383
CC*ROA(%)	+	0.1284*	0.0677	1.8982	CC*STRE(%)	+	0.0402***	0.0081	4.9296
SIZE	+	6.3379***	1.0600	5.9790	SIZE	+	9.7811***	1.1224	8.7141
DA (%)	?	-0.0749***	0.0252	-2.9762	DA (%)	?	-0.1727***	0.0279	-6.1866
GROWTH	+	0.0085	0.0066	1.2937	GROWTH	+	0.0126	0.0111	1.1339
BO (%)	?	-0.0267	0.0314	-0.8494	BO (%)	?	0.0071	0.0323	0.2196
BIN	?	-0.4010	2.7540	-0.1456	BIN	?	4.3027	2.8155	1.5282
Adjusted R ²		0.794			Adjusted R ²		0.785		
F值		27.672***			F值		26.310***		
VIF值		1.655			VIF值		1.114		

註1：***表示達1%顯著水準；**表示達5%顯著水準；*表示達10%顯著水準。
 註2：表中各變數之定義為：Constant：迴歸截距項；RED：董事及監察人薪酬（百萬）；CC：公司設置薪酬委員會情形；ROA：資產報酬率；STRE：股票報酬率；SIZE：公司規模；DA：負債比率；GROWTH：企業成長率；BO：董事持股比例；BIN：董事會的獨立性。
 註3：本迴歸式採固定效果模型進行分析，並考量變項可能在異質變異之情形，已採 White (1980) 之方式修正之。
 註4：樣本量 5,859。

表七 資產報酬率及股票報酬率與高階經理人薪酬之關聯性

$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{模型(4-1-2)}$					$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CC_{i,t} + \beta_2 STRE_{i,t} + \beta_3 CC_{i,t} * STRE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DA_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 BO_{i,t} + \beta_8 BIN_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{模型(4-2-2)}$				
變數	預期方向	係數	標準誤	T 值	變數	預期方向	係數	標準誤	T 值
Constant		1.8737	28.2200	0.0664	Constant		-44.7633	27.4241	-1.6323
CC	-	1.7415***	0.6338	2.7478	CC	-	-0.1519	0.5918	-0.2567
ROA(%)	+	0.6915***	0.0757	9.1400	STRE(%)	+	0.0021	0.0028	0.7507
CC*ROA(%)	+	-0.1209	0.0822	-1.4700	CC*STRE(%)	+	0.0398***	0.0126	3.1687
SIZE	+	1.1176	1.8610	0.6005	SIZE	+	4.5998**	1.8023	2.5522
DA (%)	?	-0.0125	0.0364	-0.3440	DA (%)	?	-0.1387***	0.0387	-3.5966
GROWTH	+	-0.0102*	0.0057	-1.7829	GROWTH	+	-0.0038	0.0076	-0.5004
BO (%)	?	-0.0234	0.0320	-0.7312	BO (%)	?	0.0307	0.0316	0.9727
BIN	?	-4.2071	5.0603	-0.8314	BIN	?	2.4697	5.0337	0.4906
Adjusted R ²		0.800			Adjusted R ²		0.794		
F 值		28.774***			F 值		27.710***		
VIF 值		1.655			VIF 值		1.114		

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

註 2: 表中各變數之定義為: Constant: 迴歸截距項; REM: 高階經理人薪酬(百萬); CC: 公司設置薪酬委員會情形; ROA: 資產報酬率; STRE: 股票報酬率; SIZE: 公司規模; DA: 負債比率; GROWTH: 企業成長率; BO: 董事持股比例; BIN: 董事會的獨立性。

註 3: 本迴歸式採固定效果模型進行分析, 並考量誤差項可能在異質變異之情形, 已採 White (1980) 之方式修正之。

註 4: 樣本量 5,859。

表八 資產報酬率變動比率與董事、監察人及高階經理人薪酬成長比率之關聯性

$RED_{1,it} = \beta_0 + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 ROA_{1,it} + \beta_3 CC_{it} * \Delta ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 BO_{it} + \beta_8 BIN_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots$ 模型(4-3-1)					$REM_{1,it} = \beta_0 + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 ROA_{1,it} + \beta_3 CC_{it} * \Delta ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 BO_{it} + \beta_8 BIN_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots$ 模型(4-3-2)				
變數	預期方向	係數	標準誤	T 值	變數	預期方向	係數	標準誤	T 值
Constant		-3.3786**	1.3266	-2.5469	Constant		8.2176*	4.6503	1.7671
CC	-	-0.4991**	0.2336	-2.1367	CC	-	-0.6012	0.8188	-0.7343
ΔROA	+	0.0073	0.0102	0.7125	ΔROA	+	-0.0311	0.0358	-0.8680
$CC * \Delta ROA$	+	0.0328	0.0333	0.9852	$CC * \Delta ROA$	+	0.0296	0.1166	0.2537
SIZE	+	0.2947***	0.0849	3.4723	SIZE	+	-0.4386	0.2975	-1.4744
DA (%)	?	-0.0021	0.0069	-0.3019	DA (%)	?	-0.0125	0.0242	-0.5173
GROWTH	+	0.0051	0.0105	0.4823	GROWTH	+	0.0011	0.0367	0.0310
BO (%)	?	-0.0024	0.0083	-0.2905	BO (%)	?	-0.0008	0.0291	-0.0287
BIN	?	-0.7616	0.7540	-1.0102	BIN	?	-2.9016	2.6431	-1.0978
Adjusted R ²		0.0024			Adjusted R ²		0.0008		
F 值		2.7879***			F 值		0.6187		
VIF 值		1.113			VIF 值		1.113		

