

# CEO的薪酬與公司績效的關聯性分析 = The relationship between CEO compensation and firm performance : Evidence from a dynam

張淑珍、梁晉嘉

E-mail: 347908@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

本篇研究檢驗CEO的薪酬與公司績效之間的關聯性，應用動態追蹤模型的追蹤資料，擷取TEJ財金資料庫中2005-2009年間180筆臺灣的生技產業資料為研究樣本。此外，公司治理的變數如下：總經理/副總經理的薪酬，董監事持股比例，董監事領酬人數。研究結論歸納如下：以財務觀點：一、總經理/副總經理的薪酬對上市公司績效有正向影響，對上櫃公司績效則有負向影響。二、董監事持股比例對上市公司績效及上櫃公司績效均有正向影響。三、董監事領酬人數對上市公司績效及上櫃公司績效均有負向影響。以會計觀點：一、總經理/副總經理的薪酬和對上市公司績效及上櫃公司績效均有負向影響。二、董監事持股比例對上市公司績效及上櫃公司績效均有負向影響。三、董監事領酬人數對上市公司績效有負向影響，對上櫃公司績效則有正向影響。

關鍵詞：CEO薪酬、公司績效、總經理/副總經理的薪酬、董監事持股比例、董監事領酬人數

## 目錄

中文摘要	iii	英文摘要	iii
iv 誌謝	v	內容目錄	vi
目錄	vii	圖目錄	vii
viii 第一章 緒論	1	第一節 研究背景與動機	1
1 第二節 研究目的	4	第三節 研究架構與流程	5
第二章 文獻回顧	7	第一節 CEO薪酬與公司績效相關文獻之探討	7
7 第一節 CEO薪酬與公司績效相關文獻之探討	13	第二節 董監事持股比例與CEO薪酬相關文獻之探討	13
13 第三節 董監事會規模與公司績效相關文獻之探討	18	第三章 研究模型與方法	24
24 第一節 動態追蹤資料(Panel Data)模型	26	第二節 實證模型設定	26
26 第二節 實證模型設定	28	第四章 實證結果與分析	30
30 第一節 資料來源說明與變數定義	30	第二節 敘述性統計分析	32
32 第三節 Pearson相關敘述分析	33	第四節 動態追蹤資料模型分析	34
34 第五章 結論	38	參考文獻	40
40 表目錄 表 2-1 CEO薪酬水準決定因素之相關文獻	10	表 2-2 董監事持股比例與公司經營績效之相關文獻	15
15 表 2-3 董事會規模與公司經營績效之相關文獻	21	表 4-1 敘述統計分析結果	32
32 表 4-2 相關係數分析	33	表 4-3 一般動差系統估計結果	36
36 表 4-4 CEO薪酬的決定因子與ROA、Tobin ' Q的預期關係	37	圖目錄 圖 1-1 研究流程圖	6

## 參考文獻

一、中文部份 于學宇(2003)，高階經理人報酬、公司治理與經營績效之研究，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。 何里仁(2003)，公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究，逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。 吳昆皇(1995)，上市公司董事會組成與特性對企業經營績效之關聯性研究，國立台灣大學商學系碩士論文。 吳建頤(1999)，董事會規模對公司價值的影響，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。 林穎芬(1989)，民營企業最高主管報酬與公司績效之研究，國立中山大學企業管理學研究所碩士論文。 林紓瑋(2001)，公司監理、產品市場競爭程度與公司績效之關連性研究，國立中正大學會計學研究所碩士論文。 林卓民、蘇欣玫、黃健銘、林東寬(2009)，CEO薪酬與廠商績效，2009金融創新與科際整合學術研討會。 周貞貞(1998)，董事長與總經理的傳承對企業經營績效之影響，國立中山大學企業管理學研究所碩士論文。 邱毅、張訓華(1991)，股權結構、董事會組成與企業財務績效，台北市銀月刊，第二十二卷第五期，11-32頁。 俞海琴與周本?(1994)，台灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司TobinsQ關係之研究，管理評論，第13卷第1期，第79-98頁。 洪榮華，陳香如，王玉珍(2005)，公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點，輔仁管理評論，第12卷第3期，頁23 段叔好(2006)，台灣地區金融控股公司經營規模、董事會組成與經營績效之實證研究，淡江大學企業管理學系碩士在職專班碩士論文。 孫秀蘭(1996)，董事會制度與企業經營績效之研究，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文。 高莉華(2004)，公司治理對盈餘資訊價值內涵之影響，私立中原大學會計研究所碩士論文。 張明峰(1991)，股權結構對公司績效影響之研究，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。 張旭玲(1998)，我國股票上市公司股權結構暨經營績效之研究，國立成功大學會計研

