

高階經理人團隊薪酬與前期公司績效間之關係

The Relationships between Managerial Compensation and Past Performance

蕭哲芬

國立高雄科技大學

chifen@nkust.edu.tw

趙雅儀

國立高雄科技大學

yayichao@nkust.edu.tw

黃鈺翔*

國立高雄科技大學,會計資訊系,高雄市

0645813@nkust.edu.tw

摘要

前期公司績效雖為一個過去的公司績效資訊，但對於觀察當前經理人的能力與努力而言，是一個相當重要的參考資料，董事會在決定經理人當年度的薪酬時，應該不只要參考當期的公司績效，也必須納入前期的公司績效表現，這對於經理人來說才是一個最公正且公平的方式，本研究以 2011 到 2017 國內上市公司為研究對象，本研究證明前期的公司績效指表，對於在經理人薪酬時的決定，時具有重要的影響性。

關鍵詞:高階經理人薪酬，前期公司績效，底薪，績效獎金

Keywords: Managerial compensation, past performance, salary, bonus

壹、緒論

先前對於高階管理人員薪酬的研究發現，已證實了公司的績效對於其薪酬具有影響性的，我們通常判斷經理人是不是有認真做、嚴謹地進行公司決策，主要是根據公司的績效表現是否達成董事會所認知的績效門檻，因此其公司績效會影響到經理人當年度所領的薪酬，為了使代理人願意付出更多的努力，董事會在決定薪酬時應讓其薪酬水平要隨著當年度公司績效表現良窳而變動 (Lambert and Larcker 1987; Sloan 1993; Antle and Smith 1986; Janakiraman et al. 1992)。但過去的這些研究，也很少針對前期的績效是否會影響薪酬的制訂這個問題來進行深入的探討，同樣的，在先前也很少有研究，是對於經理人的當年度薪酬與未來公司績效之間關連性的探討。在本研究中，我們認為高階經理人團隊的薪酬與前期績效是具有相關性的，原因是在於前期績效隱含一定程度經理人能力的資訊。本研究中希望能同時針對逆選擇以及道德風險這兩個問題進行研究，前一個問題是指過低的薪酬無法滿足高經營決策能力經理人的薪酬效用，也就是過低的薪酬只能聘用到低決策能力的經理人，針對此類型問題，董事會與經理人所簽訂的契約薪酬，其固定薪酬必須超過董事會理想能力經理人的薪酬最低效用金額。第二個問題是指薪酬契約的薪酬契約敏感性(Pay-Performance Sensitivity)不足的問題，與薪酬金額連結的績效指標為能真實提供經理人的努力程度，提供的薪酬努力誘因不足，甚至誘使經理人坐領高薪卻進行盈餘管理或其他損害公司股東長期利益之行為。

簡而言之，本文常是同時解決經理人無法被觀察到的能力及努力兩大問題，國內以往的研究，對於績效跟報酬之間的關係大多使用現金報酬總額，主要原因是近年來過內上市櫃公司已經很少發放股權薪酬，因此，本研究將薪酬區分成底薪以及績效獎金，雖然許多研究認為底薪跟績效獎金是共同決定的，但在逆選擇和道德風險並存的情況下，二者在解決代理問題上卻發揮著不同的作用。從直覺上來看績效獎金的部分，較能使經理人更努力而表現出最優秀的管理及決策，促使公司的績效持續改善。能力較強的經理人們，通常呈現一個共同點，在他們的總總薪酬總額中，其績效獎金所佔的比例相對於底薪，似乎有較高的現象，在過去的相關研究中，可以發現前期的公司績效提升和當期的底薪的增加，可以有助於協助未來公司績效的提升，而且在績效獎金的部分，也發現績效獎金與當期的

公司績效均呈現正向變動關係，然而，前期的績效表現是否會帶動當期績效獎金的提升，甚至帶動未來績效的提升，則尚未有明確的研究結果出現，本研究認為一個有效率的薪酬契約設計，不僅能監督經理人的決策，解決經營權與所有權分離的代理利益衝突問題，一個同時考量過去、現在、與未來績效表現，以及逆選擇與道德風險問題的動態關係探討，應該能夠進一步說明目前台灣上市櫃公司目前亟待改善經營績效的解決方向，因此本論文探討的方向與研究動機之產生。

