

內部董事薪酬合約與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度之關聯

戴怡蕙* 曾智揚**

摘要：本研究以台灣2002年至2004年的上市櫃公司為研究樣本，探討董事會是否透過內部董事薪酬合約設計，以解決控制股東因股份控制權與現金流量權偏離程度愈大而可能衍生控制股東與非控制股東間之代理問題。本研究從代理理論角度，認為當內部董事非控制股東時，二者利害關係可能不一致，但內部董事透過參與公司經營可能取得控制股東對公司影響力的私有資訊，此時若董事會能給予內部董事適當誘因，使其利害關係與公司未來績效而非與控制股東一致，則能發揮內部董事之私有資訊分享功能，提升董事會監督效能。實證結果顯示，當內部董事非控制股東時，其薪酬之私有資訊分享激勵效果會隨著控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度提升。然而當內部董事是控制股東時，前述關聯性並不顯著。本研究進一步發現，上述薪酬之私有資訊分享激勵效果主要來自內部董事的董事身份薪酬，而非其經理人身份薪酬。此實證結果支持董事會試圖透過內部董事薪酬合約設計，發揮其私有資訊分享功能，以解決控制股東股份控制權偏離現金流量權所帶來之潛在代理問題。

關鍵詞：控制股東、內部董事、股份控制權與現金流量權偏離程度、薪酬合約

* 銘傳大學會計學系副教授（通訊作者，yhtai@mail.mcu.edu.tw）

** 國立臺灣大學會計學系助理教授

107年04月收稿

108年01月接受

三審接受

DOI: 10.6675/JCA.201905_20(1).02

Inside Director's Compensation Contract and Controlling Shareholders' Control-Cash Flow Right Deviation

Yi-Hui Tai* Chih-Yang Tseng**

Abstract : Using a sample of TWSE/TPEX-listed companies from 2002 to 2004, the study investigates whether the board of directors utilizes the compensation contract of inside directors to ameliorate the entrenchment of controlling shareholders whose control rights exceed cash flow rights. Based on agency theory, we predict that in case where inside directors are not controlling shareholders, a compensation contract could mitigate the entrenchment of controlling shareholders by providing incentives for inside directors to share the private information obtained by serving in executive positions. Our empirical results show that in case where inside directors are not controlling shareholders, incentives for inside directors' compensation for sharing private information is positively related to controlling shareholders' control right exceeding cash flow right; however, this relation is insignificant in cases where inside directors are controlling shareholders. Further evidence reveals that the above findings are driven by the director pay of inside directors, rather than executive pay. Overall, the study documents that the board of directors addresses the entrenchment of controlling shareholders through the use of compensation contract, which provides incentives for inside directors to share private information.

Keywords: controlling shareholders, inside directors, control-cash flow right deviation, compensation contract

* Associate Professor, Department of Accounting, Ming Chuan University

** Assistant Professor, Department of Accounting, National Taiwan University

Submitted April 2018

Accepted January 2019

After 3 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.201905_20(1).02

壹、前言

東亞國家的主要公司治理問題之一為控制股東¹侵占少數股東權益 (Claessens, Djankov, and Lang, 2000; Lin and Lin, 2013; Choi, Cho, and Sul, 2014; Zhang, Gao, Guan, and Jiang, 2014)，控制股東可能藉由正式或非正式管道 (Pfeffer, 1992; Luo, 2015) 影響公司的營運 (Yeh, Ko, and Su, 2003)。而本研究的內部董事係指同時兼任經理人的董事，此人可以藉由其經理人身份參與經營而可能取得控制股東影響公司經營的私有資訊，然後再透過董事身份將這些私有資訊分享給其他董事會成員，以發揮私有資訊分享功能 (Fama and Jensen, 1983; Drymiotis, 2007)。因此，本研究探討董事會是否藉由內部董事薪酬合約設計而提供內部董事私有資訊分享誘因，藉以減緩控制股東的公司治理問題。

控制股東的掠奪行為 (Entrenchment) 主要來自於其股份控制權偏離現金流量權 (蔡信夫、鍾惠民與林詩韻，2003；La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999; Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002)。控制股東可以透過直接持股或間接持股提高而擴大前述偏離程度，當控制股東執行掠奪行為時，其掠奪利益大於因公司股東權益受損而帶來的損失 (Claessens et al., 2000; Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000; Gopalan and Jayaraman, 2012; Zhang et al., 2014)。因此，文獻上普遍發現控制股東之負面掠奪效果 (Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988; La Porta et al., 1999; Bebchuk, Kraakman, and Triantis, 2000; Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002) 大於正面誘因效果 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 2002)。

控制股東的掠奪行為成為董事會監督的難題，因為控制股東通常透過控制公司主要營運決策或控制公司的董事席次以獲取私利，此時董事會若僅存在外部董事(或獨立董事)可能不易進行監督。雖然外部董事(或獨立董事)具有獨立性，卻可能因此缺乏內部經營資訊而不易判斷控制股東對公司營運的影響，而降低監督有效性 (陳俞如與謝存瑞，2011)。然而，實務上並非所有控制型態公司的控制股東都可以執行掠奪行為，例如：對於共治型態的公司來說，公司之控制股東由兩個以上團體組成，所以如果其中一個控制團體想要實現掠奪行為，也必須其他控制團體同意。另一方面，因為內部董事有擔任經理人職務，因此可以藉由參與日常經營事務而可能取得控制股東影響經營的私有資訊；而內部董事亦具有董事身份，可以再藉由參與董事會的開會發言將此私有資訊分享給其他董事，有助於董事會作出更有效的監督決策 (戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015；Raheja, 2005; Laux, 2008; Adams and Ferreira,

¹ 本研究資料取自台灣經濟新報社 (TEJ) 資料庫，而根據台灣經濟新報社 (TEJ) 資料庫的定義，所謂控制股東係指公司內部的最終決策單位，共分為下列四類：「單一家族主導、共治型態、專業經理人治理及公股主導」。其中，(1)「單一家族主導」的控制股東就是這個家族；(2)「共治型態」係指公司之控制股東由兩個以上團體組成；(3)「專業經理人治理」係指公司之控制股東是一群專業經理人；(4)「公股主導」係指公司之控制股東為政府單位。

2007; Drymiotes, 2007)。亦即董事會若能善用內部董事之私有資訊分享功能，可能提供解決控制與非控制股東間代理問題的契機 (Fama and Jensen, 1983; Drymiotes, 2007; Lin, Hsiao, and Chuang, 2015)。

然而，內部董事須要適當誘因方有可能發揮私有資訊分享功能以監督控制股東。第一、因為內部董事同時兼任董事及經理人，所以當他們參加董事會並提供私有資訊時，亦可能失去自己有關經營的資訊租，公司治理文獻即指出內部董事在監督功能上缺乏獨立性 (例如，Hermalin and Weisbach, 2003)。第二、內部董事可能透過其管理職位或透過控制董事席次，以增加其控制權來進行掠奪行為 (Yeh et al., 2003)，若內部董事與控制股東彼此同意利益交換，則可能進行勾結，共同傷害公司整體利益以成全彼此的私利 (Mizruchi, 1983; Lorsch and MacIver, 1989; Fazel and Louie, 1990; Rosenstein and Wyatt, 1997)。即使如此，文獻中已發現內部董事私有資訊分享功能有助於董事會監督，並減輕經理人與股東間的代理問題 (例如，Drymiotes, 2007)，進而減緩控制股東的潛在代理問題 (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997)。本文延伸上述文獻，探討董事會面臨控制股東的公司治理問題時，董事會是否透過薪酬合約設計提供內部董事私有資訊分享功能的誘因。

前述誘因即是在內部董事薪酬合約中設計「私有資訊分享的激勵效果」。而本研究定義「私有資訊分享的激勵效果」為：董事會在內部董事薪酬合約中，提供內部董事願意努力獲取並分享私有資訊的誘因，使董事會運用此資訊來評估控制股東對經營的影響，以減緩控制股東因股份控制權偏離現金流量權的潛在代理問題，進而提升公司未來績效 (激勵後果)。若內部董事受到薪酬合約的激勵，為了分享有用的私有資訊，必須先扮演好經理人角色，以獲取有用的私有資訊；再扮演好董事角色，將取得之私有資訊分享給其他董事成員 (戴怡蕙等人, 2015)。則內部董事在此激勵效果下，不論透過扮演好經理人角色 (Hayes and Schaefer, 2000) 抑或是董事角色 (Drymiotes, 2007)，皆可能因此提升公司未來績效。簡言之，若董事會欲運用內部董事的私有資訊分享功能於減緩控制股東的潛在掠奪行為，可於內部董事薪酬合約中提高其私有資訊分享的激勵效果，促使其發揮私有資訊分享功能以提升公司未來績效 (激勵後果)。

然而董事會與內部董事簽訂此薪酬合約之前，還必須對此薪酬合約進行成本效益分析。亦即此薪酬合約所減少控制股東對公司的價值掠奪必須大於支付內部董事之薪酬誘因，以極大化公司價值 (Hayes and Schaefer, 2000)。若內部董事就是控制股東時，此時握有資訊、分享資訊與潛在掠奪者皆為同一人，要讓內部董事分享其私有資訊的必要條件為薪酬誘因高於其掠奪利益，然而在內部董事就是控制股東情況下，有可能此薪酬合約所減少控制股東對公司的價值掠奪小於支付內部董事之薪酬誘因，因此不符合公司成本效益。故董事會在觀察到內部董事即控制股東後，則傾向不簽訂此薪酬合約。但若內部董事非控制股東時，內部董事願意分享私有資訊之最適薪酬效益則有可能低於控制股東的掠奪利益，此時董事會可選擇與控制股東

勾結利益較小之內部董事簽訂此薪酬合約。

本研究在實證測試時，將樣本區分為「內部董事為控制股東」及「內部董事非控制股東」組別。實證結果顯示，「內部董事為控制股東」組別之內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果並未隨著控制股東的股份控制權愈偏離現金流量權而增加；反之，「內部董事非控制股東」組別之內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果則隨著控制股東的股份控制權愈偏離現金流量權而增加。本研究在敏感性分析中，不論將績效指標由下一期的資產報酬率改為當期資產報酬率；或將績效指標由資產報酬率改為股票報酬率，皆獲得上述結果。此實證結果支持董事會在成本效益考量後，會利用內部董事的薪酬合約設計，來解決公司控制股東股份控制權偏離現金流量權時可能衍生的公司治理顧慮。除此之外，過去文獻，如：Larcker, Richardson, and Tuna (2007)提到公司未來績效決定因素眾多，因此本研究很難將所有影響公司未來績效的因素都考慮在研究設計中，因此本研究實證結果可能存在遺漏變數的問題。針對前述問題，本研究已在敏感性分析中新增一項控制變數-控制股東現金流量權（CF）並重新進行檢測，此外也在內生性議題一節中以固定效果模型（Fixed Effect Model）來解決遺漏變數的內生性問題。

雖然「內部董事非控制股東」時，透過內部董事薪酬合約發揮私有資訊分享功能可能為公司帶來效益，但內部董事仍有可能與控制股東勾結，而降低此薪酬合約的可行性（Brick, Palmon, and Wald, 2006）。因此本研究進一步將「內部董事非控制股東」組別再細分為「內部董事非控制股東，且控制股東擔任經理人」及「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」兩組。前者相較於後者更有可能使內部董事與控制股東透過彼此的經營業務合作而產生勾結利益，因而降低以內部董事薪酬合約發揮私有資訊分享功能的效益。實證結果支持上述觀點，亦即本研究僅在「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」組別，發現內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果，隨著控制股東的股份控制權偏離現金流量權而顯著增加。

