

# 董事薪酬對關係人交易之影響：董監事暨重要職員責任保險之調節效果

## The Impacts of Director Compensation on Related Party Transactions : The Moderating Effect of Directors' and Officers' Liability Insurance

陳鏡峰

國立高雄科技大學財富與稅務管理系碩士班研究生  
fong0416@gmail.com

### 摘要

過去國內外許多財務舞弊的發生是管理階層將關係人交易視為利益輸送與資源移轉分配之手段，造成管理階層與股東間極大的代理問題。本研究從具有激勵監督效果的董事薪酬將其拆分為董事現金薪酬與股權薪酬、公司內外部監督機制及董監事暨重要職員責任保險的角度出發，探討其對關係人交易之影響，並檢測董監事暨重要職員責任保險是否能調節董事薪酬與關係人交易間的影響。實證結果發現董事現金薪酬越低與董事股權薪酬越高，關係人交易越高。公司內部監督機制方面，關係人交易與董事會規模正相關，與董事會獨立性負相關。在外部監督機制方面，主動機構投資人持股越高則關係人交易越大。而董監事暨重要職員責任保險則會正向強化關係人交易與董事薪酬之關係。本文研究結果可以供主管機關做為制訂薪酬機制之依據，以遏止關係人交易的發生。

**關鍵詞：**關係人交易、董事薪酬、監督機制

**Keywords :** Related Party Transactions、Director Compensation、Monitoring Mechanism

## 第一章 緒論

### 第一節 研究背景與動機

國際會計準則第 24 號「關係人交易之揭露」定義關係人交易為關係人間資源或義務之移轉，因此可知關係人交易可作為利益輸送與資源移轉分配的手段之一。關係人交易通常發生在公司內部人之間而非與獨立一方的交易，由於可能隱蔽著公司利害關係人之間的潛在利益衝突，透過窗飾財務報表來操弄盈餘與侵害公司資源等現象，使得股東利益被特定人控制，產生嚴重代理問題而損害股東權利。關係人交易也一直是會計舞弊醜聞的要角，並在世界各國資本市場上引起注目，例如 2001 年發生在美國的安隆案 (Enron Corporation)。而台灣資本市場也曾發生博達案等財務醜聞，甚至近期老牌飲料大廠大飲也涉及關係人交易而遭證交所勒令停牌。但關係人交易也非全然無益處，相關學者研究關係人交易可以滿足經濟上的需求，例如公司集團內的交易可以透過將市場交易內部化，此優勢可以促使集團間發揮綜效、降低交易成本或是為了取得特殊產業技術而利用關係人交易留任人才，當作董監事獎酬的補償機制 (Gordon, Henny and Palia, 2003 ; Kohlbeck and Mayhew, 2004 ; Gordon and Henry, 2005)。

在健全的資本市場上，普遍認為經理人是股東經營企業的代理人，董監事角色則是股東監督企業營運的代理人，而當企業所有權與經營權分離的情況下，健全的公司治理機制設計是股東仰賴董事會能否有效監督企業營運的依託，使企業能穩健經營並保護股東利益以避免企業發生財務弊端。當公司治理品質越佳時，越能降低關係人交易的規模 (Bradbury et al., 2006)。企業要有健全的公司治理機制則須仰賴董事會發揮有效率的監督，而董事會結構與其薪酬獎勵為主要影響因素 (Madhani, 2015)。鑑於激勵董事會履行董事職責的一個重要方法是建立適當的董事薪酬機制。因此董事會結構及董事薪酬等因素是否會影響關係人交易是本研究欲探討的第一個主題。

為了檢驗企業提供具有競爭力和公平的薪酬制度的公司是否可以吸引能夠提供更好的監督品質的董事，因此本文將董事薪酬區分為現金薪酬 (DCL) 與股權薪酬 (DEC) 並與關係人交易作探討，檢驗董事薪酬是否對關係人交易有重大影響。首先本文探討董事現金薪酬，並預期董事薪酬與關係人交易的發生存在負相關關係。過去學者認

為當董事薪酬過低時，會傾向以非常規交易來彌補其較低的薪酬 (Murphy, 1999)，而有關係人交易的公司會提供較低的現金薪酬以反映董事在關係人交易所獲得額外利益，因此過去研究多認為關係人交易可能是提供給董事現金薪酬的替代品 (Hölmstrom, 1992；Kohlbeck and Mayhew, 2004)。接下來本文以董事股權薪酬與關係人交易做探討，由於董事的股權薪酬聯繫著公司績效 (Jenson, 1993；Sengupta and Zhang, 2015)，因此企業若以股權薪酬來做為董事主要薪酬則會增加董事對企業營運監督品質 (Sengupta and Zhang, 2015)。基於上述理論結果，本研究預期董事股權薪酬與關係人交易存在負相關關係。

由於企業決策須承擔龐大風險，金管會於 2019 年強制台灣上市上櫃公司投保董監事暨重要職員責任保險 (directors and officers liability insurance)。倘若企業利用會計準則的漏洞來窗飾營收、集團交叉持股或關係人交易等侵害企業之行為，導致企業被要求損害賠償，則此險種可以讓企業免於巨額賠償而破產，將經營決策的風險轉嫁到保險上。Core (1997) 認為董監事暨重要職員責任保險是董監事薪酬激勵計畫的一部分。他認為董監事薪酬與董監事暨重要職員責任保險可以相互替代，這意味著假如企業內董監事面臨公司投保金額較少則董監事會要求更高的薪酬做補償。因此董監事暨重要職員責任保險是否能夠調節董事薪酬與關係人交易是本研究欲探討的第二個主題。

過去學者認為企業發生財務弊案與否取決於企業公司治理環節的監督力，因此本研究將監督力區分為內部與外部監督來針對關係人交易做探討。本研究以主動機構投資人持股比做為外部監督力的代理變數。在內部監督方面本研究探討董事會規模與董事會獨立性。因此內部與外部的監督力是否會影響關係人交易是本研究欲探討的第三個主題。

本研究與過去文獻不同在於：其一，過去國內文獻主要針對控制股東對小股東間的利益輸送之觀點探討關係人交易，而本研究主要以董事薪酬角度探討，再者過去國內薪酬資料取得不易較少有相關研究，本研究能補足董事薪酬與關係人交易的文獻亦有助於未來各主管機關及企業在制訂薪酬制度時作為參考依據。其二，本研究有助於相關文獻探討關係人交易的決定因素。Berkman, Cole and Fu (2009) 發現，諸如公司規模、總資產報酬率、槓桿度和公司成長機會等公司特徵會影響關係人交易。Nekhili and Cherif (2011) 發現董事會規模與獨立董事的存在亦會影響不同類型的關係人交易發生。Chung and Wang (2014) 研究發現機構投資人會在併購活動、資本支出等與公司價值攸關的決策中運用其在股東會中的影響力。因此本研究旨在以外部監督機制的主動機構投資人持股與以董事會獨立性、董事會規模與董事薪酬等代表內部監督機制，多面向探討內外部監督機制是否對關係人交易造成影響，並試圖以董監事暨重要職員責任保險角度出發，期望在健全公司治理情境下能調節董事薪酬與關係人交易間關係，以相呼應目前國內企業盛行之外部監督機制與公司內部治理雙向並行之趨勢。本研究實證方法多以最小平方方法迴歸分析結果解釋之。