為何我們要使用前期績效做為判斷是否與高階經理人團隊薪酬相關的指標呢？最主要是為了證明董事會是否會因為前期的績效來作為經理人能力以及努力的指標，來對當期年度的薪酬做為調整的依據，本研究也依據過去相關研究的作法將薪酬拆解為底薪跟績效獎金，底薪代表著能力高低，績效獎金代表決策品質與經驗績效，藉以判斷前期績效對於這兩者，哪個影響較為明顯。

本研究主要探討前期公司績效對於目前高階經理人的底薪和績效獎金有多大的影響，以及利用他們當前的薪酬會影響未來公司績效的程度，這兩個面向來進行研究。本研究使用股東報酬率 (ROE) 以及股票報酬率 (RET) 來作為績效衡量的主要變數，之所以要加入一個股票報酬率 (RET) 的公司績效衡量變數，主要原因是股票報酬率 (RET) 可以反映出前瞻性，反映出投資者對未來的預期，與股東報酬率 (ROE) 所要表達的訊息不相同。

研究中也發現了前期的股東報酬率 (ROE) 以及股票報酬率 (ROE) 對於高階經理人團隊的薪酬，前期的 ROE 對於當前的底薪是呈現正相關，而前期的股票報酬率 (RET) 的部分則是呈現負相關，而在績效獎金的部分則發現，前期的股東報酬率 (ROE) 對於績效獎金的部分是呈正相關，而前期的股票報酬率 (RET) 則對當前的績效獎金也是呈現正相關，結論，在高階經理人團隊的底薪或薪酬皆會受到股東報酬率 (ROE) 正向影響，說明了股東報酬率 (ROE) 的績效良好，對於經理人的底薪及績效獎金的制訂都有益處，而在股票報酬率 (RET) 對經理人底薪是呈現負相關，雖然與預期的假設訪向不一致，我們歸納出以下可能幾個原因：1. 在股票報酬率績效表現不佳時，因為獎金受到下降，為了啟到保護機制，故而增加其底薪。2. 可能股票報酬率表現不佳是因為外在因素，故而公司這時採用相對績效評估，來制訂其底薪。3. 通貨膨脹的關係，讓每年的底薪就算股票報酬率表現不佳，但依舊呈現增加的狀態。

而在未來的公司績效是否會受到當期底薪及績效獎金影響，研究結果發現未來的績效，在續任經理人這方面，未來的公司績效不會受到當期的底薪及績效獎金影響，新任經理人的方面，研究結果發現未來的公司績效會受到當期的底薪及績效獎金正向顯著影響，也就說明了當期的底薪及績效獎金對於新任經理人，是有一種激勵效果，促使經理人更加努力以及表現出更好的能力，使未來的績效更加成長。

綜合上述兩個測試，研究發現當期本國的高階經理人團隊薪資(指底薪及績效獎金)與當期及本期的股票報酬率呈現正向關係，說明了經理人只要願意表現出良好的能力以及付出努力，將會反映在其底薪以及獎金上，在未來的公司績效，研究則發現新任經理人在獲得更高的底薪與績效獎金時，會更願意去展現良好的能力以及付出更多的努力，促使未來的公司績效更加優良。

貳、文獻探討與假說發展

一、高階經理人薪酬

高階經理人是公司重要的決策者，但其決策品質良窳所帶來的經營績效效益卻是無法量化且其間缺乏清楚的因果關係，儘管有這些疑慮，企業所有人仍對經理人抱有相當大的期許，期許經理人可以表現出良好的能力以及付出最大的努力，促使公司績效達到最大效益化，也就是董事會願意以高薪聘請的主要原因，在這樣的情形下，高階經理人的薪酬設計就格外重要，以便符合公司的需求。

高階經理人薪酬給付的性質又可區分為現金基礎 (CASH-BASED) 與權益基礎 (equity-based)。現金基礎的薪酬通常包含高階經理人的底薪 (salary)、績效獎金 (bonus)、津貼 (benefit) 等，其中底薪是依據 CEO 的個人經驗、職務內容，參考外部競爭者的薪酬水平所訂定出來的，也就說明了經理人的薪酬是會與市場其他經理人的能力以及薪酬來做比較，進而影響其底薪的制訂，代表著經理人的底薪是會受外部的影響(郭銘偉,2011)，績效獎金與津貼包含保