除此之外，面對控制股東可能掌控公司主要營運決策或董事席次以獲取私利的壓力（Yeh et al., 2003），本研究認為透過內部董事之董事身份薪酬合約，提供其在董事會中分享私有資訊的誘因，比起透過內部董事經理人身份薪酬提供經營努力的誘因對於公司未來績效提升更有顯著效果（Drymiotes, 2007）。故本研究將內部董事的薪酬分為董事身份薪酬及經理人身份薪酬，並且發現：僅有其董事身份薪酬在薪酬提升私有資訊分享功能的激勵效果與控制股東之股份控制權與現金流量權偏離程度具有顯著正向相關性。此證據支持本研究的推論，換言之，公司為解決控制股東潛在掠奪行為，在設計內部董事的薪酬合約時，偏重其董事身份薪酬，亦即期許內部董事能有足夠誘因在董事會中與其他董事分享控制股東影響經營的私有資訊。

本研究帶來下列貢獻。首先，本研究可以補充內部董事文獻的不足。本研究回顧中國上市公司相關研究，並沒有發現有研究係以內部董事為研究對象，接續回顧國內期刊，發現僅有林宛瑩、汪瑞芝與游順合（2012）及戴怡蕙等人（2015）以內

部董事為研究對象。然而，林宛瑩等人（2012）係從代理理論及資源依賴理論兩種觀點發展假說，並以臺灣 1999 年至 2008 年之上市櫃公司為研究樣本，分析研究發展支出對內部董事與公司經營績效關聯性之影響。而戴怡蕙等人（2015）則探討內部董事的超額薪酬和公司未來績效間是否具顯著正相關性，實證結果支持隱性合約觀點。另一方面，回顧國外和內部董事薪酬有關的文獻，如：Brick et al. (2006) 係藉由分析內部董事薪酬與公司未來績效之間的關聯性，來探討內部董事的薪酬合理性，但並無考慮控制股東的股份控制權偏離現金流量權所帶來的代理問題的影響。而本研究證據顯示內部董事薪酬合約提供內部董事協助公司解決控制股東潛在掠奪行為的誘因，因此本文研究結果可以補充文獻對內部董事薪酬的瞭解。第二，本研究呼應 Claessens et al. (2000) 提出東亞國家更重要的公司治理問題為控制股東的掠奪，並發現內部董事對於控制股東與非控制股東間的衝突亦扮演減緩功能。此發現補充目前公司治理文獻大多探討內部董事在經理人與股東間衝突的調節角色，例如：Fama and Jensen (1983)、Raheja (2005)、Adams and Ferreira (2007)、Drymiotis (2007)、Laux (2008)，抑或是補充以中國 2005 年至 2009 年的上市公司為研究的 Zhang et al. (2014)，因為 Zhang et al. (2014) 係探討經理人特質如何緩解控制股東與非控制股東間的衝突，而非內部董事的角色。第三、過去文獻常批判內部董事缺乏獨立監督的功能 (Hermalin and Weisbach, 2003)。然而，本研究發現公司可透過薪酬合約設計，發揮內部董事之私有資訊分享功能，抑制控制股東在股份控制權與現金流量權偏離程度較大時對公司的可能傷害，惟此薪酬合約亦僅在內部董事非控制股東時方符合成本效益原則。此項內部董事具有私有資訊分享功能的結論和文獻如：Davis et al. (1997) 及 Drymiotis (2007) 提及內部董事的私有資訊分享功能有助於董事會監督，並減緩控制股東的代理問題的觀點相符。

而本文研究架構說明如下：除第壹部分為前言外，第貳部分則是說明內部董事的薪酬合約決定方式，第參部分是研究假說發展、第肆部分說明研究設計、第伍部分為實證結果、第陸部分則提出本研究之結論、未來研究建議與研究限制。

貳、內部董事的薪酬合約

內部董事領有兩份薪酬，一種是因為具有董事身份而領有的董事薪酬，另一種是因為具備經理人身份而領有的經理人薪酬。在其董事身份薪酬方面，根據公司法第 196 條規定：董事之報酬，應先由章程訂明之；未經章程訂明者，應由股東會議定，且不得事後追認。除此之外，又根據經濟部 2004 年 3 月 8 日公布的商字第 09302030870 號函釋允許公司章程經股東會決議，訂明全體董事及監察人之報酬，再授權董事會依同業通常水準支給議定。並且實務上大多數上市櫃公司章程亦如此規定²。另一方面，依 2010 年 11 月 5 日修訂之證券交易法第 14 條之 6 規定：股票

² 如富邦金控章程第二十六條規定：「本公司董事（含獨立董事）之報酬，授權董事會參酌其對公司營

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，其成員專業資格及職權行使及相關事項辦法，由主管機關訂之，前述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之獎勵措施，由上可知，2010年11月5日之後，公開發行公司董監酬勞應由薪酬委員會（Compensation committee）決定。

綜合前述討論，因為本研究期間為2002年至2004年，該期間尚未修改證券交易法第14條之6之規定，因此，內部董事之董事身份薪酬，依據當時的法令規定及實務上運作方式如下：「董事之報酬，應先由章程訂明之；未經章程訂明者，應由股東會議定，且不得事後追認。除此之外，經濟部函釋允許公司章程經股東會決議，訂明全體董事及監察人之報酬，再授權董事會依同業通常水準支給議定。故實務上幾乎所有上市櫃公司章程都僅訂明全體董事及監察人之報酬，再授權董事會依同業通常水準支給議定。」

內部董事的經理人身份薪酬，其決定過程係依據公司法第29條規定：「公司得依章程規定置經理人，其委任、解任及報酬，依下列規定定之。但公司章程有較高規定者，從其規定：1.無限公司、兩合公司須有全體無限責任股東過半數同意。2.有限公司須有全體股東過半數同意。3.股份有限公司應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」本研究以上市櫃公司為研究樣本，因此本研究的內部董事之經理人身份薪酬係由「董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」

彙總本章討論，因為本研究期間為2002年至2004年，內部董事的董事身份薪酬係由公司章程或股東會決定總額，再由「董事會」依同業通常水準支給議定個別董事的董事身份薪酬；而經理人身份薪酬則是由「董事會」決定之。因此本研究提出內部董事之董事及經理人身份薪酬合約之決策單位為董事會，並探討董事會是否透過設計內部董事薪酬合約，來提供內部董事分享私有資訊的誘因，進而減緩控制股東掠奪行為發生的可能性。

參、文獻回顧與研究假說發展

當控制股東的股份控制權大於現金流量權時，容易有誘因發生掠奪行為（Jensen and Ruback, 1983; Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988; Bebchuk et al., 2000），因為透過股份控制權可以得到的利益大於現金流量權造成的損失（Claessens et al., 2000; Johnson et al., 2000; Gopalan and Jayaraman, 2012; Zhang et al., 2014）。過

運參與程度及貢獻價值，依同業通常水準支給議定之，並得給付相當之交通費或其他津貼。」聯華電子章程第十七條規定：「全體董事之報酬授權董事會，不論營業盈虧，依其對於本公司營運參與程度及貢獻價值，並參酌同業水準支給之。」台灣積體電路公司章程第二十八條規定：「董事長副董事長及董事之報酬，依其對本公司營運參與之程度及貢獻價值，並參酌國內外業界水準，授權由董事會議定之。」

去文獻並發現當控制股東的股份控制權大於現金流量權時，控制股東可以透過擔任管理職抑或是控制董事會席次而實現其掠奪行為(Jensen and Ruback, 1983; Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988; Bebchuk et al., 2000; Yeh, 2005)。過去文獻，如：Claessens, Djankov, Fan, and Lang (2002)將代理問題再進一步區分為權益代理問題(經理人與股東之間的代理問題)及核心代理問題(控制股東與少數股東之間的代理問題)，此外過去文獻也提出一些看法來支持當控制股東的股份控制權大於現金流量權時，控制股東並不一定就會實現其掠奪行為。例如：王元章與張椿柏(2011)發現因為控制股東持股率增加會驅使控制股東的決策考量更趨近全體股東利益，因此發現經理人與股東間的權益代理問題相較於控制股東與少數股東間之核心代理問題，前者對公司價值負面影響幅度較大，即核心代理問題之代理成本較小。再者，Haw, Hu, Hwang, and Wu(2004)發現核心代理問題會導致公司盈餘管理行為之增加，然而該研究發現國家的法令或規章制度，抑或對投資者保障程度的差異，會對公司盈餘管理的行為造成影響，換言之，法令規章可以抑制控制股東的掠奪行為。除此之外，Jensen and Meckling (1976)的利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)認為，內部人持股率愈高時，須自行承擔自我不當行為造成的公司價值損失之比率也愈高，因此內部人的決策行為將與全體股東較趨於一致，代理問題也會趨緩；Ang, Cole, and Lin(2000)也發現，代理成本與管理者持股率呈負相關，亦即內部人持股率愈高，愈不須利用舉債來降低代理問題(Jensen, 1986; Jensen, Solberg, and Zorn, 1992; Chen and Steiner, 1999)；而國內王元章(2001)及杜玉振、黃荃與林容竹(2002)皆發現內部人持股率與公司融資水準呈負向關係，支持利益收斂假說。最後，文獻上也指出股東同時享有(1)自我利益(Private Benefits)-係指股東因為擁有多數股權的優勢，而做出非最適的決策，導致浪費公司資源，並侵蝕到小股東的權益。此時股東的決策考量並非極大化公司最終價值，而是極大化自己的權益(Barclay and Holderness, 1989; Holderness, 2003)；(2)分享利益(Shared Benefits)-係指當公司最終價值提升時，股東可以分享的權益份額也會跟著提升，因此股東會以公司最終價值作為自己決策考量的依據(Shleifer and Vishny, 1986; Holderness, 2003)，故控制股東在兩股反向力量拉鋸下，控制股東是否真的會犧牲小股東的權利而來成就自己的私利並不可知(戴怡蕙, 2017)。彙總前述文獻討論，確實可能存在抑制控制股東進行掠奪行為的機制。

另一方面，本文將控制股東定義為公司內部的最終決策單位，依據台灣經濟新報社(TEJ)的分類，共分為下列四類：(1)單一家族主導；(2)共治型態；(3)專業經理人治理；(4)公股主導。而本研究樣本公司中，單一家族主導控制型態約佔60%、共治型態約佔14%、專業經理人治理約佔23%、公股主導約佔3%。其中第(2)、(3)、(4)類控制股東即使屬於具掠奪能力與誘因的狀態時、亦即控制權與現金流量權偏離程度較嚴重時，也不一定具有「能力」可以實現其掠奪的意圖、抑或是阻止董事會，來設計一個阻止自己掠奪的薪酬契約，換言之，本研究約有40%的樣本公司是不一

定有「能力」可以實現其掠奪的意圖、抑或是阻止董事會，來設計一個阻止自己掠奪的薪酬契約。因為第(2)類「共治型態」係指公司之控制股東由兩個以上團體組成，所以如果其中一個控制團體想要實現掠奪行為，也必須其他控制團體同意；而第(3)類「專業經理人治理」係指公司之控制股東是一群專業經理人，因此同樣道理，必須這一群專業經理人都同意，否則進行掠奪行為不一定會實現；而最後一類「公股主導」係指公司之控制股東為政府單位，在相關法規規範下，要掠奪公司的利益，或許也不是「公股主導」公司的控制股東能夠執行的。簡言之，就本文研究數據來分析，確實並非所有樣本公司的控制股東都能夠執行其掠奪行為。

因為控制股東對於董事會有重大影響力，因此董事會需要較精確的營運資訊來提升董事會監督的效率及有效性。在董事會成員中，身兼董事及經理人的內部董事具有資訊優勢，因為內部董事可以先透過經理人身份而取得經營上的私有資訊，然後再透過董事身份而將這些私有資訊在董事會開會時分享給其他董事 (Fama and Jensen, 1983; Raheja, 2005; Adams and Ferreira, 2007; Laux, 2008)。舉例而言，Drymiotes (2007)以分析性研究發現內部董事的存在可以提升董事會的監督功能，因為內部董事可以提供經營上的私有資訊。Mace (1986)也發現在董事會會議過程，外部董事會把內部董事視為私有資訊來源對象。彙總而言，當公司存在控制股東的掠奪行為時，內部董事的私有資訊分享功能可以提高董事會的監督功能，尤其當外部董事 (或獨立董事) 缺乏經營資訊時 (陳俞如與謝存瑞, 2011)。