## 第二章 文獻探討與假說建立

### 第一節 關係人交易文獻探討

本研究主要分別自利益衝突理論與有效交易假說整理關係人交易的相關文獻。首先針對關係人交易的特徵進行論述，後續說明關係人交易與公司治理內外部監督機制之間的連動效應。

#### 一、利益衝突理論

利益衝突理論認為若企業給予高階主管較高的薪酬會導致更多關係人交易發生，認為關係人交易屬非常規交易性質，因此會加劇代理問題，並對董事會監督效力產生負面影響 (Jenson and Meckling, 1976)。因此，過去文獻研究利益衝突理論的學者大多認為董事和公司高階管理者可以使用關係人交易進行自我交易 (self-dealing transactions) 從股東手裡獲取財富 (Kim and Yi, 2006)。此外，透過大量且利益豐厚的關係人交易可以做為賄賂董事和主要股東的手段，而使這些股東無法對經理人提供最佳監督。因此整體而言，利益衝突理論將關係人交易的存在視為價值減損的行為。Gordon, Henry, and Palia (2005) 探討盈餘管理與關係人交易兩者之間的關係，他們認為董事會成員間若

有操弄盈餘的動機，則可能透過關係人交易合理化該項減損企業價值的行為。Jian and Wong (2003) 也發現以 Tobin's Q 和市場價值比率 (market value ratio) 所衡量的企業價值與關係人交易有負向關係。Kohlbock and Mayhew (2017) 將美國關係人交易分為「商業行為之關係人交易」與「非商業行為之關係人交易」，研究結果表明非商業行為之關係人交易較可能引起未來企業財務報表重編 (restatements)，且企業在財務報表重編後會支付更高的審計費用，此結果也支持先前學者認為有高階主管涉及的關係人交易更有可能導致企業窗飾財務報表虛增盈餘的可能性 (Cullinan, Du and Wright, 2006)。國內過去文獻也指出關係人交易會降低企業價值或是犧牲股東利益。葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠 (2003) 以股權結構與董事會組成萃取出公司治理變數探討其與關係人交易影響，以便了解控制股東是透過何種方法掠奪小股東財富。實證結果表明，當控制股東現金流量權佔投票權比例越大時，企業努力經營誘因越大，便會大幅降低關係人交易的比率，其中包括關係人營業外收入、關係人間股權交易、關係人應收款項和關係人進銷貨等比率。而該項研究也指出若控制股東未擔任監察人時，會大幅減少的關係人交易的發生。這也間接說明當控制股東非監察人時，他們較能獨立行使監督職權，減少控制股東透過關係人交易掠奪小股東財富的自利行為。

## 二、有效交易假說

Williamson (1975) 則曾提出有效交易假說認為關係人交易能提升公司價值，透過給予董事更高的薪酬可以吸引有能力的董事出任，善盡更有效率的監督。Khanna and Palepu (2000) 認為由於資訊不對稱，企業在募集資金時要面臨資金成本過高的問題，因此他們認為當經理人要在資本市場融資時，會有誘因自願性揭露交易所不知的企業資訊，透過這些資訊來換取進行關係人交易的額外補償，進而降低公司交易成本。許多學者認為集團企業中的關係人交易有助於減少交易成本 (Fisman and Khanna, 2004; Kim, 2004; Fan and Goyal, 2006)。因為當外部資金有限時，企業集團可以透過關係人交易進而最大化集團的經濟利潤與最小化交易成本。Khanna and Palepu (2000) 研究印度的集團企業發現集團企業會透過內部市場交易的方式來提升企業的價值。綜觀基於過去對有效交易假說的研究，大多認為關係人交易是有效交易並且是能提升公司價值的經營手段之一。

## 第二節 薪酬契約與關係人交易

Jensen and Meckling (1976) 認為可以透過訂定債信契約與薪酬契約等方式減緩管理者、債權人與股東三者間的代理問題。的確過去許多文獻認為薪酬契約是對監督者最直接的激勵措施 (Sengupta and Zhang, 2015)，能緩和各自利害關係人間的利益衝突 (Gillan, 2006)。Adams and Ferreira (2008) 研究獨立董事薪酬發現，企業給予獨立董事越高的薪酬越能提高董事會監督效率，並會降低關係人交易發生次數。Hölmstrom (1992) 發現有關係人交易的企業傾向提供較低的董事現金薪酬，由此反映董事在關係人交易中的不當獲利。而 Gordon, Henny and Palia (2003) 研究發現董事領取的股票薪酬與管理階層的關係人交易正相關。

但過高的薪酬也可能會削弱外部董事的獨立性，因為這些領取高薪的董事可能基於對公司給予高薪的情感壓力透過減少對公司的監督效用做回報，從而損害股東利益 (Brick, Palmon and Wald, 2006; Sengupta and Zhang, 2015)。Brick et al. (2006) 發現當企業的經理人與董事領取高額薪酬會導致企業經營績效低落。他們發現導致此一結果很大一部分在公司任用親信當高階主管或是進行自利的關係人交易。Ye (2014) 發現獨立董事領取過高的現金薪酬可能促使自我交易等關係人交易的發生。Kohlbeck and Mayhew (2004) 研究 S&P 1500 中 1261 家公司董監事薪酬與員工薪酬、公司治理和關係人交易間的關聯性。發現公司治理較差的公司其經理人和董事現金薪酬與關係人交易呈現負相關。如同過去文獻說明，倘若關係人交易是間接的薪酬補償機制，則本研究預期關係人交易與現金薪酬存在負向關聯性，基於上述本研究提出下列假說：

### H1：董事現金薪酬與關係人交易存在負向關聯性。

Sengupta and Zhang (2015) 研究發現董事領取的股權薪酬可以有效地讓董事自身利益與公司經營一致，更能激勵董事主動監督企業營運，此研究也與過去研究董事股權薪酬的學者結果相符 (Hermalin and Weisbach, 1998)。Jensen (1993) 認為透過獲得直接股票紅利或是股票期權的外部董事會使他們的決策與公司價值努力方向一致，較