險、退休金等福利，權益基礎的薪資通常為企業於股票市場中，將所得報酬分配予經理人的部分，常見的方式有股票認股選 (stock option)、長期績效獎勵計畫 (Long-term Incentive Plan)。另外薪酬也可以分為每月固定發放的固定薪資 (fixed pay)以及績效導向為主的變動薪資 (variable pay)，後者目的為了激勵員工的工作誘因，促使組織達成目標(陳愛庭,2014)。變動薪資的金額通常受到高階經理人個人績效與公司股價表現的影響，根據相關文獻報導，是高階經理人薪資結構中相當常見且重要的部分，在高階經理人薪酬權數設計上占相當大的比例，除了將薪資與績效連結產生激勵效果外，也藉由底薪與獎金對於經理人的能力及努力能產生監督效果，降低代理人理論的風險(方妙玲,2008)。Mehran(1995)認為變動薪資比起固定薪資具有更高的不確定性，公司股價波動也不是經理人們能夠完全掌握的，因此在經理人風險趨避的假設下，在薪酬契約的設計上如果風險程度較高，經理人應該較偏好較高的權數固定薪酬，反之來說，若在風險程度較低狀況下，經理人就會比較偏好績效獎金。

二、高階經理人薪酬與公司績效

在前期三十年，高階經理人與公司績效間的關聯性已受到廣泛的研究與重視(Kato and Long,2006)，但多半研究都是在資料較容易取得的已開發國家，尤其是美國與英國。

Callan and Thomas(2011)指出雖然大部分的研究結果都顯示薪酬與績效存在正向顯著的關係(pay for performance)，但當中薪酬與績效邊際效果(marginal effects)的強弱依然按不同研究而有所差異。Jensen and Murphy(1990)的研究除了發現 CEO 薪酬與財務績效間的正向關係外，更指出 pps 的高低重點不在於 CEO 獲得多少薪酬，而是如何拿到這些薪酬(not how much but how)，也就是說明了經理人的能力與付出的努力對於薪酬結構設計的重要性。高惠松及詹照潔(2013)探討在經濟不景氣時高階經理人的薪酬結構是否會對公司績效產生不同影響，其研究結果發當期不景氣時，企業應提高固定薪酬，而不建議發放變動薪酬，如此才能降低企業經營之不確定性，對高階經理人才是具有激勵誘因之薪酬契約之設計。

多數探討高階經理人的研究，大多都從代理理論 (Agen Theory)的觀點探討(陳明園等,2004)，主要從誘因與控制的角度來研究經理人與公司績效的關係。Jensen and Meckling 在 1976 年所提出的代理理論，指出企業主因公司規模擴大而將股權釋放給外部投資者，為了使公司經營績效良好，會聘用具有專業能力的經理人來作為公司經營的決策者，進而產生所有權與經營權不一致的狀況，股東為企業所有人 (principle)，經理人為代理人 (agent)，代理股東與董事會執行公司的各項經營，但因為並非擁有公司的所有權，可能因個人利益而做出有違公司整體利益的決策，雙方在追求利益極大變化時，因目標分歧而產生經營者與股東之間的利益衝突(呂昀儒,2011)。

針對上述的利益衝突問題，高階經理人的薪酬契約與制定被視為是解決代理理論的重要機制之一，主張經理人薪酬應與經營績效進行評估，制定出具績效薪酬契約的敏感性之薪酬契約，是基於以績效決定薪酬的制度(performance-based reward)，提供經理人足夠的誘因重視經營績效，使經理人在追求本身利益時，也能與股東們的目標趨於一致，極大化公司價值，進而降低代理理論的代理理論問題所產生的代理成本(陳愛庭,2014)。

國內學者如方妙玲(2008)探討 CEO 對財務績效與社會績效的關聯，也將 CEO 薪酬分為固定與變動薪資，其實證結果顯示，CEO 變動薪酬對財務績效、社會績效皆有影響，支持績效給薪的激勵效果能連結薪酬與績效，也就是證實了當績效表現良好時，所領到的薪酬也會呈現正相關。王茂昌(2013)的實證研究結果也發現，台灣上市電子業公司的會計績效指標與市場績效指標與高階經理人薪酬間均有正向顯著關係。