註 1：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準。
 註 2：表中各變數之定義為：Constant：迴歸截距項； $\Delta MRED$ ：董事及監察人薪酬成長率； $\Delta MREM$ ：高階經理人薪酬成長率；CC：公司設置薪酬委員會情形； ΔROA ：資產報酬率變動率；SIZE：公司規模；DA：負債比率；GROWTH：企業成長率；BO：董事持股比率；BIN：董事會的獨立性。
 註 3：本迴歸式採 Pooled OLS 進行分析。
 註 4：樣本量 5,859。

伍、結論與建議

一、結論

本研究目的為探討法制化規範對公司治理效益之影響，以公司價值做為公司治理效益之衡量指標，實證結果顯示公司為遵循政府法令設置薪酬委員會，其與公司價值成顯著負相關；而公司規模與遵循法令設置薪酬委員會虛擬變數之交乘變項，其與公司價值呈顯著正相關。研究結果與假說相符，推測因臺灣家族企業比例較高，薪酬委員會能否獨立客觀運作尚待觀察，倘若公司僅為消極配合相關法令要求非自願設立薪酬委員會，則委員會功能往往無法發揮預期效果，對提昇公司治理並無助益，且對於小規模公司而言，需付出過高的法令遵循成本。

其次，實證結果顯示公司自願設置審計委員會與公司價值為負相關，惟未達統計上顯著水準；另公司規模與自願設置審計委員會虛擬變數之交乘變項，其與公司價值為正相關，但不顯著。雖然我國原則由公司自願設置審計委員會，但立法院財政委員會要求 2012 年資本額 50 億元以上之上市（櫃）公司設置審計委員會之比例需達百分之十，金管會督導證交所、櫃買中心及證基會等單位加強宣導及舉辦相關研討座談會，以鼓勵公司設置審計委員會。本研究推測倘若公司係為配合主管機關要求設置審計委員會，其實質上應屬非自願設立，相較於公司為強化公司治理自願設置審計委員會之精神有所不同，此或為實證結果與本研究假說不一致之原由。

回顧當初我國規範上市（櫃）公司設置薪酬委員會之立法意旨，係期望透過薪酬委員會建立完善的薪酬制度，以減少公司經營虧損，而董事、監察人或經理人薪酬卻節節攀升等不合理現象。本研究以資產報酬率與股票報酬率做為公司績效指標，試圖探討公司績效與董事、監察人及高階經理人薪酬之關聯性。實證結果顯示前述人員薪酬與公司績效具有正相關，除高階經理人薪酬與股票報酬率不顯著外，其餘均達統計上顯著水準，但無法推論薪酬與公司績效有合理關聯，故進一步就資產報酬率變動比率與董事、監察人及高階經理人薪酬成長率進行探討，實證結果顯示前述人員薪酬成長比率與資產報酬率變動比率關聯性，未達統計上顯著水準，公司依法設置薪酬委員會其結果亦同。此外，依公開資訊觀測站公司治理資料庫顯示，2011 年公司年度稅後虧損惟董監事酬金總金額或平均每位董監事酬金卻增加之上市櫃公司 132 家，佔全體上市櫃公司 9.44%，而 2012 年則為 219 家，佔上市櫃公司家數 15%。綜上，政府期望透過法令規範公司設置薪酬委員會以降低此類不合理現象，目前似乎尚未產生效益，其長期影響尚有待觀察。

二、建議及研究限制

我國公司股權較為集中，多為大股東或家族企業所持有，如何保障其他股東及利害關係人權益實屬重要議題。政府透過法制化規範督促企業建置完善公司治理體制，固有其立法美意，但若公司管理當局消極配合，往往使相關法令流於形式，對公司治理並無助益。提昇公司資訊透明度為公司治理原則之一，本研究建議公開發行公司董事、監察人及高階經理人薪酬數額由總額揭露改為個別揭露，透過市場監督機制及股東壓力，促使薪酬委員會制定與公司長期利益結合的薪酬制度。

本研究資料主要來源為台灣經濟新報社所提供臺灣上市（櫃）企業財經資料庫，係屬次級資料，倘資料有所缺誤，可能影響研究結果。另，薪酬委員會應參考同業通常水準支給情形，並考量與個人表現、公司經營績效及未來風險之關連合理性，訂定公司董事、監察人及經理人之績效評估及薪酬制度，然受限於各樣本公司相關資料取得不易，本研究僅就公司經營績效與董事、監察人及經理人薪酬之關連合理性進行探討。