不會做出侵害股東權益之舞弊案件。Bhagat (2014) 認為企業應該給予董事限制型股權 (restricted equity) 的薪酬，雖然此舉無法解決公司治理的每個問題，但能迫使董事將眼界拉到企業長期平穩獲利的情況下。本研究預期關係人交易與股權薪酬存在負向關聯性，基於上述本研究提出下列假說：

**H2：董事股權薪酬與關係人交易存在負向關聯性。**

### **第三節 公司治理機制與關係人交易**

本節主要以公司內外部監督機制，分為以機構投資人持股為主的外部監督與以董事會特性做為內部監督機制等公司治理層面探討關係人交易。

過去文獻認為控制股東與小股東之間的代理問題可以因為建立完善的公司治理機制而獲得改善 (Jensen et al., 1976; Fama and Jensen, 1983; LaFond and Roychowdhury, 2008)。Gordon, Henry, and Pilia (2004) 研究美國 2000 到 2001 年 112 家公司，發現高階經理人薪酬、董事會結構與股權集中度與關係人交易呈現負相關。實證結果表明較弱的公司治理機制會產生較多的關係人交易，也發現產業調整後的盈餘 (Industry-adjusted earnings) 與關係人交易存在負向關係。對於非歐美國家的研究，特別是對於新興市場國家的公司，也支持公司治理層級較弱的公司會導致更多的關係人交易，並且這些公司治理較差的公司獲利能力與公司價值均顯著低於其他公司治理健全的公司 (Cheung, Rau and Stouraitis, 2006; Hope, Li, Liu and Wu, 2018; Nekhilli and Cherif, 2011)。

過去學者研究發現董事會規模可以反映出企業內部監控的品質。但對於董事會規模能否有效提高內部監控品質的論點出現許多分歧。一派文獻認為董事會規模與監督品質負相關 (Fama and Jensen, 1983; Beasley, 1996)，亦即當董事會規模越大內部可能因為溝通協調不易或是各自利益立場不同造成彼此間的利益衝突損及企業經營績效 (Lipton and Lorsch, 1992)。Davila and Watkins (2009) 實證發現過小的董事會規模較容易受到經理人的利誘掌控，使其在監督決策上失去該有的獨立性，後續也將導致經理人對企業的盈餘操弄，增加雙方資訊不對稱程度 (Brick, Palmon, and Wald, 2006)。而 Ryan, Wang, and Wiggins (2007) 則以董事會的複雜度進行探討，發現在董事會規模越大，董事會開會頻率越低，董事會成員間較難掌控而使公司監督效率低落，該研究結果支持董事會規模越大的董事會較難以整合而會加劇代理問題的發生。

Bacon (1973) 則認為董事會規模越大，各成員間擁有多樣化的專業知識在經營決策、專業分工等背景下更能提升決策品質，增加企業績效，而大型的董事會更可能擁有來自不同領域的專家與擁有財務經驗的獨立董事，因此更能預防管理階層的盈餘操弄 (Xie et al., 2003) 與降低經營複雜度過高的企業免於破產的風險 (Darrat, Gray, and Park, 2016)。由於過去董事會規模對關係人交易實證結果並無達成一致共識，因此本研究設立對立假說以確立董事會規模對關係人交易之影響。假說設立如下：

**H3a：董事會規模會正向影響關係人交易**

**H3b：董事會規模會負向影響關係人交易**

而在董事會獨立性相關議題研究中，許多學者支持設立獨立董事的監督角色，獨立董事席次佔比越高，公司治理機制越能在監督經營層面發揮作用，而提升企業經營績效降低財務醜聞等舞弊事件的發生 (Beasley, 1996; Byrd and Hickman, 1992)。Fama and Jenson (1983) 更指出董事會有降低代理問題的功能，然而該功能發揮之強弱則與其組成結構有關。設立獨立董事可以優化公司治理機制，提高獨立董事比例可以有效監督經理人與董事會，進而弱化代理問題。Dou, Sahgal, and Zhang (2015) 實證發現當一家企業擁有越多有經驗的獨立董事時，財務報表重編的機率越低，因為他們能夠在決策時依憑自身經驗提供更具策略性的建議與客觀的監督獨立性，因此獨立董事的設置與席次佔比能有效提升公司治理層級。而國內學者邱垂昌與黃秀姿 (2006) 發現公司若願意主動聘僱獨立董事，則在企業公開揭露的資訊中會有較少的關係人交易發生，實證結果支持設立獨立董事席次與關係人交易存在顯著負向關係也支持訊號理論 (signaling theory)。綜觀上述論述，董事會的獨立性有助於提升董事會的監督能力，使股東受到較完善的保護，因此本研究預期董事會獨立性與關係人交易存在相關性，提出假說如下：

#### H4：董事會獨立性會負向影響關係人交易

外部監督機制本研究採用機構投資人持股來當作代理變數。一般小股東可能因缺乏經營層面的專業度或其持股比例不高，當公司經營績效或是股價表現不佳多數會拋售持股以規避公司經營不良帶來的風險。但機構投資人則相反，當隨著金融機構、國內外法人等機構投資人持股比越高時，他們為了保障自身利益會更有動機去監督甚至透過增持股給予企業經營決策上的意見，一旦經營者無心經營或是濫用職權做非法交易，機構投資人則可發揮其監督機制。Rajgopal and Venkatachalam (1998) 實證發現並非所有機構投資人都著重關注短期績效，長期而言是會主動發揮監督機制監控企業經營。以實務上而言，最有名的機構投資人如何發揮外部監督效果的例子即是加州公務人員退休基金 (California Public Employees' Retirement System, 簡稱 CalPERS)，CalPERS 常透過與公司間的溝通程序對其有持股的公司進行公司治理評鑑進行評比，並會針對公司治理較差的公司提出警告與實質改善措施要求該公司重新審視公司治理健全公司營運，若該公司不合作或是經營績效始終未見起色則會聯合其他機構投資人對該公司發起徵求委託書將經營者做撤換。Pound (1988) 針對機構投資人與經營績效之間的關聯性提出效率監控假說 (the efficient-monitoring hypotheses)，認為機構投資人較一般投資人具備完善的專業知識與市場資訊因此能夠對企業的監督活動達到效率監督。綜觀上述論述本研究預期主動機構投資人與關係人交易存在相關性，並提出以下假說：

#### H5：主動機構投資人持股比會負向影響關係人交易

#### 第四節 董監事暨重要職員責任保險

董監事暨重要職員責任保險 (directors' and officers' liability insurance, 以下簡稱 D&O 保險) 為企業負責人於執行業務時，違反忠實義務，須承擔法律責任。我國董監事及重要職員的法律責任係屬民事責任，其所可能遭受賠償請求主要法律包括：民法、公司法、保險法、證券交易法以及證券投資人及期貨交易人保護法等。而其主要保障範圍是當董監事暨重要職員執行決策錯誤，導致企業價值減損或倒閉違反上述法律規範，使得第三方遭受損害而求償時，可以由保險公司提供理賠。