一般在衡量企業績效時多採用以市場基礎的財務績效指標，不過近年也有許多學者認為若使用單一財務數據指標來衡量企業表現，將會使經理人產生短視近利(；陳鈺麟,2012)，無法完整且正確的衡量公司績效，忽略久遠的發展。因此非會計指標與非財務績效逐漸受到重視，經理人可能過度重視短期績效指標的表現，例如當期淨利，而產生無法長期性極大化公司價值的問題，而促使經理人在追求獲利的同時，也同時顧慮企業長期的成長發展與價值創造(陳玉麟,2012)。

陳鈺麟(2012)採用專利權累積數與產品接受率作為非財務績效的衡量變數，其實證結果支持薪酬的確與非財務績效具有正向相關。但是非財務績效在衡量上有一定的困難性，許多非財務指標實際上仍舊是以財務變化關係的方

式來定義，因此本研究並不考慮特定將公司的績效區分為財務或非財務績效，同時進行研究，為納入公司短期與長期績效分別使用 ROE 與 RET 作為衡量指標。

三、董事長是否兼任總經理

總經理擁有公司資源分配最高權力，為公司經營權之代表，他所做的任何決策會影響公司績效與股東利益，也同時關係到其個人職位與薪酬，先前許多研究探討其離職前後之經營績效與股東財富之變化。Weir 及 Laing(2001)認為董事長同時兼任總經理，會有更多資訊了解公司營運狀況，而且依管理者理論之觀點，權力越大責任也隨之增加，雖然董事長兼任總經理會引起的自利行為，但另一方面也會產生責任心及成就感，由於身負重責，所以更有動機致力於公司績效。若以代理理論角度切入，董事長兼任總經理時，同時扮演決策執行者及決策監督者的角色，董事會較易喪失其客觀性及監督的力量，此將大幅削弱董事會緩和代理問題的功能，以致對公司績效產生負面影響 (Fama 及 Jensen, 1983; Patton 及 Baker, 1987; Daily 及 Dalton, 1993)。

四、假說發展

高階經理人的薪酬水準與企業公司績效間的關聯性在前期有許多相關的研究討論過，研究結果大多支持高階經理人的薪酬與公司績效的確具有正向關係(Callan and Thmas,2011)，基於上述文獻，本研究提出假說如下：

在當期年度，若經理人又再度被雇用，制定經理人當期年度的底薪時最主要的參考資訊會是經理人在前期的公司績效表現，因此研究假設當在過去公司績效與當前底薪會呈現正向關係，因此提出 H-1 這個假說：

H-1: 當年度的底薪對於前期以及當期的公司績效呈現正向關係的變動

研究預測績效獎金對於當年度的績效呈現正向關係的變動，與前年度的績效則是呈現負向關係的變動，也就說明了若當年度的 ROE 以及 RET 績效良好，會使當年度績效獎金呈正向關係的變動，但在前期的績效不佳時卻與績效獎金呈現負向的變動，歸類出兩個原因，首先可能是前年度的績效良好，造成來年的績效無法達到前年度的高度，進而造成當年度的績效獎金下降，另外個原因是，前年度績效不佳，為了使經理人更加努力，因而增加其績效獎金，於是，研究提出以下兩個假說：

H-2a: 目前的績效獎金對於當期的 ROE 以及 RET 是正向關係的

H-2b: 目前的績效獎金對於前期的 ROE 是負向關係的，且與前期的 RET 是沒有關係

研究假設當前的底薪會促使經理人對於未來的績效呈相正向關係的變動，說明了當期的底薪對於經理人來說是優渥，在未來的年度，經理人願意繼續展現優秀的能力，使未來公司績效正向變動，但績效獎金對於未來公司績效卻呈現負向關係變動，說明了當期公司績效良好，促使經理人領到相對優渥的績效獎金，但也立下一個相當高的天花板，讓經理人們可以超越當年度良好的公司績效，因此研究提出以下兩個假說：