究所碩士論文。張雅琳(2004),我國企業獨立董事機制與經營績效之關聯性研究,大葉大學會計資訊研究所碩士論文。張晶華(2009),公司治理與外資持股比率對經營績效之影響—以台灣金融控股公司為例,中華大學經營管理學系碩士論文。黃裕光(1993),我國上市公司董事會特性與經營績效之研究,台灣大學會計研究所碩士論文。黃榮龍(1993),股權結構與企業經營績效之研究,國立政治大學會計學研究所碩士論文。黃英修(1999),我國銀行業股權結構與經營績效相關性之探討,國立成功大學企業管理研究所碩士論文。黃瓊慧(2009),管理當局股權結構與盈餘管理相關性之研究,國立中興大學會計學系未出版之論文。陳金鈴(1997),台灣上市公司股權結構之研究分析,國立成功大學會計研究所碩士論文。陳隆麒、郭敏華與吳政穎(1998),我國上市公司高階主管薪酬決定因素之探討,中國財務學會年會暨學術研討會論文集, p.925-943。陳迪(2003),董事會、監察人特性與公司績效關聯之再探討,國立政治大學會計學系研究所碩士論文。陳宏姿(2001),董監事結構與企業經營績效關聯之研究,國立政治大學會計系碩士論文。陳麗娟(2004),董事會組成、股權結構、關係人交易與企業績效關係之研究—以紡織業及電子業為實証,國立成功大學高階管理碩士在職專班碩士論文。陳恆義(2008),CEO權力、董事會機制與併購決策,中國文化大學國際貿易學系研究所碩士論文。莊宗憲(2005),公司治理機制與公司經營績效之實證研究,銘傳大學會計研究所碩士論文。曹恩榮(2007),董事會特性、股權結構與企業合併績效關聯性之研究,中原大學會計學系研究所碩士論文。崔雯玲(2008),公司治理與企業經理人薪酬之關聯性,台南科技大學商學與管理研究所論文。辜秋萍(1997),台灣企業高階主管酬勞與公司經營績效之實證研究,國立台灣大學會計研究所碩士論文。曾玉潔(2000),我國高階主管薪酬決定因素之實證研究,國立中正大學會計學研究所碩士論文。傅鍾仁、歐進士與張寶光(2002),我國企業經營者薪酬與績效指標之關聯性,管理學報,第19卷第6期(12):1073-1096。葉銘淇(2004),兼任董事會成員對高階主管薪酬激勵效果之研究,私立東吳大學會計學研究所碩士論文。楊蕉雲(1989),所有權結構與公司價值關係之研究,中山大學企業管理研究所碩士論文。楊俊中(1997),內部人持股比例與經營績效相關性之研究,國立台灣大學會計學系碩士論文。楊俊中(1998),股權結構與經營績效相關性之研究,國立台灣大學會計學系碩士論文。楊麗弘(1999),台灣上市公司股權結構與經營績效研究 - 由董監事持股質押效果論之,長庚大學管理學研究所碩士論文。楊朝旭與吳幸蓁(2003),總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究,會計評論,第36期(1月):55-87。楊朝旭(2005),衡量智慧資本之生產力—以臺灣、南韓、香港、新加坡之商業銀行為例,會計研究月刊, 237, 96-107。楊東明(2006),經營績效、公司特性與資訊透明度關係之研究,長榮大學經營管理研究所碩士論文。溫育芳、吳鴻毅(2006),我國上市公司治理評等系統之建立,金融風險管理季刊,第2卷,第3期,第1-28頁。鄭為庠(1992),高階主管薪酬計畫與薪酬決定因素之研究,國立政治大學企業管理研究所碩士論文。劉宴辰(1993),從代問題理論觀點探討股權結構、董事會組成對企業財務績效影響之研究--上市公司之實證分析,碩士論文,淡江大學管理科學研究所。劉怡汝(2009),董事會規模縮減對公司經營績效之影響,國立中興大學會計學研究所碩士論文。劉韻僊,林玟廷(2010),CEO權力與薪酬關係之實證研究:代理和資源依賴觀點,中原企管評論,8卷2期。賴倩婷(2001),高階主管酬勞與公司經營績效之實證研究高階經理人薪酬與其持股率、企業績效之關聯性研究,國立成功大學會計學系碩士論文。蕭黎明(1993),台灣上市公司最高主管之報償、持股比例與公司績效之關係,國立台灣大學財務金融研究所碩士論文。蕭弘毅(1994),高階經理人薪酬計畫與企業經營績效關係之研究,私立東吳大學商學院管理學研究所碩士論文。謝淑娟(1994),以權益代理問題的觀點探討股權結構變動與企業經營績效之關係,國立交通大學管理科學研究碩士論文。簡奴玲(2007),經理人薪資誘因與公司績效,淡江大學產業經濟學系碩士論文。二、英文部份 Angrawal, A., & C.R. Knoeber. (1998). "Managerial compensation and the threat of takeover. *Journal of Financial Economics* ", 47, 219-239. Ang, J. S., Rebel. A. C., & James. W. L. (2000). Agency Costs and Ownership, *Journal of Finance* , 55, 81-105. Arellano Manuel, & Stephen Bond. (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application of Employment Equations." *Review of Economic Studies* 58: 277-297. Arellano Manuel, & Olympia Bover. (1995). "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error Component Models." *Journal of Econometrics* 68: 29-51. Bacon, J. (1973). Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board, New York: The Conference Board. Korean Financial Crisis, *Journal of Financial Economics* 71,265-313. Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, & Jin-Mo Kim. (2002). Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups, *Journal of Finance* 57, 2695-2740. Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, & Kyung Suh Park. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Barkema, H.G. & Gomez-Mejia, L.R. (1998). Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *Academy of Management Journal*, 41(2): p.135-145. Berger.P.G.Eli.O., & David. L.Y. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance* 52,1411 -1439. Blundell Richard, & Stephen Bond. (1998). "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics* 87: 115-143. Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2005) "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 403-423. Boyd, B. K. (1994). "Board Control and CEO Compensation." *Strategic Management Journal*, 15,pp.335-344. Brickley, J.A., Lease. R.C., & Smith. C. W. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, *Journal of Financial Economics* 20,267-291. Conyon, M. J., & Peck, S. I. (1998). Board size and corporate performance: Evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4(3), 291-304. Core, J. E., Hothouse R. W., & Larcker D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406. Claessens, Stijn, Simeon Djankov, & Larry H. P. Lang. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112. Campbell, Terry L., II, & Phyllis Y. Keys. (2002). Corporate Governance in South Korea: The chaebol Experience, *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization* 8, 373-91. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. & Lang, L.H.P. (1999). Expropriation of minority shareholders in East Asia. Policy Research paper 2088. World Bank, Washington DC. Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph, P.H. Fan, & Larry, H.P. Lang. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance* 57, 2741. Cordeiro, J. J., & Veliyath, R. (2003). Beyond pay for performance: A panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, 21(1) 56-66. Daily, C., & Johnson, J. (1997). Sources of CEO power and firm performance: A longitudinal assessment. *Journal of*