然而公司治理文獻大多認為內部董事在監督功能上缺乏獨立性。因為內部董事參加董事會時若提供私有資訊，除了可能失去自己有關經營的資訊租 (Hermalin and Weisbach, 2003)，亦可能失去與控制股東進行勾結、交換利益的機會 (Mizruchi, 1983; Lorsch and MacIver, 1989; Fazel and Louie, 1990; Rosenstein and Wyatt, 1997)。為了提高內部董事分享私有資訊的誘因，董事會可在內部董事薪酬合約設計中考量薪酬之私有資訊分享激勵效果，促使內部董事為了公司未來績效而發揮私有資訊分享功能 (Drymiotes, 2007)。亦即為了減緩控制股東的潛在掠奪行為，可於內部董事薪酬合約中考量其私有資訊分享的激勵效果，促使其發揮私有資訊分享功能以提升公司未來績效。

另一方面，由文稿「貳、內部董事的薪酬合約」的內容可發現就研究期間 2002 年至 2004 年，內部董事的董事身份薪酬係由公司章程或股東會決定總額，再由「董事會」依同業通常水準支給議定個別董事的董事身份薪酬；而經理人身份薪酬則是由「董事會」決定之。因此實務上確實存在內部董事的薪酬是因人而異而逐一由董事會決定。換言之，董事會確實可能會受這位內部董事是否為控制股東身份，而進一步考量公司控制股東代理問題程度，然後再決定該內部董事之薪酬合約設計。除此之外，文獻上也提及：控制股東會想和經理人勾結的誘因強度會隨著股份控制權與盈餘分配權偏離程度上升而提升 (戴怡蕙, 2017; Claessens et al., 2002; Faccio and Lang, 2002; Lin, Ma, Malatesta, and Xuan, 2013; Zhang et al., 2014)，因此文獻上也支

持董事會確實可能會受這位內部董事是否為控制股東身份，而進一步考量公司控制股東代理問題程度，然後再決定該內部董事之薪酬合約設計。彙總而言，不論是實務運作抑或是學術文獻上都支持董事會確實可能會受這位內部董事是否為控制股東身份，而進一步考量公司控制股東代理問題程度，然後再決定該內部董事之薪酬合約設計。然而，控制股東對於董事會的影響力不同，會影響內部董事是否願意將所擁有的私有資訊在董事會中分享，進而協助提升董事會的監督功能（Mizruchi, 1983; Lorsch and MacIver, 1989; Fazel and Louie, 1990; Rosenstein and Wyatt, 1997）。因此董事會與內部董事簽訂薪酬合約之前，還必須評估此薪酬合約是否符合成本效益，亦即此薪酬合約所減少控制股東對公司的價值掠奪必須大於支付內部董事之薪酬誘因，以極大化公司價值（Hayes and Schaefer, 2000）。若內部董事即控制股東時，此時(1)握有資訊；(2)分享資訊；與(3)潛在掠奪者三種角色皆為同一人，而驅使內部董事（即控制股東）願意分享私有資訊的必要條件為薪酬誘因高於其掠奪利益（Antle and Eppen, 1985），然而在內部董事就是控制股東的情況下，此薪酬合約不符合公司的成本效益原則，因此董事會在觀察到內部董事即控制股東後，則傾向不簽訂此份具有私有資訊分享激勵效果的薪酬合約。但當內部董事非控制股東時，內部董事願意分享私有資訊之最適薪酬誘因有可能低於控制股東的掠奪利益，此時董事會可選擇與控制股東勾結利益較小之內部董事簽訂此種薪酬合約。

彙總前述討論，本研究認為當內部董事即控制股東時，使其於董事會分享私有資訊的薪酬合約之成本可能超過效益，因此董事會在設計內部董事薪酬合約時，較不會考慮到要利用此一薪酬合約，來減緩控制股東的潛在掠奪行為問題。故當控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度越大時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果也不會跟著提升。然而，當內部董事非控制股東時，雙方的利害關係可能不一致，董事會可提供此薪酬合約給與控制股東勾結機率較小的內部董事，藉以在解決控制股東潛在掠奪問題時，同時為公司帶來淨效益。因此，當控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度越大時，為了提高內部董事分享私有資訊的誘因，董事會可在內部董事薪酬合約設計中考量薪酬之私有資訊分享激勵效果，促使其為了公司整體利益而發揮私有資訊分享功能（Drymiotis, 2007）。換言之，為了減緩控制股東的潛在掠奪行為，可於內部董事薪酬合約中提高私有資訊分享功能與公司未來績效的正向相關性，使其私人利益與公司利益更具有的一致性，促使內部董事分享私有資訊於提升公司未來績效（激勵後果），因此內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果也會跟著提升。據此本研究提出假說如下。

假說：若內部董事非為控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。

肆、研究設計

一、樣本期間與資料來源

(一)樣本期間

本研究以 2002 年至 2004 年的上市櫃公司為研究樣本，係因為金管會於 2004 年修正之「公開發行公司年報應行記載事項準則」中允許支付董事、監察人、總經理及副總經理之薪酬，可採彙總方式申報，因此 2005 年起，上市櫃公司大多改採彙總方式申報，亦即財報上無法取得「每一位董事真實的薪酬資料」。除此之外，本研究參酌過去文獻，如：Hempel and Fay (1994)、Vafeas (1999)、Cordeiro, Veliyath, and Erasmus (2000)發現董事身份薪酬應以董事投入時間多寡來衡量監督績效較合理；反之，經理人身份薪酬則和公司未來績效具相關性，亦即以產出面來衡量經營績效較合理。換言之，根據過去文獻內部董事的兩種身份薪酬的衡量基準是不同的，因此本研究也在敏感性分析中將內部董事的薪酬分為董事身份薪酬及經理人身份薪酬並進行研究議題的分析。彙總前述，本文如果使用 2005 年之後的薪酬資料則無法取得「每一位董事真實的薪酬資料」，或是觀察到內部董事的兩種身份薪酬對於解決控制股東潛在掠奪行為之影響，因此本研究的期間以 2004 年為截止年度。而本研究期間開始於 2002 年，係因為 2000 年台灣政經情勢不明朗，兩岸關係未能突破，加上國際經濟情勢大幅變差，導致國內股市下挫，自年初的萬點跌至 12 月下旬的 4,000 多點，更一步導致新台幣連續貶值，11 月 30 日兌換美元匯率貶破 1 美元兌 33 元的歷史新低點，而這樣的經濟慘狀更延續至 2001 年，全年台灣的經濟發展率是負成長，失業率也破 5%，均創歷史最差的紀錄，因此本研究為了減緩總體經濟的衝擊，以 2002 年為研究起點。

(二)資料來源

本研究資料取自台灣經濟新報社 (TEJ)，並輔以樣本公司財務報表揭露的相關資訊。本研究刪除遺漏變數後共取得 1,250 筆觀察值，茲將樣本篩選過程列示於表 1。

二、變數定義

(一)應變數

本研究的應變數為：公司未來績效。本研究參考過去文獻，如 Ittner and Larcker (1998)，以樣本公司的資產報酬率 (ROA) 來代表公司的績效。其中，資產報酬率 (ROA) 定義為：稅前息前折舊前淨利/總資產。根據 Dechow and Sloan (1991)、Kaplan and Norton (1992)、Bushman, Indjejikian, and Smith (1996)、Hayes and Schaefer (2000) 的研究，經理人薪酬與公司未來績效間會有遞延的效果，因此為了觀察給予內部董事的薪酬對於公司未來績效的影響，所以使用下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1})。然而，為了研究完整性，本文也在敏感性分析中使用當期的資產報酬率 (ROA_t) 及下一期的股票報酬率 ($Return_{t+1}$) 作為公司未來績效的代理變數。

表1 樣本篩選過程

	2002年	2003年	2004年	合計
原始樣本：台灣上市櫃公司	1,065	1,111	1,173	3,349
刪除沒有內部董事	(235)	(226)	(208)	(669)
刪除遺漏內部董事薪酬資料	(175)	(168)	(153)	(496)
刪除遺漏財務變數	(68)	(53)	(56)	(177)
刪除無法計算 ROA ³	(222)	(218)	(213)	(653)
刪除無法計算股份控制權與現金流量權 偏離程度	(33)	(28)	(43)	(104)
最終樣本	332	418	500	1,250
內部董事為控制股東 ⁴	97	123	151	371
內部董事非控制股東	235	295	349	879

(二)自變數

1. 控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度

本變數資料取自台灣經濟新報社 (TEJ)。台灣經濟新報社 (TEJ) 將控制股東分為下列四類：「單一家族主導、共治型態、專業經理人治理及公股主導」。其中，(1)「單一家族主導」的控制股東就是這個家族；(2)「共治型態」係指公司之控制股東由兩個以上團體組成；(3)「專業經理人治理」係指公司之控制股東係一群專業經理人；(4)「公股主導」係指公司之控制股東為政府單位。除此之外，本研究以股權盈餘差 (股份控制權-現金流量權) 做為衡量方式 (蔡信夫等人, 2003; La Porta et al., 1999; Claessens, Djankov, and Klapper, 1999)。而其中股份控制權又稱投票權，即最終控制者之直接持股率加上間接持股率，本文係採 LaPorta 作法，以控制鏈最末端持股率為其間接持股率。而盈餘分配權又稱現金流量請求權，係指最終控制者之直接盈餘分配權再加上各控制鏈之間接持股率乘積。

³ 因為產業特性及法律管制條件不同 (曾玉琦, 2014)，所以 ROA 並不適合當作金融、證券、保險業的績效指標，因此本研究在抓取 ROA 數值時排除金融、證券、保險業，導致這些產業的公司沒有 ROA 數值，故從樣本公司中刪除，其中 2002 年、2003 年、2004 年依序刪除 43 筆、34 筆及 40 筆觀察值。除此之外，本研究抓取 ROA 數值的時間點是 2017 年 12 月 30 日，而抓取資料條件是「上市及上櫃」，所以如果樣本公司在 2002 年、2003 年、2004 年是上市或上櫃公司，但在資料抓取時點-2017 年 12 月 30 日，該公司已經下市或下櫃，會因為抓取資料條件是「上市及上櫃」，所以資料庫在資料抓取時點-2017 年 12 月 30 日不會有該公司的 ROA 資料，此時也會因為無法取得該公司的 ROA 資料而刪除之，其中 2002 年、2003 年、2004 年依序刪除 179 筆、184 筆及 173 筆觀察值。

⁴ 本研究判斷內部董事是不是控制股東的資料來源取自 TEJ 資料庫中的公司治理>TCGI1 股權結構>控制持股與董監結構明細內的「身分別」與「控制別」欄位。其中，本研究先在「身分別」欄位選「董監事」身分，然後再篩選出有「兼」這個字眼，然後在「控制別」欄位選擇 A (A 代表控制股東)，同時符合「身分別」欄位有「董監事」字眼及「兼」字眼，然後在「控制別」欄位也有「A」者，本研究稱為「內部董事為控制股東」組別。屬於最終樣本觀察值，但不屬於「內部董事為控制股東」組別者，則稱為「內部董事非控制股東」組別。

2. 內部董事的薪酬

每家上市櫃公司都會在年報上揭露內部董事的(1)酬勞、(2)薪資/獎金、(3)董監車馬費及(4)其他酬勞。本研究在正文中將內部董事的薪酬定義為總薪酬，即(1)酬勞、(2)薪資/獎金、(3)董監車馬費及(4)其他酬勞的合計數。而在額外測試中，將內部董事的總薪酬分為董事身份薪酬及經理人身份薪酬，並將董事身份薪酬定義為(1)酬勞與(3)董監車馬費的合計數；而將經理人身份薪酬定義為(2)薪資/獎金與(4)其他酬勞的合計數。又因為內部董事的總薪酬、經理人身份薪酬及董事身份薪酬可能是非線性型態 (Bushman et al., 1996)，故取自然對數進行分析 (戴怡蕙, 2017; Murphy, 1985; Anderson, Banker, and Ravindran, 1999)。