H3 未來的 ROE 在當前與前期的 ROE 及 RET 是固定的情況下，會與當前的底薪成正相關

H4 未來的 ROE 在當前與前期的 ROE 及 RET 是固定的情況下，會與當前的績效獎金成負相關

參、研究設計

一、樣本與資料來源

本文的研究期間為 2011 年至 2017 年，有前期公司績效之上市公司為研究對象，因為研究範圍必須包括公司前一年的公司績效數據，因此資料範圍涵蓋 2010 至 2017 年。研究樣本之財務資料取自於 TEJ。

研究樣本篩選標準如下：

1. 其前期公司績效數據本研究只針對國內上市公司。
2. 公司年度資料若有遺漏值，則刪除此公司的觀察值。
3. 為了避免單一公司其年度數據不足，而影響對過去公司績效指標之影響，因此本研究將公司年度資料小於四筆之樣本刪除。
4. 本研究針對公司年度資料使用平均值±兩個標準差，藉此排除其極端值。

本文也將篩選完畢的樣本區分成兩大類，依照公司該年度是否有發生高階經理人替換事件來做區分，該年度未發生高階經理人替換的樣本共有 2,672 筆，而有發生高階經理人替換的有 229 筆，全部的公司年度樣本有 2,901 筆。

二、迴歸分析

本研究使用以下的迴歸，來研究高階經理人團隊的底薪及績效獎金對前期和當期公司其績效指標的敏感性：

$$\ln(\text{Compensation}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t-1} + \gamma_1 \text{RET}_{i,t} + \gamma_2 \text{RET}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中：

$\ln(\text{Compensation}_{i,t})$ = i 公司在 t 年高階經理人的平均薪酬，其薪酬又可分為 salary 跟 bonus，皆是使用平均值作為研究的應變數

$\text{ROE}_{i,t}$ = 為 i 公司在 t 年的股東權益報酬率

$\text{ROE}_{i,t-1}$ = 為 i 公司在 t-1 年的股東權益報酬率

$\text{RET}_{i,t}$ = 為 i 公司在 t 年的股票報酬率

$\text{RET}_{i,t-1}$ = 為 i 公司在 t-1 年的股票報酬率

模型中的因變數 Compensation，指的是高階經理人團隊一年的底薪或績效獎金，本研究的其他迴歸也針對前期和當前公司績效對底薪和績效獎金各別影響進行做探討，假說一的部份，我們研究中預測 $\beta_1, \beta_2, \gamma_1, \gamma_2$ 對於底薪的影響方嚮應該皆為正向的，假說二預測 β_1, γ_1 是對績效獎金呈正相關，而 β_2 則是呈現負相關， γ_2 則是對績效獎金沒有影響。

研究中也測試在當前和前期的績效是受到情況下，未來的績效是否會受當前薪酬的影響，使用以下迴規模型進行測試：

$$\text{ROE}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{salary}_{i,t}) + \beta_2 \ln(\text{bonus}_{i,t}) + \beta_3 \text{ROE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{RET}_{i,t} + \beta_6 \text{RET}_{i,t} + \beta_7 \text{RET}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中

$\text{ROE}_{i,t+1}$ = 為 i 公司在 t+1 年股東權益報酬率

$\ln(\text{salary}_{i,t})$ = 為 i 公司在 t 年的高階經理人的底薪平均值

$\ln(\text{bonus}_{i,t})$ = 為 i 公司在 t 年的高階經理人的績效獎金平均值

$\text{ROE}_{i,t}$ = 為 i 公司在 t 年的股東權益報酬率

$\text{ROE}_{i,t-1}$ = 為 i 公司在 t-1 年的股東權益報酬率

$\text{RET}_{i,t}$ = 為 i 公司在 t 年的股票報酬率

$\text{RET}_{i,t-1}$ = 為 i 公司在 t-1 年的股票報酬率

在本迴歸中，根據假說三和四我們預測 $\beta_1 > 0$ ， $\beta_2 < 0$ ，預期未來的公司績效與底薪呈現正向關係的影響，而未來的公司績效與績效獎金則呈現負向關係的影響。