過去文獻認為 D&O 保險對公司治理成效有正負兩極的討論。Gutierriz (2003) 認為法律風險是督促管理者與董監事履行各自職責的機制，如果公司透過購買 D&O 保險將風險轉嫁至保險公司，會降低管理階層與董監事心理上的法律責任，進而可能誘發管理階層的投機行為，產生道德危機。而 Chen (2017) 則認為企業購買 D&O 保險後在經營決策、研發投資上較無後顧之憂，更能發揮其專業度增進企業價值，而相對在法律風險降低後更能吸引具備專業知識的人才出任管理階層 (Bhagat, Brickley, and Coles, 1987)。

Zou et al. (2008) 針對關係人交易發現當控制股東與經理人持股比例越高時，決策面可能從自身利益出發，忽略外部股東的權益。故代理成本越高的公司，管理階層越有可能去購買 D&O 保險，增加個人薪酬的保障。Core (1997) 將 D&O 保險視為管理階層薪酬激勵計畫的一部分，並認為 D&O 保險會影響董事薪酬，並認為董事薪酬與 D&O 保險存在替代關係，表示當董事面臨較低的 D&O 投保金額時，會要求較高的董事薪酬作補償 (Aguir, Burns, Mansi and Wald, 2014)。綜觀上述，本研究預期 D&O 保險能夠調節董事薪酬與關係人交易，並提出以下假說：

#### H6：D&O 保險能夠負向影響董事薪酬與關係人交易之間關係

### 第三章 研究設計

#### 第一節 樣本選取與資料來源

本研究之「關係人」主要係依據財務會計準則第六號之關係人定義，涵蓋範圍包括個人與機構，有關關係人之交易事項亦依該公報之規定，擷取樣本公司之財務數據。而董事薪酬根據 2004 年依行政院金管會所修訂之「公開發行公司年報應記載事項準則」依年報上所列表之薪酬項目分別揭露，以利投資人了解董事支領支薪酬情況。我國政府機關於 2008 年起要求各上市櫃公司強制公開揭露 D&O 責任險，且 D&O 責任險金額須以前一年度數據進行衡量，因此本研究為求資料完整以 2008 年為樣本起始年，研究期間為 2008 年至 2017 年共計 10 個會計年度。公司樣

本為台灣證券交易所和櫃檯買賣中心之上市上櫃公司為研究對象。其中因金融業、保險業與證券業等產業的會計結構與一般產業不同，故本研究剔除金融、保險與證券產業，最後共取得 7,466 筆有效研究樣本。本研究採用台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ) 的上市櫃公司之母公司財務報表之數據，其薪酬數據、股權結構及相關財務數據皆擷取自 TEJ。

## 第二節 實證模型

本研究主要探討董事現金薪酬與董事股權薪酬能否影響關係人交易運用程度因此本研究建構迴歸模型 (1) 將董事現金薪酬 (DCL) 與董事股權薪酬 (DEC) 與關係人交易 (RPT) 進行迴歸分析並加以檢定假說 H1 到 H6。

$$RPT_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCL_{it} + \beta_2 DEC_{it} + \beta_3 D\&O_{it} + \beta_4 BDS\text{Size}_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \beta_7 Tobin's Q_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 INDDIR_{it} + \beta_{10} INTACT_{it} + \beta_{11} MANCOMP_{it} + \beta_{12} BIG4_{it} + Industry FE + Year FE + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

## 第三節 變數定義與衡量

### 1. 關係人交易 (RPT) :

本研究應變數為關係人交易 (RPT) 依照 TEJ 資料庫分類包括關係人銷貨加工交易 (RPSALE)、關係人進貨外包交易 (RPPURCHASE)、關係人應收款 (RPRECEIVABLE)、關係人應付款 (RPPAYABLE) 四項加總並取自然對數。

### 2. 董監事暨重要職員責任保險 (DOC)

本研究定義 D&O 保險為 D&O 投保金額佔總資產比率

### 3. 董事現金薪酬 (DCL)

本文參考過去研究(林穎芬, 2012)將董事現金薪酬 (DIRCOMP) 定義為薪資酬勞、車馬費、其他酬勞之加總，除以董事會人數，並取自然對數。

### 4. 董事現金薪酬 (DEC)

過去研究指出董事領取股權薪酬會對公司進行更有效率的監督 (Sengupta and Zhang, 2016)。因此本研究將董事股權薪酬定義為董事領取的股票紅利與現金股利平減董事現金薪酬。

### 5. 董事會規模 (BDSIZE)

本研究利用該年年底董事席次衡量董事會規模。

### 6. 公司規模 (SIZE)

本研究採用總資產的自然對數來控制公司規模。

### 7. 槓桿度 (Leverage)

本研究參考過去研究(Bryan et al., 2015) 認為負債槓桿程度會影響債權人對公司經營權的干涉。因此本研究採用長期負債比率當作財務槓桿度的代理變數。

### 8. 公司成長機會 (TOBIN'S Q)

本研究參考過去研究(Linn & Park, 2005) 發現董事薪酬的結構取決於公司的成長機會。具有更大成長機會的公司董事會獲得更高的董事薪酬，並且得到的股權薪酬比例遠低於低成長公司的董事。因此，本文使用 Tobin's Q 來控制成長機會，以股東權益價值，優先清算長短期借款後平減資產總額。

### 9. 總資產報酬率 (ROA)

本研究定義總資產報酬率為當年度稅後淨利平減資產總額。

### 10. 董事會獨立性 (INDDIR)

本研究以董事會獨立性做為內部監控代理變數，並定義董事會獨立性為獨立董事席次占董事會總席次之比例。

### 11.主動機構投資人持股比 (INTACT)

Almazan, Hartzell and 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外部監督探討,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。

### 12.高階經理人薪酬 (MANCOMP)

本研究參考林穎芬 (2012) 將高階經理人定義為總經理與副總經理,高階經理人薪酬為固定薪資、退職金、特支與獎金之加總,除以高階經理人數,並取自然對數。

### 13.四大會計師事務所 (BIG4)

Chien and Hsu (2010) 指出公司是否為四大會計師事務所所簽證對關係人交易具有監督能力,因此本研究將四大會計師事務所設一虛擬變數,若樣本公司的查核會計師事務所為國內前四大會計師事務所則令 Big4 = 1,否則 Big4 = 0。