(三)控制變數

如果內部董事抑或是控制股東的持股率是高的，則內部董事抑或是控制股東的財富會和公司的股東權益較攸關 (Grossman and Hart, 1988; Shleifer and Vishny, 1997)，此時內部董事抑或是控制股東會較關心公司的未來績效表現，因此本研究在模型中新增內部董事持股率 (*IDH*) 及控制股東持股率 (*OC*) 兩項控制變數，而兩項變數的定義分別為：內部董事持股數/流通在外股數及控制股東持股數/流通在外股數。除此之外，董事會結構也會影響董事會的監督績效，而董事會的監督績效也會影響公司未來績效 (Hermalin and Weisbach, 2003; Larcker et al., 2007)，故本研究新增三項和董事會結構相關的變數，分別為：(1)董事會規模 (*Size*)，定義為董事會中的董事人數；(2)董事長兼任總經理 (*Duality*)，若公司存在董事長兼任總經理，則該變數設為 1，反之，則為 0；(3)外部董事比例 (*Outsider*)，定義為外部董事人數/董事會總人數 (Schellenger, Wood, and Tashakori, 1989; Pearce and Zahra, 1992)。

另一方面，文獻如：Larcker et al. (2007)、Hsu and Wang (2014)提到公司股權結構和公司未來績效相關，因此本研究也控制公司股權結構對於公司未來績效的影響。首先，前述兩篇文章提到大股東會較關心公司的績效表現，而前述兩篇文章都以持股超過 5%的股東來代理大股東，因此本研究新增控制變數-持股超過 5%的股東人數 (*Block*)。再者，Agrawal and Mandelker (1990)、Yeh, Lee, and Woitdke (2001)、Yeh and Lee (2002)的研究都顯示次大股東的存在抑或是提高次大股東的持股比重都會提升公司價值，因此本研究亦增加是否存在次大股東 (*NonGroup*) 這項控制變數，而本研究定義次大股東為公司前十大股東中和公司非同一個集團的股東，若公司存在次大股東，則是否存在次大股東 (*NonGroup*) 這個變數設為 1，否則設為 0。

主理人在設計代理人的薪酬合約時都假設這些薪酬合約可以激勵代理人投入更多努力抑或是讓主理人更容易監督，以提升公司未來績效 (Larcker et al., 2007)，故本文接續考量和薪酬合約相關的變數。本研究控制總經理薪酬合約中薪水所佔的比例，本研究稱此變數為總經理薪水比例 (*Salary*)，定義為總經理薪水/總經理總薪酬。其次，當總經理以外的經理人持股較高時，這些經理人的財富和公司連結性也

較強，故也新增總經理以外的經理人持股比例 (*NonCEO*)，此變數定義為：總經理以外的經理人持股數/流通在外股數。

再者，公司的風險屬性也會影響公司經營績效，故本研究控制公司的槓桿度 (*Leverage*)，本研究定義公司的槓桿度 (*Leverage*) 為：總負債/公司市值 (Larcker et al., 2007)。除此之外，特別股和負債的性質相似，因為通常只要支付特別股固定的股利率、且特別股沒有投票權，因此本研究也控制特別股的槓桿度 (*Preferred*)，本研究定義為：特別股的投入股本/公司市值 (Larcker et al., 2007)。

最後，上市公司通常比上櫃公司受到更嚴格的法律規範及揭露要求，因此本研究也新增一個控制變數-TSE，當樣本公司是上市公司則 TSE 設為 1，反之，則設為 0。又因為本研究樣本期間是 2002 年至 2004 年，因此新增兩個年度別虛擬變數 Year1 及 Year2。除此之外，因為電子工業公司發放較多的員工紅利 (許崇源與陳昭蓉，2008)，而本研究為了控制員工紅利多寡對於公司未來績效的影響，也一併新增電子工業公司虛擬變數 (*Industry*)⁵，若該樣本公司屬於電子工業公司則 *Industry* 設為 1，反之，則設為 0。

(四)實證模型

本研究使用模型 1 來測試假說：若內部董事非為控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。在進行測試前，本研究先將樣本公司分為「內部董事為控制股東」及「內部董事非控制股東」兩個組別。其中若「內部董事為控制股東」這組樣本公司的 α_3 沒有顯著為正，並且「內部董事非控制股東」這組樣本公司的 α_3 顯著為正，則假說成立。茲將模型 1 列示如下。

$$\begin{aligned}
 ROA_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 DEV_t + \alpha_2 Pay_t + \alpha_3 DEV_t \times Pay_t + \alpha_4 IDH_t + \alpha_5 OC_t + \alpha_6 Size_t \\
 & + \alpha_7 Duality_t + \alpha_8 Outsider_t + \alpha_9 Block_t + \alpha_{10} NonGroup_t + \alpha_{11} Salary_t \\
 & + \alpha_{12} NonCEO_t + \alpha_{13} Leverage_t + \alpha_{14} Preferred_t + \alpha_{15} TSE_t + \alpha_{16} Year1_t \\
 & + \alpha_{17} Year2_t + \alpha_{18} Industry_t + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中，

ROA : 資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/總資產。

DEV : 控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度，控制股東的股份控制權-控制股東的現金流量權。

Pay : 內部董事的總薪酬取自然對數，總薪酬為(1)酬勞、(2)薪資/獎金、(3)董監車馬費及(4)其他酬勞的合計數。

IDH : 內部董事持股率，內部董事持股數/流通在外股數。

⁵ 根據台灣經濟新報社 (TEJ) 資料庫的定義，電子工業公司包含下列 8 種產業公司：半導體業、電腦及週邊設備業、光電業、通訊網路業、電子零組件業、電子通路業、資訊服務業、其他電子業。

- OC* : 控制股東持股率，控制股東持股數/流通在外股數。
- Size* : 董事會規模，董事會中的董事人數。
- Duality* : 董事長兼任總經理，若公司存在董事長兼任總經理，則該變數設為 1，反之，則為 0。
- Outsider* : 外部董事比例，外部董事人數/董事會總人數。
- Block* : 持股超過 5% 的股東人數。
- NonGroup* : 是否存在次大股東，本研究定義次大股東為公司前十大股東中和公司非同一個集團的股東，若公司存在次大股東，則該變數設為 1，否則設為 0。
- Salary* : 總經理薪水比例，總經理薪水/總經理總薪酬。
- NonCEO* : 總經理以外的經理人持股比例，總經理以外的經理人持股數/流通在外股數。
- Leverage* : 公司的槓桿度，總負債/公司市值。
- Preferred* : 特別股的槓桿度，特別股的投入股本/公司市值。
- TSE* : 當樣本公司是上市公司則設為 1，反之，則設為 0。
- Year1* : 2002 年為 0，2003 年為 1，2004 年度為 0。
- Year2* : 2002 年為 0，2003 年為 0，2004 年度為 1。
- Industry* : 若是電子工業公司，則取 1；反之，則取 0。
- t* : 代表第 *t* 年，本文期間為 2002 年至 2004 年。
- α_i : 模型係數，其中 $i=1\sim 18$ 。
- ε_t : 模型殘差項。

伍、實證結果

一、敘述性統計與相關係數

表2列示樣本的敘述性統計值，其中控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*) 的平均值約為4.927，而內部董事持股率 (*IDH*) 平均值約為20.576低於控制股東持股率 (*OC*) 平均值29.158。另一方面，上市櫃別 (*TSE*) 的平均數為0.806，表示上市公司約佔總樣本家數的80%，而產業別 (*Industry*) 的平均數為0.258，顯示電子工業公司約佔總樣本家數的26%。

表3也彙總模型1各變數之Pearson相關係數，從表3可看出控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*) 和內部董事的薪酬 (*Pay*) 兩者具統計上的顯著正相關性。除此之外，資產報酬率 (*ROA*) 和控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*) 兩者不具統計上的顯著性，但資產報酬率 (*ROA*) 和內部董事的薪酬 (*Pay*) 兩者具統計上的顯著正相關性。然而，本研究假說是觀察交乘項變數，且是分別觀察「內部董事為控制股東」及「內部董事非控制股東」兩個群組，因此單看

全樣本的兩個變數間的相關係數顯著性，並無法獲知假說是否成立，故本研究後續先將樣本進行分群，然後再採行迴歸分析來檢測假說是否成立。

表 2 模型 1 各變數之敘述統計值 (N=1,250)

Variable	Mean	Q1	Median	Q3	Std Dev	Minimum	Maximum
<i>ROA</i>	9.059	4.480	8.521	13.328	8.276	-40.461	43.111
<i>DEV</i>	4.927	0.230	1.533	5.578	8.149	0	48.420
<i>Pay</i>	6.819	6.515	6.804	7.039	0.453	3.778	8.769
<i>IDH</i>	20.576	11.953	18.121	27.238	11.869	1.100	78.860
<i>OC</i>	29.158	16.738	27.051	41.720	16.147	1.162	84.472
<i>Size</i>	7.162	5	7	8	3.150	3	27
<i>Duality</i>	0.327	0	0	1	0.469	0	1
<i>Outsider</i>	0.119	0.046	0.105	0.168	0.089	0	0.491
<i>Block</i>	2.090	1	2	3	1.547	0	9
<i>NonGroup</i>	0.374	0	0	1	0.484	0	1
<i>Salary</i>	0.572	0	0.724	0.967	0.408	0	1
<i>Leverage</i>	0.842	0.312	0.569	1.090	1.013	0	14.834
<i>Preferred</i>	0.002	0	0	0	0.089	0	3.048
<i>NonCEO</i>	0.02	0.001	0.005	0.023	0.035	0	0.378
<i>TSE</i>	0.806	1	1	1	0.395	0	1
<i>Industry</i>	0.258	0	0	0	0.438	0	1

變數定義：*ROA*：資產報酬率（以百分比表示），稅前息前折舊前淨利/總資產。*DEV*：控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度（以百分比表示），控制股東的股份控制權-控制股東的現金流量權。*Pay*：內部董事的總薪酬取自然對數，總薪酬為(1)酬勞、(2)薪資/獎金、(3)董監車馬費及(4)其他酬勞的合計數。*IDH*：內部董事持股率（以百分比表示），內部董事持股數/流通在外股數。*OC*：控制股東持股率（以百分比表示），控制股東持股數/流通在外股數。*Size*：董事會規模，董事會中的董事人數。*Duality*：董事長兼任總經理，若公司存在董事長兼任總經理，則該變數設為1，反之，則為0。*Outsider*：外部董事比例，外部董事人數/董事會總人數。*Block*：持股超過5%的股東人數。*NonGroup*：是否存在次大股東，本研究定義次大股東為公司前十大股東中和公司非同一個集團的股東，若公司存在次大股東，則該變數設為1，否則設為0。*Salary*：總經理薪水比例，總經理薪水/總經理總薪酬。*NonCEO*：總經理以外的經理人持股比例，總經理以外的經理人持股數/流通在外股數。*Leverage*：公司的槓桿度，總負債/公司市值。*Preferred*：特別股的槓桿度，特別股的投入股本/公司市值。*TSE*：當樣本公司是上市公司則設為1，反之，則設為0。*Industry*：若是電子工業公司，則取1；反之，則取0。

表 3 模型 1 各變數之 Pearson 相關係數 (N=1,250)