根據之前的文獻，我們衡量變數的公式如下：

ROE (淨值報酬率-常績利益)為常績性利益 / 平均淨值 * 100%

RET (股票報酬率)的部份則是以第 t 期收盤價*(1+當期除權之認購率+當期除權之無償配股率)+ 當期發放之現金股利)/(第 t-1 期收盤價+當期除權之認購率*當期除權之現金認購價格)-1)*100(%)。

Salary 的部份衡量則是以總經理/副總其薪資除以總經理/副總之領酬人數，

Bonus 的部份則是以總經理/副總其績效獎金及特支除以總經理/副總之領酬人數。

肆、實證結果

一、敘述性統計

表 1 為國內上市公司之薪酬及公司績效研究變數的敘述性統計量，當期 salary 平均數為 2,198.52，中位數為 2,012.6，標準差為 960.7，而其最小值為 360，最大值 10,260，Bonus 的部分平均數為 1,225.72，其中位數為 729.63，標準差為 1,224.4，最小值 0.67，最大值為 11,809.38，而在 ROE 的部分，平均值為 6.89 中位數為 4.82 其標準差為 7.62，最小值為 -16.6 最大值為 31.08，而在 RET 的平均數為 6.5 中位數為 2.7，標準差為 29.69，最小值為 -67.22，最大值為 358.90。

表 1 研究變數敘述性統計

	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Salary	2198.52	2012.6	960.7	360	10260
Bonus	1225.72	729.63	1224.4	0.67	11809.38
ROE	6.89	4.82	7.62	-16.6	31.08
RET	6.5	2.7	29.69	-67.22	358.90

二、迴歸分析結果

表 2 為針對續任經理人前期績效是否影響高階經理人的團隊薪酬之結果，研究發當期底薪的部分， ROE_t 、 ROE_{t-1} 皆是對當前的底薪是正向顯著關係，而 RET_t 則對當前底薪沒有任何的影響，在 RET_{t-1} 我們發現對於底薪是呈現負向顯著關係，而對於績效獎金的部分則是呈現正向顯著關係，我們推測在我國，這樣的研究結果類似於一種保護機制，當股票報酬率其績效指標不佳時，我們會去降低其績效獎金部分，但為了保障經理人們不會離職，所以會去調高其底薪。而在續任的經理人團隊的績效獎金部分，則發現其 ROE_t 、 ROE_{t-1} 、 RET_t 、 RET_{t-1} 是對績效獎金都呈現正向顯著關係，也就是說國內的經理人其績效獎金會受今年及去年的績效正向影響。

表 2 迴歸分析—前期績效是否影響團隊高階經理人當前的團隊薪酬(續任高階經理人)

$$\ln(\text{Compensation}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \gamma_1 RET_{i,t} + \gamma_2 RET_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Continuing CEOs						
自變數	預期符號	In(Salary _t)			In(Bonus _t)	
		估計參數	t 值		估計參數	t 值
ROE_t	+	2.840*	1.987	+	18.796***	10.86
ROE_{t-1}	+	6.132***	4.642	-	14.005***	8.36
RET_t	+	0.157	0.678	+	1.335***	4.758
RET_{t-1}	+	-0.934***	-3.983	?	0.741**	2.628
$SIZE_t$?	328.819***	34.159	?	537***	38.87
迴歸統計量						
N		2672			2672	
Adjusted R ²		0.36			0.529	
F-statistics		302.20			601.09	

表 3 為前期績效是否影響團隊高階經理人當前的團隊薪酬(New CEOs)的迴歸結果，研究發現當期的股東報酬率對於新任的高階經理人團隊當前的底薪並不會有任何的影響，而前期的股東報酬率以及當其的股票報酬率，則是與當前的底薪呈現正向顯著關係，而在前期的股票報酬率對於底薪的部分，研究發現與續任的經理人產生一樣的情形，若前期的股票報酬率績效不好，會產生一種保護機制，而對於新任的高階經理人團隊的績效獎金研究，我們發現績效獎金會受到前期跟當期的股東報酬率以及股票報酬率正向顯著影響，也就是說績效獎金的增減，影響的因素會有

前期以及當期的因素，不會只有單一。

表 3 迴歸分析—前期績效是否影響團隊高階經理人當前的團隊薪酬(替換高階經理人)

$$\ln(\text{Compensation}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t-1} + \gamma_1 \text{RET}_{i,t} + \gamma_2 \text{RET}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