## 第四章 實證結果分析

### 第一節 描述統計分析

#### 一、敘述性統計量

表 4-1 列示本研究樣本敘述性統計資料。關係人交易 (RPT) 金額取自然對數之平均值為 11.662,中位數則為 11.874,標準差為 2.942;董事現金薪酬 (DCL) 金額取自然對數之平均值為 7.511,中位數則為 7.489,標準差為 0.975;董事股權薪酬 (DEC) 平均值為 0.056,中位數則為 0.001,標準差為 0.110;董監事暨重要職員責任保險投保金額 (DOC) 平均值為 4.190,中位數則為 1.060,標準差為 11.432;董事會規模 (BDSIZE) 平均值為 7.260,中位數則為 7.000,標準差為 2.128;公司規模 (SIZE) 平均值為 15.599,中位數則為 15.388,標準差為 1.525;槓桿度 (LEVERAGE) 平均值為 0.072,中位數則為 0.291,標準差為 0.094;TOBIN'S Q 平均值為 1.128,中位數則為 0.900,標準差為 0.838;總資產報酬率 (ROA) 平均值為 6.135,中位數則為 6.170,標準差為 8.504;董事會獨立性 (INDDIR) 平均值為 0.212,中位數則為 0.285,標準差為 0.168;主動機構投資人持股比 (INTACT) 平均值為 10.424,中位數則為 4.545,標準差為 14.322;高階經理人薪酬 (MANCOMP) 平均值為 8.017,中位數則為 7.996,標準差為 0.649;產業集中度 (HHI) 平均值為 0.078,中位數則為 0.032,標準差為 0.148;四大會計師事務所 (BIG4) 平均值為 0.880,中位數則為 1.000,標準差為 0.327。

表 4-1 敘述性統計量

Variable	平均數	Q1	中位數	Q3	標準差
RPT	11.662	9.847	11.874	13.675	2.942
DCL	7.511	6.939	7.489	8.067	0.975
DEC	0.056	0.000	0.001	0.065	0.110
DOC	4.190	0.000	1.060	4.040	11.432
BDSIZE	7.260	6.000	7.000	9.000	2.128
SIZE	15.599	14.564	15.388	16.462	1.525
LEVERAGE	0.072	0.000	0.291	0.118	0.094
TOBIN'S Q	1.128	0.680	0.900	1.280	0.838
ROA	6.135	2.500	6.170	10.340	8.504
INDDIR	0.212	0.000	0.285	0.333	0.168
INTACT	10.424	0.837	4.540	13.562	14.322

MANCOMP	8.017	7.652	7.996	8.376	0.649
BIG4	0.880	1.000	1.000	1.000	0.327

RPT = 關係人交易；

DCL = 董事現金薪酬；

DEC = 董事股權薪酬；

DOC = 董監事暨重要職員責任保險投保金額平減總資產；

BDSIZE = 董事會規模；

SIZE = 公司規模；

LEVERAGE = 槓桿度；

TOBIN'S Q = 公司成長機會代理變數；

ROA = 總資產報酬率；

INDDIR = 董事會獨立性；

INTACT = 主動機構投資人持股比；

MANCOMP = 高階經理人薪酬；

BIG4 = 四大會計師事務所。

## 二、Pearson 相關分析

表 4-2 報導本研究變數間相關分析結果。表 4-2 顯示關係人交易分別與董事現金薪酬、董事股權薪酬、董事會規模、公司規模、槓桿度、總資產報酬率、主動機構投資人持股比、高階經理人薪酬及四大會計師事務所呈現正相關，相關係數也分別為 0.277、0.142、0.248、0.533、0.132、0.155、0.324、0.261、0.410、0.131。另外關係人交易則與董監事暨重要職員責任保險、公司成長機會、董事會獨立性呈現負相關，相關係數則分別為-0.119、-0.490、-0.075。

董事現金薪酬則分別與董事股權薪酬、董事會規模、公司規模、槓桿度、公司成長機會、總資產報酬率、主動機構投資人持股比、高階經理人薪酬、四大會計師事務所呈現正相關，相關係數也分別為 0.404、0.138、0.612、0.060、0.036、0.385、0.452、0.635、0.137。另外董事現金薪酬與董監事暨重要職員責任保險及董事會獨立性呈現負相關，相關係數分別為-0.214 與-0.098。董事股權薪酬則分別與董監事暨重要職員責任保險、董事會規模、槓桿度呈現負相關，相關係數分別為-0.069、-0.013、-0.119。

董監事暨重要職員責任保險分別與董事會規模、公司規模、槓桿度、總資產報酬率、主動機構投資人持股比、高階經理人薪酬呈現負相關，相關係數分別為-0.043、-0.312、-0.111、-0.240、-0.089、-0.122。公司規模則與公司成長機會及董事會獨立性呈現負相關，相關係數分別為-0.146、-0.111。槓桿度分別與公司成長價值、總資產報酬率、董事會獨立性呈現負相關，相關係數分別為-0.092、-0.688、-0.052。表內粗體表示相關係數至少達到 5% 統計顯著水準。另外本研究解釋變數之間的相關係數絕對值並未高於 0.3，此結果初步顯示本研究各解釋變數間共線性問題並不嚴重。

表 4-2 Pearson 相關係數分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
RPT	1												
DCL	0.277	1											
DEC	0.142	0.404	1										
DOC	-0.119	-0.214	-0.069	1									
BDSIZE	0.248	0.138	-0.013	-0.043	1								
SIZE	0.533	0.612	0.213	-0.312	0.369	1							
LEVERAGE	0.132	0.060	-0.119	-0.111	0.061	0.267	1						
TOBIN'S Q	-0.490	0.036	0.141	0.131	0.030	-0.146	-0.092	1					
ROA	0.155	0.385	0.320	-0.240	0.094	0.243	-0.688	0.272	1				
INDDIR	-0.075	-0.098	0.087	0.108	0.015	-0.111	-0.052	0.157	0.065	1			
INTACT	0.324	0.452	0.257	-0.089	0.293	0.518	0.025	0.148	0.230	0.026	1		
MANCOMP	0.261	0.635	0.160	-0.122	0.234	0.502	0.030	0.029	0.272	0.043	0.405	1	
BIG4	0.131	0.137	0.115	0.016	0.095	0.141	0.018	0.061	0.130	0.089	0.133	0.147	1