	<i>ROA</i>	<i>DEV</i>	<i>IDH</i>	<i>Pay</i>	<i>OC</i>	<i>Size</i>	<i>Duality</i>	<i>Outsider</i>	<i>Block</i>	<i>NonGroup</i>	<i>Salary</i>	<i>Leverage</i>	<i>Preferred</i>	<i>NonCeo</i>	<i>TSE</i>	<i>Industry</i>
<i>ROA</i>	1															
<i>DEV</i>	.0321	1														
<i>IDH</i>	.130**	.355**	1													
<i>Pay</i>	.224**	.068*	-.056	1												
<i>OC</i>	.092**	.234**	.595**	-.151**	1											
<i>Size</i>	.030	.108**	.102**	.102**	-.075**	1										
<i>Duality</i>	.044	-.147**	-.075*	.055	-.028	-.225**	1									
<i>Outsider</i>	.102**	-.040	.134**	.048	-.269**	.120**	.038	1								
<i>Block</i>	.094**	-.018	.327**	-.147**	.627**	-.122**	.019	.101**	1							
<i>NonGroup</i>	.112**	.020	.002	.219**	-.204**	.157**	.006	.314**	-.130**	1						
<i>Salary</i>	-.084**	.069*	.084**	-.0453	.059*	.125**	-.165**	-.000	-.000	-.019	1					
<i>Leverage</i>	-.281**	-.011	-.045	-.211**	.001	-.009	-.022	-.009	-.005	-.143**	.058*	1				
<i>Preferred</i>	.003	.112**	.044	-.015	.017	-.017	-.021	.077**	-.001	-.017	.027	.334**	1			
<i>NonCeo</i>	.082**	-.071*	.089**	.172**	.121**	-.108**	.204**	-.062*	.142**	-.080**	-.035	-.088**	-.019	1		
<i>TSE</i>	.158**	0.038	-.086**	.181**	.004	.106**	-.061*	-.117**	-.029	.094**	-.001	-.124**	-.057*	-.024	1	
<i>Industry</i>	.076**	0.013	-.115**	.316**	-.200**	-.097**	.120**	-.0411	-.147**	.120**	-.072*	-.128**	-.0142	.063*	.289**	1

1. 變數定義請見表 2。

2. * 在顯著水準為 0.05 時，相關顯著；** 在顯著水準為 0.01 時，相關顯著。

二、迴歸分析

茲將模型1的實證結果彙總於表4。由表4可以發現，「內部董事為控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數並沒有顯著為正 (t 值=0.85)，顯示當內部董事即控制股東時，此時內部董事握有私有資訊並且具有潛在掠奪者角色，而要讓內部董事（即控制股東）願意分享私有資訊的必要條件為薪酬誘因高於其掠奪利益（Antle and Eppen, 1985），然而在內部董事即為控制股東的情況下，董事會傾向不簽訂此薪酬合約，因為當內部董事即控制股東時，使其於董事會分享私有資訊的薪酬合約之成本可能超過效益，故董事會在設計內部董事薪酬合約時，較不會考慮到要利用此一薪酬合約，來減緩控制股東的潛在掠奪行為問題。因此，當控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度越大時，內部董事薪酬提升私有資訊分享功能的激勵效果也不會跟著提升。除此之外，也可以發現，當內部董事也是控制股東時，控制股東持股率（ OC ）的估計係數顯著為正 (t 值=2.84)，顯示如果控制股東的持股率是高的，則控制股東的財富會和公司的股東權益較攸關（Grossman and Hart, 1988; Shleifer and Vishny, 1997），此時控制股東會較關心公司的績效表現，和過去文獻一致。

另一方面，「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正 (t 值=2.64)，故顯示：當內部董事非控制股東時，內部董事的薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。顯示當內部董事非控制股東時，內部董事願意分享私有資訊之最適薪酬誘因有可能低於控制股東的掠奪利益，此時董事會可選擇與控制股東勾結利益較小之內部董事簽訂此薪酬合約。換言之，當控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度越大時，為了提高內部董事分享私有資訊的誘因，董事會可在內部董事薪酬合約設計中提高薪酬之私有資訊分享激勵效果，促使其為了公司未來績效而發揮私有資訊分享功能（Drymiotis, 2007）。亦即為了減緩控制股東的潛在掠奪行為，可於內部董事薪酬合約中提高私有資訊分享功能與公司未來績效的正向相關性，使其私人利益與公司利益更具有一致性，促使內部董事分享私有資訊於提升公司未來績效，因此內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果會跟著提升。再者，如同Grossman and Hart (1988)及Shleifer and Vishny (1997)文獻的發現，如果持股人的持股率較高，則會較關心公司的績效表現，因此內部董事持股率（ IDH ）的估計係數顯著為正 (t 值=2.57)，和前述兩篇文獻觀點一致。

綜合「內部董事為控制股東」組別及「內部董事非控制股東」組別的實證結果可知，「內部董事為控制股東」這組樣本公司的 $DEV \times Pay$ 的估計係數沒有顯著為正，並且「內部董事非控制股東」這組樣本公司的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正，因此本研究假說成立，並支持下列觀點：若內部董事非為控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。

表 4 模型 1 主要迴歸結果

Variable	內部董事為控制股東 (N=371)			內部董事非控制股東 (N=879)		
	(1)	(2)	(3) Full Model	(1)	(2)	(3) Full Model
<i>Intercept</i>	-0.051 (-0.59)	0.069 (2.85) ^{***}	-0.038 (-0.44)	-0.087 (-1.68) [*]	0.038 (2.93) ^{***}	-0.089 (-1.73) [*]
<i>DEV</i>	-0.012 (-0.79)	0.001 (1.11)	-0.013 (-0.81)	-0.013 (-2.66) ^{***}	-0.001 (-1.52)	-0.014 (-2.76) ^{***}
<i>Pay</i>	0.018 (1.49)		0.017 (1.36)	0.020 (2.57) ^{***}		0.020 (2.61) ^{***}
<i>DEV×Pay</i>	0.002 (0.82)		0.002 (0.85)	0.002 (2.59) ^{***}		0.002 (2.64) ^{***}
<i>IDH</i>		-0.001 (-1.56)	-0.001 (-1.41)		0.001 (2.38) ^{***}	0.001 (2.57) ^{***}
<i>OC</i>	0.123 (2.47) ^{***}	0.173 (2.91) ^{***}	0.169 (2.84) ^{***}	0.082 (3.49) ^{***}	0.033 (1.09)	0.036 (1.24)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.46)	0.000 (-0.31)	-0.001 (-0.37)	0.000 (0.38)	0.001 (0.66)	0.000 (0.06)
<i>Duality</i>	0.000 (0.03)	-0.001 (-0.08)	-0.001 (-0.14)	0.001 (0.13)	0.002 (0.27)	0.001 (0.22)
<i>Outsider</i>	0.147 (2.12) ^{***}	0.189 (2.58) ^{***}	0.181 (2.47) ^{***}	0.117 (3.53) ^{***}	0.078 (2.12) ^{***}	0.078 (2.16) ^{***}
<i>Block</i>	0.001 (0.24)	0.000 (0.10)	0.001 (0.23)	0.000 (-0.20)	0.001 (0.22)	0.001 (0.42)
<i>NonGroup</i>	-0.007 (-0.66)	-0.003 (-0.30)	-0.007 (-0.71)	0.008 (1.28)	0.011 (1.8) [*]	0.007 (1.20)
<i>Salary</i>	-0.008 (-0.73)	-0.008 (-0.71)	-0.008 (-0.66)	-0.013 (-2.05) ^{**}	-0.014 (-2.22) ^{**}	-0.013 (-2.1) ^{**}
<i>NonCEO</i>	-0.141 (-1.45)	-0.097 (-1.01)	-0.126 (-1.30)	0.398 (2.52) ^{***}	0.480 (3.04) ^{***}	0.394 (2.5) ^{***}
<i>Leverage</i>	-0.039 (-6.57) ^{***}	-0.041 (-7.08) ^{***}	-0.039 (-6.61) ^{***}	-0.017 (-6.57) ^{***}	-0.019 (-7.00) ^{***}	-0.017 (-6.39) ^{***}
<i>Preferred</i>	8.883 (1.92) [*]	10.177 (2.19) ^{**}	9.500 (2.04) ^{**}	0.079 (2.91) ^{***}	0.081 (2.94) ^{***}	0.080 (2.94) ^{***}
<i>TSE</i>	0.013 (1.04)	0.012 (0.98)	0.011 (0.85)	0.028 (3.98) ^{***}	0.034 (4.79) ^{***}	0.030 (4.30) ^{***}
<i>Industry</i>	0.019 (1.63)	0.028 (2.54) ^{***}	0.021 (1.80)	-0.010 (-1.39)	-0.005 (-0.70)	-0.011 (-1.57)
Adj R ²	0.242	0.279	0.244	0.120	0.138	0.144
F statistic	6.65	6.91	6.41	8.48	9.26	9.17
(p-value)	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}

1. 變數定義見表 2。

2. 括弧內的數值為 t value，***、**、* 分別表示達 1%、5% 及 10% 的顯著水準。

三、敏感性分析

為了讓本文實證分析更趨完備，本研究進行下列三項敏感性分析：1. 將公司未

來績效指標由下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1}) 改為當期的資產報酬率 (ROA_t)；2.將公司的績效指標由會計績效指標：下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1}) 改為市場績效指標：下一期的股票報酬率 ($Return_{t+1}$)；3.在實證模式中將「控制股東現金流量權 (CF)」新增為控制變數，以避免單單只放偏離變數 (DEV) 時，所捕捉到的交乘項效果其實是虛假相關，亦即可能控制股東現金流量權 (CF) 和偏離變數 (DEV) 相關，但控制股東現金流量權 (CF) 在本研究中為遺漏變數。茲將實證結果列示於表5及表6。

由表5可以發現，不論係將未來績效指標由下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1}) 改為當期的資產報酬率 (ROA_t)，抑或是將公司未來績效指標由會計績效指標：下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1}) 改為市場指標：下一期的股票報酬率 ($Return_{t+1}$)，其實證結果都和正文相同，都是支持本研究假說。其中當將公司未來績效指標定義為：當期的資產報酬率 (ROA_t) 時，對於「內部董事為控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數不具顯著性 (t 值=1.26)；然而，對於「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數具正向顯著性 (t 值=1.68)，因此支持本研究假說。另一方面，若將「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 估計係數的 t 值 (1.68) 和正文將公司的績效指標定義為下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1}) 的 t 值 (2.64) 相比， t 值雖然仍具邊際顯著力，但顯著性大幅下降，顯示本文的發現和過去文獻，如：蔡柳卿 (2003)、Dechow and Sloan (1991)、Kaplan and Norton (1992)、Bushman et al. (1996)、Hayes and Schaefer (2000) 觀點一致，財務績效指標對未來財務績效的影響會有時間落後的現象。除此之外，若將公司未來績效指標定義為：下一期的股票報酬率 ($Return_{t+1}$) 時，對於「內部董事為控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數不具顯著性 (t 值=0.31)；然而，對於「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數具正向顯著性 (t 值=1.66)，因此仍舊支持本研究假說。彙總而言，不論係將公司未來績效指標定義為會計績效指標抑或是市場績效指標，都是支持當內部董事即 (非) 控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度沒有 (有) 呈現顯著正相關。此外，若將「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 估計係數的 t 值 (1.66) 和正文將公司的績效指標定義為下一期的資產報酬率 (ROA_{t+1}) 的 t 值 (2.64) 相比， t 值雖然仍具邊際顯著力，但顯著性大幅下降，顯示本文的發現和過去文獻，如：Fatemi, Desai, and Katz (2003)、Bussin (2015) 觀點相似，亦即公司給予高階經營團隊的薪酬可能無法完全連結到公司的績效表現，尤其當研究中使用更多高階經營團隊無法控制的績效指標時，例如：股票報酬率，此時無法連結的情況會更顯著。故若將公司的未來績效指標定義為下一期的股票報酬率 ($Return_{t+1}$) 時， $DEV \times Pay$ 估計係數的 t 值會大幅下降。

最後，由表6可觀察到，實證模型中新增控制股東現金流量權 (CF) 後的實證結果和表4的原始模型1實證結果差異不大，仍舊支持本研究假說：當內部董事非為控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。其中「內部董事為控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估

計係數不具顯著性 (t值=0.64)；然而，「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數具正向顯著性 (t值=2.75)。