New CEOs					
自變數	預期符號	In(Salary _t)		In(Bonus _t)	
		估計參數	t 值	估計參數	t 值
ROE _t	+		-	+	
			0		3
		-1.10	.9	10.487***	.6
			4		4
ROE _{t-1}	+		1	-	
			1		5
			.1	13.94***	.2
		16.63***	1		6
RET _t	+		1	+	
			4		4
		4.61***	.5	3.45***	.2
			5		3
RET _{t-1}	+		-	?	
			4		2
		-1.85***	.1	5.77***	.8
			8		6
SIZE _t	?		15	?	
			0		2
		422.68***	.0	460.68***	.5
			7		8
迴歸統計量					
N		228		228	
Adjusted R ²		0.866		0.922	
F-statistics		294.819		543.397	

表 4 為前期績效是否影響團隊高階經理人當前的團隊薪酬(總薪酬)的迴歸結果，從表中可以得知，研究發當期續任的高階經理人之總薪酬對於 ROE_t、ROE_{t-1}、RET_t，皆是呈現正向顯著關係，但 RET_{t-1} 對於續任的高階經理人之總薪酬並沒有影響。在新任的高階經理人之總薪酬之研究部分，研究發現不論在前期或當期的 RET 以及 ROE 對於當期的總薪酬，都是有正向顯著的關係，也就是說新任經理人的總薪酬，會受到前期以及當期的績效影響，在給薪時，不會只依據單一一期的績效做為給薪的標準。

表 4 前期績效是否影響團隊高階經理人當前的團隊薪酬(總薪酬)

$$\ln(\text{Compensation}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t-1} + \gamma_1 \text{RET}_{i,t} + \gamma_2 \text{RET}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

自變數	預期符號	ROE _{t+1}				
		Continuing CEOs		New CEOs		
		估計參數	t 值	估計參數	t 值	
ROE _t	+	22.943***	8.78	+	11.965**	3.23
ROE _{t-1}	+	21.792***	8.85	+	30.381***	12.01
RET _t	+	1.483**	3.29	+	8.174***	11.31
RET _{t-1}	+	-0.255	-0.58	+	2.944***	4.04
SIZE _t	?	909.24**	41.65*	?	905.63***	37.79
迴歸統計量						
N		2672			228	
Adjusted R ²		0.56			0.97	
F-statistics		672.246			1324.681	

表 5 為團隊高階經理人當前的薪酬是否影響未來公司績效的迴歸結果，該迴歸結果分成兩個部份來探討，首先是續任的高階經理人，研究發現其底薪以及績效獎金不會影響未來的公司績效，但前期及當期的股東報酬率，對於未來的股東報酬率是正向顯著影響，也就是說當前期以及當期的股東報酬率表現良好時，我們可以預期未來的股東報酬率也是會良好的，在新任的高階經理人，研究發現其當前底薪及績效獎金的增加，有助於未來的股東報酬率更加良好，而在當前以及前期的股東報酬率，對於未來的股東報酬率，也是正向顯著影響，也就是說前期及當期的股東報酬率良好，也會使未來的股東報酬率良好，但在前期及當期股票報酬率的則是呈現負向顯著關係，也就是說前期及當期的股票報酬率表現不佳，反而會促使未來的股東報酬率會有更好的績效

表 5 迴歸分析－團隊高階經理人當前的薪酬是否影響未來公司績效

$$\text{ROE}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{salary}_{i,t}) + \beta_2 \ln(\text{bonus}_{i,t}) + \beta_3 \text{ROE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{RET}_{i,t} + \beta_6 \text{RET}_{i,t} + \beta_7 \text{RET}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

自變數	預期符號	ROE _{t+1}				
		Continuing CEOs		New CEOs		
		估計參數	t 值	估計參數	t 值	
ROE _t	?	0.686***	43.42	?	0.627***	36.95
ROE _{t-1}	?	0.14***	9.96	?	0.203***	10.76
RET _t	?	0.024***	11.42	?	-0.011***	-3.38
RET _{t-1}	?	0.001	0.28	?	-0.032***	-14.32
ln(Salary _t)	+	2.63E-06	0.05	+	0.000391***	12.91
ln(Bonus _t)	-	1.15E-05	0.32	-	0.000259***	5.84
SIZE _t	?	0.335***	5.02	?	0.643***	12.84
迴歸統計量						
N		2402			176	
Adjusted R ²		0.85			0.995	
F-statistics		1954.12			6128.95	