表 4-2 粗體字表相關係數至少達 5%統計顯著水準；

變數定義請參考表 4-1。

## 第二節 董事現金薪酬與關係人交易之關係

本研究首要探討董事現金薪酬、公司治理的內外部監督效果對關係人交易之影響。茲將分析結果整理於表 4-3。表 4-3 結果顯示，本研究實證模型可以解釋 30.6%的依變數變異，具有統計學上的解釋能力。而董事現金薪酬 (DCL) 的係數為-0.385，t 值為-6.635，達到統計顯著水準，顯示當董事領取的現金薪酬越低時，關係人交易越多。此結果表明董事可能透過關係人交易彌補過低的薪酬水平，研究結果支持 H1。而 D&O 保險投保金額 (DOC) 的係數為 0.013，t 值為 4.801，達到統計顯著水準，顯示當公司投保 D&O 保險越高，關係人交易越多。此結果符合當代理成本越高時，管理階層越有可能去購買 D&O 保險，增加個人薪酬的保障 (Zou et al., 2008)；另一方面公司在投保 D&O 責任險後，董事基於有保險保障後，較容易妥協經理人的高風險決策甚至透過關係人交易之利益輸送侵害公司價值，因此本研究發現投保 D&O 保險會削弱董事會的監督力。在內部監督機制方面，董事會規模 (BDSIZE) 的係數為 0.053，t 值為 3.579，達到統計顯著水準，顯示關係人交易決策中存在代理問題。而董事會獨立性 (INDDIR) 的係數為-0.431，t 值為-2.309，達到統計顯著水準，顯示當獨立董事席次越高越能有效監督管理者對公司營運，降低關係人交易。在外部監督機制方面，主動機構投資人持股比 (INTACT) 的係數為 0.014，t 值為 5.615，達到統計顯著水準，顯示當主動機構投資人持股越高時，關係人交易越高，與本研究預期方向不符。本研究認為可能因為與被投資公司有商業往來關係，選擇一定程度對管理階層的決策的妥協，導致主動機構投資人選擇被動地監督，導致關係人交易增加。

控制變數方面公司規模 (SIZE) 的係數為 1.036，t 值為 34.537；槓桿度 (LEVERAGE) 的係數為-0.104，t 值為-0.324，並未達到顯著水準；公司成長機會 (TOBIN'S Q) 的係數為-0.104，t 值為-0.324，並未達到顯著水準；總資產報酬率 (ROA) 的係數為 0.017，t 值為 4.432；高階經理人薪酬 (MANCOMP) 的係數為 0.101，t 值為 1.705；四大會計師事務所 (BIG4) 的係數為 0.612，t 值為 6.176。控制變數除了槓桿度與公司成長機會並未達到顯著水準外，其餘控制變數皆具顯著水準，方向也與本研究預期相符。

### 第三節 董事股權薪酬與關係人交易之關係

本研究接續探討董事股權薪酬、公司治理的內外部監督效果對關係人交易之影響。茲將分析結果整理於表 4-3。表 4-3 結果顯示，本研究實證模型可以解釋 30% 的樣本，且具有統計學上的解釋能力。而董事股權薪酬 (DEC) 的係數為 0.519，t 值為 1.816，達到統計顯著水準，顯示當董事領取的股權薪酬越高時關係人交易的規模越大，與本研究預期方向不同。本研究認為股權薪酬雖連動公司績效，是公司為了使董事能夠持續監督使企業達到長期平穩獲利，因董事任期是有限制，因此給予股權薪酬並不會使董事有太大的監督誘因，因此較傾向以關係人交易彌補公司未來營運不佳導致公司價值下跌的風險，故 H2 並未得到支持。而 D&O 保險投保金額 (DOC) 的係數為 0.013，t 值為 4.467，達到統計顯著水準，顯示當公司投保 D&O 保險越高，關係人交易越多。此結果符合在董事現金薪酬裡的實證結果。在內部監督機制方面，董事會規模 (BDSIZE) 的係數為 0.081，t 值為 5.451，達到統計顯著水準，表明董事會規模越大確實會導致內部不易整合，喪失決策上的效率。此結果亦符合在董事現金薪酬裡的實證結果，故實證結果符合 H3a。而董事會獨立性 (INDDIR) 的係數為 -0.255，t 值為 -1.363，雖未達到統計顯著水準，但方向與本研究預期相同。實證結果不支持 H4。在外部監督機制方面，主動機構投資人持股比 (INTACT) 的係數為 0.014，t 值為 5.615，達到統計顯著水準，顯示當主動機構投資人持股越高時，關係人交易越高，與本研究預期方向不符，但與現金薪酬結果一致，故實證結果 H5 並未得到支持。

控制變數方面公司規模 (SIZE) 的係數為 0.938，t 值為 32.831；槓桿度 (LEVERAGE) 的係數為 0.131，t 值為 0.405，並未達到顯著水準；公司成長機會 (TOBIN'S Q) 的係數為 0.026，t 值為 0.687，並未達到顯著水準；總資產報酬率 (ROA) 的係數為 0.008，t 值為 2.137；高階經理人薪酬 (MANCOMP) 的係數為 -0.216，t 值為 -2.361；四大會計師事務所 (BIG4) 的係數為 0.574，t 值為 5.758。控制變數除了槓桿度與公司成長機會並未達到顯著水準外，其餘控制變數皆具顯著水準，方向也與本研究預期相符。

表 4-3 董事薪酬對關係人交易之影響

Independent variable	RPT			
	係數	t 值	係數	t 值
Intercept	-3.132***	-6.635	-2.844***	-5.894
DCL	-0.385***	-8.562		
DEC			0.519*	1.816
DOC	0.013***	4.801	0.013***	4.467
BDSIZE	0.053***	3.579	0.081***	5.451
SIZE	1.036***	34.537	0.938***	32.831
LEVERAGE	-0.104	-0.324	0.131	0.405
TOBIN'S Q	0.048	1.264	0.026	0.687
ROA	0.017***	4.432	0.008**	2.137
INDDIR	-0.431**	-2.309	-0.255	-1.363

INTACT	0.014***	5.615	0.011***	4.351
MANCOMP	0.101*	1.705	-0.126**	-2.361
BIG4	0.612***	6.176	0.574*	5.758
Year FE	Yes		Yes	
Industry FE	Yes		Yes	
N	7,466		7,466	
Adjusted R2	0.306		0.300	
F-statistic	236.269***		229.509***	

變數定義請參照第一頁；

\*\*\*, \*\*, \* 分別表示 1%、5%及 10%統計顯著水準。

#### 第四節 D&O 保險對董事薪酬與關係人交易的調節效果

本節主要分析 D&O 保險分別對於董事現金薪酬和董事股權薪酬與關係人交易間是否具有調節效果。本研究首先利用董事現金薪酬與 D&O 保險的交乘項 (DCL×DOC) 來檢驗研究假說。茲將分析結果整理於表 4-4 並先針對董事現金薪酬與 D&O 保險交乘項作探討。本研究實證模型可以解釋 30.6%的樣本，且具有統計學上的解釋能力。實證結果發現，加入 D&O 調節後，董事現金薪酬與 D&O 保險的交乘項 (DCL×DOC) 係數為 0.005，t 值為 1.969，達到 5%顯著水準，此結果顯示公司投保 D&O 保險確實能夠正向強化董事現金薪酬與關係人交易間的關係。當公司投保 D&O 保險後，反而不利透過給予董事現金薪酬的監督機制，反而加劇關係人交易之發生。