表 5 敏感性分析實證結果-將公司未來績效指標改為 ROA_t 及 $Return_{t+1}$

Panel A 內部董事為控制股東 (N=371)						
Variable	Performance= ROA_t			Performance= $Return_{t+1}$		
	(1)	(2)	(3) Full Model	(1)	(2)	(3) Full Model
<i>Intercept</i>	-21.398 (-2.73) ^{***}	10.010 (4.45) ^{***}	-21.428 (-2.70) ^{***}	0.048 (0.11)	0.342 (2.74) ^{***}	0.083 (0.18)
<i>DEV</i>	-1.635 (-1.22)	0.103 (1.39)	-1.632 (-1.22)	-0.023 (-0.30)	-0.002 (-0.47)	-0.027 (-0.34)
<i>Pay</i>	4.687 (4.24) ^{***}		4.690 (4.22) ^{***}	0.043 (0.67)		0.039 (0.61)
<i>DEV</i> × <i>Pay</i>	0.238 (1.27)		0.237 (1.26)	0.003 (0.26)		0.003 (0.31)
<i>IDH</i>		-0.013 (-0.24)	0.002 (0.03)		-0.002 (-0.63)	-0.002 (-0.60)
<i>OC</i>	6.361 (1.5)	4.882 (0.95)	6.284 (1.26)	0.056 (0.23)	0.130 (0.46)	0.146 (0.51)
<i>Size</i>	0.021 (0.16)	0.056 (0.41)	0.021 (0.15)	0.000 (0.00)	0.001 (0.07)	0.000 (0.02)
<i>Duality</i>	-0.287 (-0.34)	-0.126 (-0.14)	-0.283 (-0.33)	0.024 (0.50)	0.021 (0.43)	0.019 (0.39)
<i>Outsider</i>	4.619 (0.75)	4.637 (0.69)	4.556 (0.70)	-0.185 (-0.52)	-0.116 (-0.31)	-0.112 (-0.30)
<i>Block</i>	0.151 (0.41)	0.180 (0.47)	0.151 (0.41)	0.004 (0.18)	0.004 (0.18)	0.003 (0.15)
<i>NonGroup</i>	-0.245 (-0.27)	0.694 (0.74)	-0.245 (-0.26)	0.061 (1.14)	0.069 (1.32)	0.060 (1.13)
<i>Salary</i>	-1.872 (-1.83) [*]	-1.998 (-1.89) [*]	-1.872 (-1.83) [*]	0.008 (0.14)	0.008 (0.14)	0.009 (0.15)
<i>NonCEO</i>	2.227 (0.30)	8.327 (1.09)	2.180 (0.29)	-0.357 (-0.85)	-0.245 (-0.58)	-0.302 (-0.70)
<i>Leverage</i>	-3.887 (-7.50) ^{***}	-4.483 (-8.55) ^{***}	-3.886 (-7.48) ^{***}	-0.038 (-1.28)	-0.045 (-1.54)	-0.039 (-1.31)
<i>Preferred</i>	160.898 (0.74)	163.863 (0.73)	160.260 (0.74)	-4.388 (-0.35)	-3.597 (-0.29)	-3.643 (-0.29)
<i>TSE</i>	-0.294 (-0.27)	0.170 (0.15)	-0.289 (-0.26)	-0.091 (-1.44)	-0.092 (-1.44)	-0.097 (-1.50)
<i>Industry</i>	-0.388 (-0.38)	1.094 (1.07)	-0.392 (-0.38)	0.053 (0.90)	0.071 (1.25)	0.057 (0.96)
Adj R ²	0.249	0.269	0.266	0.063	0.065	0.062
F statistic (p-value)	7.33 (0.00) ^{***}	8.99 (0.00) ^{***}	8.47 (0.00) ^{***}	2.47 (0.00) ^{***}	2.61 (0.00) ^{***}	2.35 (0.00) ^{***}

表 5 敏感性分析實證結果-將公司未來績效指標改為 ROA_t 及 $Return_{t+1}$ (續)

Variable	Performance= ROA_t			Performance= $Return_{t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
			Full Model			Full Model
<i>Intercept</i>	-15.146 (-3.57) ^{***}	4.396 (4.14) ^{***}	-14.801 (-3.5) ^{***}	0.665 (2.13) ^{**}	0.340 (4.42) ^{***}	0.669 (2.15) ^{**}
<i>DEV</i>	-0.611 (-1.57)	-0.035 (-1.28)	-0.700 (-1.80) [*]	-0.047 (-1.66) [*]	-0.001 (-0.44)	-0.049 (-1.69) [*]
<i>Pay</i>	3.088 (4.84)		3.040 (4.77)	-0.049 (-1.05)		-0.050 (-1.06)
<i>DEV</i> × <i>Pay</i>	0.086 (1.50)		0.096 (1.68) [*]	0.007 (1.64)		0.007 (1.66) [*]
<i>IDH</i>		0.057 (2.39) ^{**}	0.061 (2.59) ^{***}		0.001 (0.29)	0.001 (0.41)
<i>OC</i>	7.947 (4.30) ^{***}	4.229 (1.79) [*]	4.300 (1.86) [*]	0.071 (0.52)	0.041 (0.24)	0.028 (0.16)
<i>Size</i>	-0.026 (-0.37)	0.019 (0.26)	-0.045 (-0.63)	-0.003 (-0.65)	-0.004 (-0.70)	-0.004 (-0.68)
<i>Duality</i>	-0.767 (-1.56)	-0.778 (-1.56)	-0.752 (-1.54)	0.046 (1.28)	0.048 (1.32)	0.046 (1.28)
<i>Outsider</i>	12.939 (4.94) ^{***}	9.923 (3.36) ^{***}	9.671 (3.34) ^{***}	0.069 (0.36)	0.032 (0.15)	0.031 (0.14)
<i>Block</i>	-0.254 (-1.34)	-0.215 (-1.10)	-0.140 (-0.72)	0.016 (1.12)	0.017 (1.21)	0.017 (1.19)
<i>NonGroup</i>	0.020 (0.04)	0.391 (0.80)	-0.029 (-0.06)	0.049 (1.37)	0.049 (1.38)	0.048 (1.35)
<i>Salary</i>	-1.246 (-2.42) ^{**}	-1.364 (-2.60) ^{***}	-1.270 (-2.47) ^{***}	-0.065 (-1.71) [*]	-0.066 (-1.73) [*]	-0.065 (-1.72) [*]
<i>NonCEO</i>	33.390 (2.60) ^{***}	45.542 (3.54) ^{***}	33.672 (2.63) ^{***}	-0.684 (-0.73)	-0.813 (-0.87)	-0.681 (-0.72)
<i>Leverage</i>	-1.705 (-10.63) ^{***}	-1.796 (-11.08) ^{***}	-1.690 (-10.56) ^{***}	0.031 (2.57) ^{***}	0.032 (2.70) ^{***}	0.031 (2.58) ^{***}
<i>Preferred</i>	-2.650 (-1.12)	-2.445 (-1.02)	-2.457 (-1.04)	-0.261 (-1.50)	-0.278 (-1.60)	-0.259 (-1.49)
<i>TSE</i>	2.268 (3.97) ^{***}	2.864 (4.94) ^{***}	2.417 (4.22) ^{***}	0.005 (0.12)	0.003 (0.06)	0.007 (0.16)
<i>Industry</i>	-1.140 (-1.96) ^{**}	-0.413 (-0.71)	-1.204 (-2.07) ^{**}	-0.002 (-0.06)	-0.008 (-0.18)	-0.003 (-0.08)
Adj R ²	0.190	0.217	0.235	0.079	0.080	0.079
F statistic	16.59	18.38	17.82	6.38	6.60	6.03
(p-value)	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}

1.變數定義見表2。

2.括弧內的數值為t value，***、**、*分別表示達1%、5%及10%的顯著水準。

表 6 敏感性分析實證結果-新增控制股東現金流量權 (CF) 變數

Variable	內部董事為控制股東 (N=371)			內部董事非控制股東 (N=879)		
	(1)	(2)	(3) Full Model	(1)	(2)	(3) Full Model
<i>Intercept</i>	-0.065 (-0.74)	0.072 (2.95) ^{***}	-0.053 (-0.60)	-0.07 (-1.35)	0.041 (3.09) ^{***}	-0.073 (-1.41)
<i>DEV</i>	-0.008 (-0.48)	0.002 (1.47)	-0.008 (-0.52)	-0.008 (-1.14)	0.005 (1.28)	-0.008 (-1.22)
<i>Pay</i>	0.020 (1.66) [*]		0.019 (1.54)	0.018 (2.27) ^{**}		0.018 (2.32) ^{**}
<i>DEV × Pay</i>	0.001 (0.61)		0.001 (0.64)	0.002 (2.70) ^{***}		0.002 (2.75) ^{***}
<i>IDH</i>		-0.001 (-1.27)	-0.001 (-1.11)		0.001 (2.28) ^{**}	0.001 (2.47) ^{**}
<i>CF</i>	0.002 (1.54)	0.002 (1.18)	0.002 (1.22)	0.006 (1.49)	0.006 (1.4)	0.006 (1.48)
<i>OC</i>	-0.031 (-0.26)	0.044 (0.33)	0.039 (0.28)	-0.546 (-1.29)	-0.561 (-1.31)	-0.583 (-1.38)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.68)	-0.001 (-0.56)	-0.001 (-0.6)	0.000 (0.54)	0.001 (0.81)	0.000 (0.23)
<i>Duality</i>	-0.003 (-0.29)	-0.004 (-0.38)	-0.004 (-0.41)	0.003 (0.54)	0.004 (0.7)	0.004 (0.62)
<i>Outsider</i>	0.161 (2.29) ^{**}	0.196 (2.63) ^{***}	0.188 (2.52) ^{**}	0.114 (3.44) ^{***}	0.076 (2.08) ^{**}	0.076 (2.11) ^{**}
<i>Block</i>	-0.002 (-0.33)	-0.002 (-0.36)	-0.001 (-0.28)	-0.001 (-0.21)	0.000 (0.18)	0.001 (0.38)
<i>NonGroup</i>	-0.008 (-0.78)	-0.004 (-0.41)	-0.008 (-0.83)	0.008 (1.31)	0.010 (1.76) [*]	0.007 (1.24)
<i>Salary</i>	-0.007 (-0.61)	-0.007 (-0.6)	-0.006 (-0.56)	-0.01 (-1.61)	-0.011 (-1.78) [*]	-0.011 (-1.67) [*]
<i>NonCEO</i>	-0.179 (-1.82) [*]	-0.131 (-1.33)	-0.164 (-1.65)	0.281 (1.68) [*]	0.363 (2.19) ^{**}	0.28 (1.69) [*]
<i>Leverage</i>	-0.039 (-6.64) ^{***}	-0.042 (-7.16) ^{***}	-0.039 (-6.68) ^{***}	-0.022 (-7.36)	-0.024 (-7.79)	-0.022 (-7.12)
<i>Preferred</i>	9.371 (2.03) ^{**}	10.610 (2.29) ^{**}	9.840 (2.12) ^{**}	0.098 (3.54) ^{***}	0.100 (3.58) ^{***}	0.098 (3.54) ^{***}
<i>TSE</i>	0.009 (0.74)	0.009 (0.71)	0.007 (0.57)	0.027 (3.84) ^{***}	0.033 (4.63)	0.03 (4.15)
<i>Industry</i>	0.02 (1.75) [*]	0.029 (2.59) ^{**}	0.022 (1.87) [*]	-0.009 (-1.37)	-0.005 (-0.75)	-0.011 (-1.54)
Adj R ²	0.245	0.240	0.246	0.148	0.131	0.153
F statistic	6.29	6.44	6.03	9.34	8.67	9.22
(p-value)	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}

1. 變數定義見表 2。

2. 括弧內的數值為 t value，***、**、* 分別表示達 1%、5% 及 10% 的顯著水準。

四、額外測試

本研究共進行兩項額外測試。第一、正文實證結果支持本研究假說，亦即發現當內部董事即控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度沒有呈現顯著正相關。然而，當內部董事非控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果會與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。顯示董事會在與內部董事簽訂驅使其分享控制股東經營上的私有資訊薪酬合約之前，還必須評估此薪酬合約是否符合成本效益原則。亦即此薪酬合約所減少控制股東對公司的價值掠奪必須大於支付內部董事之薪酬誘因時，董事會才會與內部董事簽定此薪酬合約。然而，雖然「內部董事非控制股東」時，透過內部董事薪酬合約的設計可以讓內部董事發揮私有資訊分享功能，而為公司帶來未來效益，但內部董事仍有可能與控制股東勾結，而降低此薪酬合約的可行性 (Brick et al., 2006)。因此本研究在第一項額外測試中，進一步將「內部董事非控制股東」組別再細分為「內部董事非控制股東，且控制股東擔任經理人」及「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」兩組。前組相較於後組更有機會讓內部董事與控制股東因為經營業務關係，而產生勾結行為，因而降低內部董事薪酬合約可以發揮的私有資訊分享功能的效益。若「內部董事非控制股東，且控制股東擔任經理人」這組的 $DEV \times Pay$ 的估計係數沒有顯著為正，而「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」這組的 $DEV \times Pay$ 的估計係數有顯著為正，則實證結果支持當內部董事與控制股東勾結的可能性越高時，越會降低薪酬合約讓內部董事分享控制股東經營上私有資訊的可行性 (Brick et al., 2006)。