Management, 23, 97-117. Eisenberg, T., Stefan S., & Martin T.W. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Finance*, 48, 35-54. Eisenberg, T. S. Sundgren, & M. T. Wells. (1998). "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms." *Journal of Financial Economics*, 48, pp.35-54. Fama, Eugene F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy* 88, 288-307. Fama, E. F., & Jensen. C. (1983). Organizational Forms and Investment Decisions, Managerial Economics Research Center Working Paper no. MERC 83-03. Rochester, N.Y. : University of Rochester, Graduate School of Management. Fama, E. F., & Jensen. M. C. (1983). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics* 26, 301-25. Fama, Eugene F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-49. Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35, 505-538. Fuerst, O., & Kang, S. H. (2000). Corporate governance, expected operating performance, and pricing, Working paper, Yale School of management, New Haven. Gomez-Mejia, L. R., Tosi, H., & Hinkin, T. (1987). Managerial Control, Performance, and Executive Compensation *Academy of Management Journal*. 30(1),51-70. , Groves, Theodore, Yongmiao Hong, John McMillan, & Barry Naughton. (1995). China's Evolving Managerial Labor Market, *Journal of Political Economy* 103, 873-92. Hansen , B. E. (1999). "Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing and inference", *Journal of Econometrics*, Vol. 93, pp.345-368, Indjejikian, R. (1999). "Performance Evaluation and Compensation Research: An Agency Perspective." *Accounting Horizons*, 13(2),147-157. Jung Kooyul, & Soo Young Kwon. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea, *International Journal of Accounting* 37, 301-325. Jenson, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48: 831-880. Joh Sung Wook. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis, *Journal of Financial Economics* 68, 287-322. Kesner. (1987). "Directors' stock ownership and organizational performance: An Investigation of Fortune 500 companies", *Journal of Management*, 11 ( 3 ) ,499-507. Takao Kato, & Katsuyuki Kubo. ( 2003 ) .CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economics*, Forthcoming:1-9 Kiel, G. C., & G. J. Nicholson. (2003). "Board Composition and Corporate Performance: how the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance*, Vol.11, No.3, pp.189-205. Kato Takao, & Cheryl Long. (2004). Executive Compensation, Firm Performance, and State Ownership in China: Evidence from New Panel Data, William Davidson Institute Working Paper No. 690, May. Lewellen, W., Loderer, C., & K. Martin. (1987). "Executive Compensation Contracts and Executive Incentive Problem: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics*, 9, No.3, pp. 287-310. Choi, B., & Lee, H. (2003). An empirical investigation of KM styles and their effect on corporate performance. *Information & Management*, 40(5), 403-417. Lemmon Michael, L., & Karl, V. Lins. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance* 58, 1445-68. Lehn, K. M., & Zhao, M. (2006). CEO turnover after acquisitions: Are bad bidders fired? *Journal of Finance*, 61, 1759-1811. Lilling, M.S. (2006). The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter? *Atlantic Economics Journal* 34, 101-114. Mak, Y. T. & Y. Li. (2001). "Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore", *Journal of Corporate Finance*, , pp.235-256. Morck, R., Shleifer, A. V., and Robert, W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315. Mitton Todd. (2002). A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics* 64, 215-41. Nickell Stephen. (1981). "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects," *Econometrica*, 49, pp. 1417-26. Patton, A. & J. C. Baker. (1987). "Why won't Directors Rock the Boat?" *Harvard Business Review*, 65, pp.10-15. Rama, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy*, 88, pp.288-307. Riahi-Belkaoui, A., & Pavlik, E. (1993). Effects of ownership structure, firm performance, size and diversification strategy on CEOs compensation: a path analysis. *Managerial Finance*, 19, 33-54. Raven, B. H., Schwarzwald, J., & Koslowsky, M. (1998). Conceptualizing and measuring a power/ interaction model of interpersonal influence. *Journal of Applied Social Psychology*, 28, 307-332. Steiner, T. L. (1996). A reexamination of the relationships between ownership structure, firm diversification, and Tobin's Q. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(4), 39-48. Shin, Hyun-Han, & Young S. Park. (1999). Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols.' *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization* 5, 169-91. Shen, W., & Cannella, A. (2002). Power dynamics within top Management and their impacts on CEOs dismissal followed by Inside succession. *Academy of Management Journal*, 45, 1195-1206. Williamson, O. E. (1983). Organization form Residual Claimants and Corporate Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 351- 366. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *J. Financial Econ.*, 40: 185-211. Zahra, S.A., & Pearce II. (1989). "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", *Journal of Management*, 15 ( 2 ) , 291-334.