伍、結論

本研究的主要探討在於前期公司績效與國內高階經理人團隊薪酬的動態關係，由於過去的公司績效隱含著經理人能力，本研究是預期待薪的決定是應該與過去的公司績效呈現正相關，而績效獎金的決定則是與過去績效呈現負相關，但在我國的高階經理人團隊薪酬與過去績效的關係，研究發現，不論是前期或當期股東報酬率績效良好的情況下，對於當期的底薪以及績效獎金的制訂都呈現正向變動關係，但在股票股報酬率，研究發現底薪和績效獎金在股票報酬率表現不佳時，績效獎金可能因績效不佳時，而被縮減，但為了保護以及促使經理人更加努力，董事會會提升經理人其底薪，若從現金薪酬可以發現，在續任經理人的現金薪酬對於前期及當期的股東報酬率以及當期的股票報酬率是呈正向顯著，而在過去的股票報酬率則是沒有影響的，在新任經理人當期的現金薪酬，研究發現前期及當期的股東報酬率以及股票報酬率，對於當期的現金薪酬是呈正向顯著關係。該研究若可以針對決策者的現金及股權薪酬與過去公司績效來做研究，可能會更深入知道，過去績效與經理人薪酬是否有關係，因為使用經理人團隊的薪酬與過去公司績效可能會有一些雜訊，無法真正發現決策者的能力與努力，是否會去影響公司績效以及其薪酬。

參考文獻

- 1.王茂昌、戴伶娜、周盛德(2013)台灣電子業的績效指標、董事會特徵與管理階層薪酬關連性，企業管理學，第99期，75-94。
- 2.方妙玲(2008)高階主管薪資與財務績效及社會績效之關聯性：代理理論及利害關係人理論觀點，企業管理學報，第77期，頁47-80。
- 3.高惠松、詹照潔(2013)不景氣時期之高階經理人薪酬結構與公司未來績效，東吳經濟商學學報，第80期，頁81-117。
- 4.陳明園和石雅慧(2004)高階經理人薪酬-代理理論與競賽理論之實證研究，臺大管理論叢 15.1，頁131-166。
- 5.陳玉麟(2012)企業策略、非財務績效衡量與總經理薪酬：電子業證據。會計評論，第54期，117-150。
- 6.陳愛庭(2014)高階經理人薪酬對企業社會責任與公司績效之關聯性的調節效果（未出版之碩士論文）。國立中正大學，嘉義縣。
- 7.呂昫儒(2011)大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之影響（未出版之碩士論文）。東海大學，台中市。
- 8.Antle, R., and A. Smith. (1986). An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research* 24 (1): 1-39.
- 9.Banker, R. D., Darrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. (2013). The Relation between CEO Compensation and Past Performance, *The Accounting Review*, pp. 1-30.
- 10.Callan, S. J., & Thomas, J. M. (2011). Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(6), 332-351.
- 11.Fama, E. F. & M. C. Jensen, (1983)"Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, Vol. 26(2), pp. 301-325.
- 12.Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- 13.Janakiraman, S., R. Lambert, and D. Larcker. (1992). An empirical investigation of the relative performance evaluation hypothesis. *Journal of Accounting Research* 30 (1): 53-69.
- 14.Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 225-264.
- 15.Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). CEO incentives: It's not how much you pay, but how.

16. Kato, T., & Long, C. (2006). Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. *Economic development and Cultural change*, 54(4), 945-983.
17. Kaplan, R. S. & D. P. Norton, (1992). The balance scorecard measures that drive performance, *Harvard Business Review*, pp.71-79.
18. Lambert, R., and D. Larcker.(1987). An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contract. *Journal of Accounting Research* 25 (Supplement): 85–129
19. Sloan, R. (1993). Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 55–100
20. Weir, C. & D. Laing, (2001) "Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the UK", *European Business Review*, Vol. 13(2), pp. 86-95..