第二、內部董事共可以取得兩份薪酬，一份是擔任經理人而取得的經理人身份薪酬，而另一份則是擔任董事，而取得的董事身份薪酬。內部董事之董事身份與經理人身份的職責並不相同且兩種身份的薪酬總額也具差異性，例如：Spat (2005)指出董事成員的薪酬約只有總經理的二十分之一。除此之外，董事身份薪酬以投入面來衡量監督績效較合理 (Hempel and Fay, 1994; Vafeas, 1999; Cordeiro et al., 2000)；反之，經理人身份薪酬則和公司未來績效具相關性，亦即以產出面來衡量經營績效較合理。再者，因為控制股東可以透過掌控公司主要營運決策或董事席次來獲取私利 (Yeh et al., 2003)，因此董事會欲藉由內部董事之董事身份薪酬合約，提供其在董事會中分享私有資訊的誘因，比起透過其經理人身份薪酬提供經營努力的誘因對於績效提升更有顯著效果 (Drymiotis, 2007)。考量前述理由，本研究除了在正文中探討內部董事的總薪酬外，亦在第二項額外測試中將內部董事的總薪酬分為董事身份薪酬及經理人身份薪酬後，再進行本研究假說的測試。而每家上市櫃公司都會在年報上揭露內部董事的(1)酬勞、(2)薪資/獎金、(3)董監車馬費及(4)其他酬勞等四種薪酬。本研究將董事身份薪酬定義為(1)酬勞與(3)董監車馬費的合計數；而將經理人身份薪酬定義為(2)薪資/獎金與(4)其他酬勞的合計數。又因為經理人身份薪酬及董事身份薪酬可能是非線性型態 (Bushman et al., 1996)，故取自然對數進行分析 (戴怡蕙, 2017; Murphy, 1985; Sloan, 1993; Anderson et al., 1999)。

茲將兩項額外測試的實證結果分別列示於表7及表8。透過觀察表7的數字可以發現，「內部董事非控制股東，且控制股東擔任經理人」這組的 $DEV \times Pay$ 的估計係數沒有顯著為正 (t 值=1.35)；然而，「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」這組的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正 (t 值=2.23)。因為「內部董事非控制股東，且控制股東擔任經理人」組別相較於「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」組別更有可能使內部董事與控制股東透過彼此的經營業務關聯性而產生勾結行為，因而降低以內部董事薪酬合約發揮私有資訊分享功能的效益，所以當本研究僅在「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」組別，發現內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果會隨著控制股東的股份控制權偏離現金流量權而顯著增加，亦即支持本研究的推論：「內部董事非控制股東」時，雖然透過內部董事薪酬合約設計可以讓內部董事發揮私有資訊分享功能而可能為公司帶來未來效益，但內部董事仍有可能與控制股東勾結，而降低此薪酬合約驅使內部董事分享控制股東經營上私有資訊的可行性 (Brick et al., 2006)。

除此之外，透過表8也可以觀察到，若將內部董事的總薪酬定義為：董事身份薪酬，則「內部董事為控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數並沒有顯著為正 (t 值=1.09)。另一方面，「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正 (t 值=2.72)，故當內部董事的薪酬定義為董事身份薪酬時，綜合「內部董事為控制股東」組別及「內部董事非控制股東」組別的實證結果可知本研究假說成立。亦即本研究實證結果支持：內部董事是否為控制股東，會影響內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股權偏離程度之關聯性。然而，若將內部董事的總薪酬定義為：經理人身份薪酬，則不論是「內部董事為控制股東」組別抑或是「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數都不具顯著性， t 值依序為-0.73及-0.49。顯示不論內部董事是控制股東、抑或是內部董事不是控制股東，董事會在設計內部董事薪酬合約時，較不會考慮到要設計一個經理人身份薪酬合約讓內部董事認真執行其經理人經營職務，此點發現和戴怡蕙 (2017) 提出的論點相似，亦即當控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，以績效為基準的考核制度的誘因效果會下降，換言之經理人的獎酬及替換都與績效間呈現顯著負相關，顯示控制股東與經理人間會互相勾結，並進而削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果。因此，當公司存在控制股東時，不論此位控制股東是否兼任公司的內部董事、抑或是擁有經營上的私有資訊，此位控制股東會有和經理人勾結動機，導致經理人薪酬和公司未來績效呈現負相關，亦即不論內部董事是控制股東、抑或是內部董事不是控制股東，董事會在設計內部董事薪酬合約時，較不會考慮到要設計一個經理人身份薪酬合約讓內部董事認真執行其經理人的經營職務。因此，本研究推論正文內部董事薪酬合約對於減緩控制股東股權偏離程度帶來的代理問題，主要來自於內部董事的董事身份薪酬合約。簡言之，透過第二項額外測試可以發現：當公司面臨控制股東可以掌控公司主要營運決策或董事席次以獲取私利的可能性時 (Yeh et al., 2003)，透過內部董事之董事身份薪酬合約，提供內部董事在董事會中分享私有資訊的誘因，比起

透過內部董事的經理人身份薪酬提供經營努力的誘因對於公司未來績效提升會有更顯著效果 (Drymiotis, 2007)。

表 7 第一項額外測試實證結果

Variable	內部董事非控制股東，且控制股東 擔任經理人 (N=348)			內部董事非控制股東，且控制股東 未擔任經理人 (N=531)		
	(1)	(2)	(3) Full Model	(1)	(2)	(3) Full Model
<i>Intercept</i>	-0.079 (-1.04)	0.052 (2.45)**	-0.083 (-1.09)	-0.069 (-0.96)	0.038 (2.24)**	-0.071 (-0.99)
<i>DEV</i>	-0.016 (-1.04)	0.001 (0.59)	-0.021 (-1.31)	-0.013 (-2.3)**	-0.001 (-1.43)	-0.014 (-2.33)**
<i>Pay</i>	0.021 (1.89)*		0.021 (1.89)*	0.017 (1.61)		0.018 (1.64)
<i>DEV× Pay</i>	0.002 (1.07)		0.003 (1.35)	0.002 (2.23)**		0.002 (2.23)**
<i>IDH</i>		0.001 (1.24)	0.001 (1.63)		0.001 (1.89)*	0.001 (1.95)*
<i>OC</i>	0.024 (0.56)	-0.013 (-0.25)	-0.018 (-0.36)	0.100 (3.45)***	0.047 (1.22)	0.053 (1.41)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.75)	-0.001 (-0.42)	-0.001 (-0.87)	0.001 (0.71)	0.001 (0.85)	0.000 (0.43)
<i>Duality</i>	0.002 (0.25)	0.001 (0.15)	0.001 (0.09)	-0.004 (-0.43)	-0.002 (-0.22)	-0.003 (-0.32)
<i>Outsider</i>	0.102 (1.89)*	0.086 (1.54)	0.077 (1.37)	0.111 (2.58)***	0.063 (1.28)	0.068 (1.40)
<i>Block</i>	0.004 (1.04)	0.004 (1.05)	0.005 (1.17)	-0.002 (-0.57)	0.000 (-0.09)	0.000 (0.04)
<i>NonGroup</i>	0.000 (-0.03)	0.000 (0.05)	0.000 (0.04)	0.010 (1.28)	0.014 (1.78)*	0.010 (1.18)
<i>Salary</i>	0.011 (1.17)	0.010 (1.05)	0.010 (1.12)	-0.029 (-3.3)***	-0.030 (-3.37)***	-0.029 (-3.34)***
<i>NonCEO</i>	0.190 (0.94)	0.229 (1.13)	0.150 (0.73)	0.502 (1.84)*	0.594 (2.17)**	0.517 (1.9)*
<i>Leverage</i>	-0.021 (-4.23)***	-0.023 (-4.53)***	-0.020 (-3.88)***	-0.016 (-4.87)***	-0.017 (-5.19)***	-0.016 (-4.81)***
<i>Preferred</i>	-0.111 (-0.36)	-0.143 (-0.46)	-0.150 (-0.49)	0.078 (2.63)***	0.081 (2.7)***	0.080 (2.72)***
<i>TSE</i>	0.017 (1.76)*	0.021 (2.12)**	0.019 (1.93)*	0.035 (3.5)***	0.042 (4.14)***	0.038 (3.75)***
<i>Industry</i>	0.000 (-0.03)	0.004 (0.41)	-0.002 (-0.18)	-0.016 (-1.76)*	-0.011 (-1.20)	-0.017 (-1.84)*
Adj R ²	0.103	0.091	0.108	0.157	0.139	0.161
F statistic	3.34	3.18	3.32	6.81	6.34	6.68
(p-value)	(0.00)***	(0.00)***	(0.00)***	(0.00)***	(0.00)***	(0.00)***

1.變數定義見表 2。

2.括弧內的數值為 t value，***、**、*分別表示達 1%、5%及 10%的顯著水準。

表 8 第二項額外測試實證結果 (續)

Panel B 經理人身份薪酬						
Variable	內部董事為控制股東 (N=371)			內部董事非控制股東 (N=879)		
	(1)	(2)	(3) Full Model	(1)	(2)	(3) Full Model
<i>Intercept</i>	0.068 (2.75) ^{***}	0.069 (2.85) ^{***}	0.071 (2.87) ^{***}	0.041 (3.08) ^{***}	0.038 (2.93) ^{***}	0.041 (3.03) ^{***}
<i>DEV</i>	0.001 (1.01)	0.001 (1.11)	0.001 (1.31)	0.000 (-0.58)	-0.001 (-1.52)	0.000 (-1.15)
<i>Pay</i>	0.000 (1.75) [*]		0.000 (1.87) [*]	0.000 (2.36) ^{**}		0.000 (2.49) ^{***}
<i>DEV×Pay</i>	0.000 (-0.49)		0.000 (-0.73)	0.000 (-0.49)		0.000 (-0.49)
<i>IDH</i>		-0.001 (-1.56)	-0.001 (-1.58)		0.001 (2.38) ^{**}	0.001 (2.58) ^{***}
<i>OC</i>	0.135 (2.62) ^{***}	0.173 (2.91) ^{***}	0.186 (3.07) ^{***}	0.080 (3.26) ^{***}	0.033 (1.09)	0.033 (1.07)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.49)	0.000 (-0.31)	-0.001 (-0.34)	0.000 (0.14)	0.001 (0.66)	0.000 (-0.21)
<i>Duality</i>	0.002 (0.2)	-0.001 (-0.08)	0.000 (0.04)	0.000 (0.08)	0.002 (0.27)	0.001 (0.17)
<i>Outsider</i>	0.137 (1.92) [*]	0.189 (2.58) ^{***}	0.173 (2.31) ^{**}	0.119 (3.47) ^{***}	0.078 (2.12) ^{**}	0.079 (2.10) ^{**}
<i>Block</i>	0.000 (-0.08)	0.000 (0.10)	0.000 (-0.06)	-0.001 (-0.48)	0.001 (0.22)	0.000 (0.11)
<i>NonGroup</i>	-0.003 (-0.29)	-0.003 (-0.30)	-0.004 (-0.36)	0.009 (1.44)	0.011 (1.80) [*]	0.008 (1.34)
<i>Salary</i>	-0.012 (-0.98)	-0.008 (-0.71)	-0.010 (-0.88)	-0.017 (-2.47) ^{***}	-0.014 (-2.22) ^{**}	-0.017 (-2.56) ^{***}
<i>NonCEO</i>	-0.112 (-1.14)	-0.097 (-1.01)	-0.094 (-0.96)	0.411 (2.57) ^{***}	0.480 (3.04) ^{***}	0.405 (2.54) ^{***}
<i>Leverage</i>	-0.040 (-6.76) ^{***}	-0.041 (-7.08) ^{***}	-0.040 (-6.81) ^{***}	-0.019 (-6.6) ^{***}	-0.019 (-7.00) ^{***}	-0.018 (-6.37) ^{***}
<i>Preferred</i>	7.978 (1.69) [*]	10.177 (2.19) ^{**}	8.503 (1.80) ^{**}	0.078 (2.79) ^{***}	0.081 (2.94) ^{***}	0.078 (2.80) ^{***}
<i>TSE</i>	0.013 (1.03)	0.012 (0.98)	0.010 (0.80)	0.033 (4.45) ^{***}	0.034 (4.79) ^{***}	0.035 (4.78) ^{***}
<i>Industry</i>	0.022 (1.89) [*]	0.028 (2.54) ^{***}	0.024 (2.04) ^{**}	-0.010 (-1.43)	-0.005 (-0.70)	-0.012 (-1.64) [*]
Adj R ²	0.239	0.239	0.243	0.117	0.12	0.123
F statistic	6.47	6.91	6.28	7.55	8.48	7.55
(p-value)	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}	(0.00) ^{***}