本研究首先利用董事股權薪酬與 D&O 保險的交乘項 (DEC×DOC) 來檢驗研究假說。分析結果整理於表 4-4 並接續對董事股權薪酬與 D&O 保險交乘項作探討。本研究實證模型可以解釋 30%的樣本，且具有統計學上的解釋能力。實證結果發現，加入 D&O 調節後，董事股權薪酬與 D&O 保險的交乘項 (DEC×DOC) 的係數為 0.010，t 值為 1.720，達到 10%顯著水準。此結果顯示公司投保 D&O 保險確實能夠調節董事股權薪酬與關係人交易間的關係。與 D&O 對董事現金薪酬的正向調節效果結果相同，D&O 保險對董事股權薪酬與關係人交易間也存在調節效果。公司投保 D&O 責任險後使董事監督力降低，反而會加劇管理階層透過關係人交易獲得不當利益的行為。故本研究假說 H6 得到支持。而表 4-6 結果也表明董事會獨立性越高越能夠降低管理階層對關係人交易的運用，其係數 (t 值) 分別在董事現金薪酬與董事股權薪酬中達到-0.457 (-2.439) 與-0.248 (-1.329)，顯著水準皆達到 5%，與本研究先前研究結果相符。

表 4-4 D&O 保險對董事薪酬與關係人交易之調節作用

Independent variable	RPT			
	係數	t 值	係數	t 值
Intercept	-3.082***	-6.421	-2.833***	-5.872
DCL	-0.406***	-8.787		
DCL×DOC	0.005**	1.969		

DEC			0.322	1.087
DEC×DOC			0.101*	1.720
DOC	-0.019	-1.145	0.011***	3.896
BDSIZE	0.051**	3.434	0.079***	5.345
SIZE	1.047***	34.328	0.942***	32.877
LEVERAGE	-0.099	-0.310	0.120	0.370
TOBIN'S Q	0.049	1.279	0.023	0.601
ROA	0.018***	4.470	0.007*	1.807
INDDIR	-0.457**	-2.439	-0.549**	-2.916
INTACT	0.014***	5.736	0.011***	4.487
MANCOMP	0.093	1.569	-0.130**	-2.447
BIG4	0.612***	6.175	0.573***	5.749
Year FE	Yes		Yes	
Industry FE	Yes		Yes	
N	7,466		7,466	
Adjusted R2	0.306		0.300	
F-statistic	220.805***		214.402***	

變數定義請參照表 4-1；

\*\*\*, \*\*, \* 分別表示 1%、5%及 10%統計顯著水準。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結果

本研究以 2008 年至 2017 年在台灣證券交易所及櫃買中心的上市上櫃公司做為研究樣本剔除金融、保險及證券業，最後共計取得 7,466 筆有效樣本，本研究所有變數資料均來自 TEJ 資料庫。實證結果發現，在董事薪酬方面，董事現金薪酬越低，關係人交易越高，此結果與本研究原先預期方向相符。而董事股權薪酬越高關係人交易也越高，此結果與本研究預期方向相反，本研究認為因董事有其任期限制，因此給予股權薪酬並不會使董事有太大的監督誘因，會導致董事透過關係人交易彌補公司未來價值下跌的風險。而在公司內部監督機制方面，董事會規模越大與董事會獨立性越低，將導致更多關係人交易的發生。而在外部監督機制方面，主動機構投資人持股越高，關係人交易也越高，此結果也與本研究預期方向相反，本研究認為因其機構投資人可能與被投資公司有商業活動上的往來，較容易因為利益考量妥協被投資方的經營決策，造成機構投資人較消極的監督效果。而 D&O 保險在董事薪酬與關係人交易間存在調節效果，

本研究實證發現公司投保 D&O 保險反而會降低董事會對經理人的監督力，董事可能因其自身受到 D&O 保險保護而妥協經理人的高風險決策，誘發透過關係人交易進行資源移轉、自我交易等侵害公司與股東權益之弊端。因此 D&O 保險反而會加劇股東與經理人間的代理問題，誘發關係人交易之發生。

## 第二節 研究結論與建議

過去在歐美的研究結果認為公司應該只需要給董事股權薪酬，因為股權薪酬被視為可以誘使董事提升公司經營績效的重要機制 (Bhagat and Bolton, 2014)，從而減輕了所有權分散時的代理衝突。但在國內 2008 年實施員工分紅費用化後，公司因會計認列關係而逐漸減少以股票分紅的獎酬制度，此舉與歐美學者研究有出入，但以股權薪酬為主的薪酬機制在國內真的適用嗎？本研究實證結果卻與此相反，本研究發現公司給予過高的股權薪酬將導致董事不願承擔未來公司價值減損的風險而進行自利交易行為。因此以股權薪酬建構的薪酬制度在國內並非能促進公司長遠經營的手段。然而過去社會大眾較少關注薪酬機制帶來的潛在監督效果，導致若公司給予董事超額現金薪酬，往往又會被外界認為有圖利董事之虞，而本研究實證發現若給與董事超額現金薪酬則可以有效降低關係人交易的發生。因此未來公司薪酬委員會在制訂薪酬時應該權宜董事現金薪酬與股權薪酬帶來的影響，解決股權薪酬帶來的負面影響可以制訂相關規定，諸如現金增資認購權、員工認股憑證等只要股東會表決通過，皆可以以折價讓員工取得，替代以往的無償配發，使自身利益與公司長遠經營一致，降低關係人交易之情形發生。

台灣證交所及櫃買中心，為了配合金管會新版的公司治理藍圖措施在 2018 年 12 月公告修正「上市櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點」，要求台灣上市上櫃企業於 2019 年 6 月 30 日前完成以下四點重要公司治理規範：第一，公司薪資報酬委員會過半數須由獨立董事出任。第二，訂定處理董事要求之作業程序。第三，強制上市上櫃公司完成投保 D&O 保險。第四，強制上市上櫃公司設置公司治理人員。本研究之研究方向符合現今金管會強化公司治理之態勢，然而公告之第三點與本研究結果相反，投保 D&O 保險反而對以董事薪酬制約關係人交易之監督效果有負面之影響，而此研究結果也可做為未來主管機關制訂薪酬之依憑。

## 參考文獻

1. 邱垂昌、黃秀姿 (2006)，自願設立獨立董事、關係人交易與公司價值關聯性之研究：代理理論與訊號發射理論之比較，*Asian Journal of Management and Humanity Sciences*，1 卷 (3 期)：頁 379-403。
2. 林穎芬、洪晨桓、陳佳成 (2012)，「臺灣上市公司董事薪酬影響因子之研究」，*臺大管理論叢*，第 23 卷第 1 期，175-208。
3. 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠 (2004)，公司治理機制對於關係人交易的影響，*證券市場發展季刊*，15 卷 (4 期)：頁 69-106。
4. Adams, Renée B., and Daniel Ferreira. (2008). Do Directors Perform for Pay? *Journal of Accounting and Economics* 46 (1):154-71.
5. Almazan, A., J. C. Hartzell, and L. T. Starks. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial Management* 34 (4): 5-34.
6. Aguir, I., N. Burns, S. A. Mansi, and J. K. Wald. (2014). Liability Protection, Director Compensation, and Incentives. *Journal of Financial Intermediation*, 23 (4): 570-589
7. Bhagat, S., J. A. Brickley, and J. L. Coles, (1987). Managerial Indemnification and Liability Insurance: the Effect on Shareholder Wealth, *Journal of Risk and Insurance*, 55:721-736.
8. Bacon, J. (1973). *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board*. New York, NY: The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries.

9. Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
10. Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting review*, 443-465
11. Bradbury, M., Mak, Y. T., & Tan, S. M. (2006). Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review*, 18(2), 47-68
12. 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), 403-423.
13. Bryan, Stephen, Lee-Seok Hwang, April Klein, and Steven Lilien. (2000). Compensation of Outside Directors: An Empirical Analysis of Economic Determinants. SSRN Scholarly Paper ID 1280674.
14. Berkman, H., R. A. Coleb, and L. J. Fu. (2009). Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance* 33 (1): 141- 156.
15. Core, J. E. (1997). On the corporate demand for directors' and officers' insurance. *Journal of Risk and Insurance* 64 (1): 63-87.
16. Cullinan, Charles P., Hui Du, and Gail B. Wright. (2006). A Test of the Loan Prohibition of the Sarbanes-Oxley Act: Are Firms That Grant Loans to Executives More Likely to Misstate Their Financial Results? *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (4):485-97.
17. Chien, C. Y., and J. C. S. Hsu. (2010). The role of corporate governance in related party transactions. Working paper. National Yunlin University of Science and Technology.
18. Chung, C. Y., and K. Wang. (2014). Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure. *North American Journal of Economics and Finance* 30: 203-233.
19. Cheung, Y. L., Rau, P. R., and Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343-386.
20. Chen, L. Y., Chen, Y. F., and Yang, S. U., (2017). Managerial incentives and R&D investments: The moderating effect of the directors' and officers' liability insurance. *North American Journal of Economics and Finance* 39: 210-222
21. Dou, Y., S. Sahgal, and E. J. Zhang. (2015). Should independent directors have term limits? The role of experience in corporate governance. *Financial Management* 44 (3): 583-621.
22. Darrat, A. F., Gray, S., Park, J. C., & Wu, Y. (2016). Corporate governance and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163-202.
23. Fisman, R., & Khanna, T. (2004). Facilitating development: The role of business groups. *World Development*, 32(4), 609-628.
24. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
25. Fan, J. P., & Goyal, V. K. (2006). On the patterns and wealth effects of vertical mergers. *The Journal of Business*, 79(2), 877-902.
26. Gordon, Elizabeth A., Elaine Henry & Darius Palia (2003). Related Party Transactions : Associations with Corporate Governance and Firm Value. Working Paper Series, Rutgers, The State University of New Jersey.
27. Gutierrez, M. (2003). An economic analysis of corporate directors' fiduciary duties. *The RAND Journal of Economics*, 34

(3): 516-535

28. Gordon, Elizabeth A., Elaine Henry, and Darius Palia. (2004). Related Party Transactions and Corporate Governance. In *Corporate Governance*, 9:1–27.
29. Gordon, E., & Henry, E. (2005). Related party transactions and earnings management. Working Paper, Temple University.
30. Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance* 12 (3): 381-402.
31. Hölmstrom, B. (1992). *Contracts and the Market for Executives: Comment*. New York, NY: Blackwell.
32. Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. (1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review* 88 (1):96– 118.
33. Hope, Ole-Kristian, Yi Li, Qiliang Liu, and Han Wu. (2018). Protecting the Giant Pandas: Newspaper Censorship of Negative News. Working paper, University of Toronto.
34. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
35. Jensen, Michael C., and William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305–60.
36. Jian, M., and T. J. Wong. (2003). Earnings management and tunneling through related party transactions: Evidence from Chinese corporate groups. Working paper. Hong Kong University of Science and Technology.
37. Kohlbeck, M. J., and B. W. Mayhew. (2004). Related party transactions. Working paper. University of Wisconsin.
38. Kohlbeck, Mark, and Brian Mayhew. (2017). Are Related Party Transactions Red Flags? *Contemporary Accounting Research* 34 (2):900–928.
39. Kim, J. B., & Yi, C. H. (2006). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary Accounting Research*, 23(2), 427-464.
40. Kim, S. J. (2004). Bailout and conglomeration. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 315-347.
41. Khanna, T., & Palepu, K. (2000). The future of business groups in emerging markets: Long run evidence from Chile. *Academy of Management Journal*, 43, 268-285.
42. LaFond and Roychowdhury (2008). Do nonaudit services compromise auditor independence? Further evidence, *The Accounting Review*.
43. Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
44. Linn, Scott C., and Daniel Park. (2005). Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Journal of Corporate Finance* 11 (4):680–715
45. Madhani, P. M. (2015). “The impact of board characteristics on corporate governance and disclosure practices of firms listed in Indian stock exchange.” *The IUP Journal of Corporate Governance* 14 (4): 14-46
46. Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In *Handbook of Labor Economics*, edited by O. Ashenfelter and D. Card, 2485-2563. Amsterdam, The Netherlands: Elsevier.
47. Nekhili, M., W. A., Siala, and D. Chebbi-Nekhili. (2009). Free cash flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises. *Finance Contrôle Stratégie* 12 (1): 5-31.
48. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20 (1-2): 237-

49. Ryan, Harley E., and Roy A. Wiggins. (2004). Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring. *Journal of Financial Economics* 73 (3):497–524.
50. Rajgopal, S. and M.Venkatachalam, (1998), The Role of Institutional Investors in Corporate Governance : An Empirical Investigation, Working Paper
51. Sengupta, Partha, and Suning Zhang. (2015). Equity-Based Compensation of Outside Directors and Corporate Disclosure Quality. *Contemporary Accounting Research* 32 (3):1073–98.
52. Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance* 43 (3): 567-591
53. Xie, B., Davidson III, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.
54. Ye, Kangtao. (2014). Independent Director Cash Compensation and Earnings Management. *Journal of Accounting and Public Policy* 33 (4):391–400.
55. Zou, H., Wong, S., Shum, C., Xiong, J., and Yan, J. 2008. Controlling-Minority Shareholder Incentive Conflicts and Director' and Officers' Liability Insurance: Evidence from China, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, No. 12, pp. 2636-2645.