參考文獻

- 方俊儒、李秀英與龍春伶，2008，〈獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響--控制股東之調節效果〉，《會計與公司治理》，第5卷(1期):55-80頁。
- 王文宇，2012，〈論大型企業之公司治理法制〉，《月旦法學雜誌》，(200期)，282-301頁。
- 林國全，2012，〈從強制設置薪酬委員會談起〉，《月旦法學雜誌》，(202期)，22-37頁。
- 林翠蓉、張力、侯啟嫻、曾韻如與許雅棠，2011，〈家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究〉，《績效與策略研究》，第8卷(1期)，61-79頁。
- 姜兆宇，〈家族企業績效 大陸最佳、港次之、台灣最差〉，《聯合報》，2012年12月13日，第A2版。
- 張明輝，2011，〈提升治理成效 創造股東最大價值—審計委員會的九大重要議題〉，《資誠通訊》，(243期)，8-9頁。
- 陳在鴻，2007，〈董監事酬勞與公司績效相關性之研究〉，國立中正大學財務金融所碩士論文。
- 陳俊仁，2012，〈公司治理與董監事暨經理人薪資報酬決定權--薪資報酬委

- 員會制度規範之商榷》，《月旦法學雜誌》，(207期)，38-51頁。
- 陳相甄，2009，〈公司治理機制與兼任董事總經理酬勞關聯性之研究〉，國立雲林科技大學會計碩士班碩士論文。
- 楊穆郁，〈22家虧損 董事酬勞照領逾百萬〉，《中時電子報》，2013年8月1日。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華，2006，〈董事會結構特性與公司績效關係之研究-兼論台灣家族企業因素的影響〉，《東吳經濟商學學報》，(54期)，117-160頁。
- 潘國安，2007，〈台灣上櫃公司參與公司治理之經驗與展望〉，《證券櫃檯月刊》，(139期)，33-37頁。
- 蔡昌憲，2012，〈評我國強制設置薪酬委員會之立法政策-從經濟分析及美國金融改革法談起〉，《中研院法學期刊》，(11期)，322-323頁。
- 薛明玲，2002，〈資訊透明度與企業競爭力〉，《會計研究月刊》，(200期)，14-15頁。
- 謝易宏，2009，〈薪甘勤願--簡介美國薪酬委員會〉，《月旦民商法雜誌》，(26期)，144-170頁。
- Ammann, M., D. Oesch, and M. M. Schmid. 2011. Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance* 18(1): 36-55.
- Becher, D. A., T. L. Campbell II, and M. B. Frye. 2005. Incentive Compensation for Bank Directors: The Impact of Deregulation. *The Journal of Business* 78(5): 1753-1778.
- Bhagat, S., and B. Black. 2001. The Non-correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporate Law* 27: 231-274.
- Brown, L. D., and M. L. Caylor. 2009. Corporate Governance and Firm Operating Performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 32(2): 129-144.
- Chen, C. W., B. Yi, and B. J. Lin. 2013. Does Adoption of Compensation Committee Benefit Shareholders? Evidence from Taiwan, SSRN-id2298873.

- Chhaochharia, V., and L. Laeven. 2009. Corporate Governance Norms and Practices. *Journal of Financial Intermediation* 18(3): 405-431.
- Christensen, J., P. Kent, and J. Stewart. 2010. Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review* 20(4): 372-386.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. Fan, and L. H. Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance* 57(6): 2741-2771.
- Conyon, M. J., and D. Leech. 1994. Top Pay, Company Performance and Corporate Governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56(3): 229-247.
- Coughlan, A. T., and R. M. Schmidt. 1985. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7(1): 43-66.
- Crespí-Cladera, R., and C. Gispert. 2003. Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies. *Labour* 17(1): 103-126.
- DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. 2005. Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committees of Boards of Directors? *Journal of Accounting Research* 43(2): 153-193.
- Edmans, A., and X. Gabaix. 2009. Is Ceo Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories. *European Financial Management* 15(3): 486-496.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Goh, B. W. 2009. Audit Committees, Boards of Directors, and Remediation of Material Weaknesses in Internal Control. *Contemporary Accounting Research* 26(2): 549-579.
- Hoitash, U., R. Hoitash, and J. C. Bedard. 2009. Corporate Governance and Internal Control over Financial Reporting: A Comparison of Regulatory Regimes. *The Accounting Review* 84(3): 839-867.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial*

- Economics* 3(4): 305-360.
- Karamanou, I., and N. Vafeas. 2005. The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research* 43(3): 453-486.
- Klapper, L. F., and I. Love. 2004. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance* 10(5): 703-728.
- Krishnan, G. V., and G. Visvanathan. 2008. Does the Sox Definition of an Accounting Expert Matter? The Association between Audit Committee Directors' Accounting Expertise and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research* 25(3): 827-858.
- Mehran, H. 1995. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 38(2): 163-184.
- Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40(2): 185-211.
- White, H. 1980. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*: 817-838.
- Young, C. S., L. C. Tsai, and P. G. Hsieh. 2008. Voluntary Appointment of Independent Directors in Taiwan: Motives and Consequences. *Journal of Business Finance & Accounting* 35(9- 10): 1103-1137.