1.變數定義見表 2。

2.括弧內的數值為 t value，***、**、*分別表示達 1%、5%及 10%的顯著水準。

五、內生性議題

本文的模型 1 可能會遭遇到下列兩項內生性問題，分別為：(1)遺漏同時會影響控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*)、內部董事的薪酬 (*Pay*) 與資產報酬率 (*ROA*) 關聯性的變數；(2)控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*)、內部董事的薪酬 (*Pay*) 與資產報酬率 (*ROA*) 間互為關連性。因此，本研究針對前述兩項內生性議題，分別以固定效果模型 (Fixed Effect Model) 來重新進行模型 1 的實證研究，以去除會同時影響控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*)、內部董事的薪酬 (*Pay*) 與資產報酬率 (*ROA*) 關聯性的變數但又不隨時間變化的因素 (戴怡蕙, 2017; Zhang et al., 2014)。除此之外，再以動態時間序列資料分析方法 (Dynamic Panel Data Analysis) 來重新進行模型 1 的實證研究，以去除會同時影響控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*)、內部董事的薪酬 (*Pay*) 與資產報酬率 (*ROA*) 關聯性的變數，但又隨時間變化的因素 (戴怡蕙, 2017; Roodman, 2009; Aslan and Kumar, 2012; Zhang et al., 2014)。

藉由實證數值可以觀察到不論是固定效果模型 (Fixed Effect Model) 還是動態時間序列資料分析方法 (Dynamic Panel Data Analysis) 所得到的模型 1 的 $DEV \times Pay$ 的估計係數在「內部董事為控制股東」組別不具顯著性 (係數及 t 值分別為 0.002 (0.95) 及 0.002 (0.64))，而在「內部董事非控制股東」組別具顯著正相關性 (係數及 t 值分別為 0.002 (2.29) 及 0.002 (2.22))。顯示考量遺漏變數、控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度 (*DEV*)、內部董事的薪酬 (*Pay*) 與資產報酬率 (*ROA*) 互為關連性的兩項內生性問題後，本文實證結果仍和正文一致，仍支持本研究假說。換言之，支持當內部董事即控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度沒有呈現顯著正相關。然而，當內部董事非控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。因此本研究內文的實證結果具參考性。

陸、結論

本研究以台灣上市櫃公司為研究樣本，測試內部董事薪酬合約設計對於控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度與公司未來績效間關聯性的影響。台灣上市櫃公司的控制股東可以透過控制權來取得董事會的席次抑或是影響經理人的派任 (Yeh et al., 2003)，而內部董事因為有兼任經理人職務，可以取得控制股東經營上的私有資訊、且內部董事也因為董事身份而參與董事會的開會討論，因此可以在董事會上將控制股東影響經營的私有資訊分享給其他董事，因此內部董事的私有資訊分享功能應該能對控制股東的掠奪行為有所影響。除此之外，文獻如：Jensen and Ruback (1983)、Grossman and Hart (1988)、Harris and Raviv (1988)、Bebchuk et al. (2000) 都指出控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度造成的負面掠奪效果大

於正面的誘因效果。因此，本研究探討當內部董事是（抑或不是）控制股東時，董事會在設計內部董事薪酬合約時，是不是會考慮到要設計一個薪酬合約讓內部董事願意分享控制股東影響經營的私有資訊，來減緩控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度較大而帶來的代理問題，進而提升公司未來績效。

本研究提出當內部董事就是控制股東時，董事會設計一個薪酬合約使其於董事會分享私有資訊之合約成本可能超過合約所帶來的效益，因此董事會在設計內部董事薪酬合約時，較不會考慮到要利用此一薪酬合約，來減緩控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度大而帶來的代理問題。因此，即使控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度越大時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果也不會跟著提升。然而，當內部董事不是控制股東時，雙方的利害關係可能是不一致的，此時董事會可以提供一種可以誘使內部董事分享控制股東經營上的私有資訊的薪酬合約給與控制股東勾結機率較小的內部董事，此時可以解決控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度較大而帶來的代理問題。換言之，當控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度越大時，為了提高內部董事分享私有資訊的誘因，董事會可在內部董事薪酬合約設計中提高薪酬之私有資訊分享激勵效果，促使其為了公司未來利益而發揮私有資訊分享功能（Drymotes, 2007）。

本文實證結果具一致性，不論係將公司未來績效定義為：下一期的資產報酬率（ ROA_{t+1} ）或當期的資產報酬率（ ROA_t ）、抑或是下一期的股票報酬率（ $Return_{t+1}$ ），或是在內生性議題分析中分別以固定效果模型（Fixed Effect Model）及動態時間序列資料分析方法（Dynamic Panel Data Analysis），其實證結果都是支持本研究假說：若內部董事非為控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。顯示若內部董事即控制股東時，此時內部董事握有控制股東經營上的私有資訊，且可以選擇是否分享私有資訊，且與潛在掠奪者-控制股東為同一人，因此若董事會要驅使內部董事（即控制股東）願意分享私有資訊的必要條件為薪酬誘因高於其掠奪利益（Antle and Eppen, 1985），然而在內部董事與控制股東為同一人時，此薪酬合約設計會不符合公司的成本效益原則，因此董事會在觀察到內部董事即控制股東後，則傾向不簽訂此薪酬合約。另一方面，當內部董事非控制股東時，內部董事願意分享控制股東經營上私有資訊之最適薪酬誘因有可能低於控制股東的掠奪利益，此時董事會可選擇與控制股東勾結利益較小之內部董事簽訂此薪酬合約。因此本研究發現當內部董事即控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度沒有呈現顯著正相關。然而，當內部董事非控制股東時，內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度呈現顯著正相關。

除此之外，本研究也進行兩項額外分析，首先將「內部董事非控制股東」組別再區分為：「內部董事非控制股東，且控制股東擔任經理人」及「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」兩組。結果發現「內部董事非控制股東，且控制

股東擔任經理人」的 $DEV \times Pay$ 的估計係數不具顯著性；然而，「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」這組的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正，此項實證結果證實「內部董事非控制股東」時，雖然透過內部董事薪酬合約設計可以讓內部董事發揮私有資訊分享功能而可能為公司帶來未來效益，但內部董事仍有可能與控制股東勾結，而降低此薪酬合約驅使內部董事分享控制股東經營上私有資訊的可行性 (Brick et al., 2006)。因此僅在「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」組別發現內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果，會隨著控制股東的股份控制權偏離現金流量權而顯著增加。再者，若將內部董事的薪酬定義為：董事身份薪酬，則在「內部董事是控制股東」組別，發現 $DEV \times Pay$ 的估計係數不具顯著性；然而，「內部董事非控制股東」這組的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正，和正文將內部董事薪酬定義為：總薪酬之實證結果相同，都是支持本研究假說。但若將內部董事的薪酬定義為：經理人身份薪酬，則不論是「內部董事為控制股東」抑或是「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數都不具顯著性，故此證據支持公司為解決控制股東潛在掠奪行為，在設計內部董事的薪酬合約時，偏重其董事身份薪酬，期許藉由內部董事的董事身份薪酬讓其能有足夠誘因在董事會中與其他董事分享私有資訊。

本研究為公司治理文獻及薪酬合約設計帶來下列四點貢獻。第一、本研究證實內部董事對於減緩台灣上市櫃公司控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度大而帶來的掠奪問題是有助益的 (Adams and Ferreira, 2007; Drymiotis, 2007)。第二、當內部董事不是控制股東，董事會在設計內部董事薪酬合約時，才會考慮到要設計一個薪酬合約讓內部董事願意分享控制股東經營上相關的私有資訊，來減緩控制股東的股份控制權與現金流量權偏離程度大而帶來的代理問題 (Hermalin and Weisbach, 2003)。第三、本文發現當「內部董事非控制股東」時，雖然透過內部董事薪酬合約設計可以讓內部董事發揮私有資訊分享功能而可能為公司帶來未來效益，但內部董事仍有可能與控制股東勾結，而降低此薪酬合約讓內部董事分享控制股東經營上私有資訊的可行性 (Brick et al., 2006)。例如：本研究在第二項額外測試中發現僅在「內部董事非控制股東，且控制股東未擔任經理人」組別，觀察到內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果，會隨著控制股東的股份控制權偏離現金流量權而顯著增加。第四、若將內部董事的總薪酬再區分為董事身份薪酬及經理人身份薪酬，則僅有將內部董事的薪酬定義為：董事身份薪酬，才能得到「內部董事為控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數不具顯著性，且「內部董事非控制股東」組別的 $DEV \times Pay$ 的估計係數顯著為正的實證結果。因此本文證據支持公司為解決控制股東潛在掠奪行為，在設計內部董事的薪酬合約時，偏重其董事身份薪酬。

然而，本研究也有下列四項研究限制：1.不同的公司未來績效定義可能會得到不同的實證結果，此外不同的市場環境也會影響實證結果，因此本研究實證結果係建立在研究樣本是 2002 年至 2004 年的台灣上市櫃公司，且公司未來績效係指下一

期的資產報酬率 (ROA_{t+1})、當期的資產報酬率 (ROA_t)、及下一期的股票報酬率 ($Return_{t+1}$)；2.本文僅能透過年報上的揭露，取得樣本公司資料，故若樣本公司實際金額和年報上所揭露者不同，則本文亦無從判別；3.薪酬契約「如何」設計是實證研究無法觀察的過程，因此本研究僅探討「是否存在」一種內部董事薪酬合約設計可以減緩控制股東偏離程度的負面效果，並提升公司未來績效，至於這個薪酬合約「如何」設計這並不是本研究欲探討的議題；4.如同 Larcker et al. (2007)所提，公司未來績效決定因素眾多，因此本研究並無法將所有影響未來績效的因素都考慮在研究設計中，因此本文可能存在遺漏變數的問題；然而，本研究已在敏感性分析章節中新增一項控制變數-控制股東現金流量權 (CF)，並在內生性議題一節中以固定效果模型 (Fixed Effect Model) 來解決遺漏變數的內生性議題。本研究也提出三項研究建議：1.本研究探討內部董事薪酬之私有資訊分享激勵效果與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度之關聯，本文作者建議學者可以接續研究其他變數與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度之關聯；2.公司未來績效可能是多面向衡量的，因此建議後續研究可以採多面向變數來定義公司未來績效；3.本研究主旨是分析內部董事「薪酬之私有資訊分享激勵效果」是否可以減緩控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度所帶來的代理問題，而文獻上有另一個相近的名詞：「薪酬績效敏感性 (Pay-Performance Sensitivity, PPS)」。過去已經有大量文獻在探討「薪酬績效敏感性」，例如：吳幸蓁、謝佳純與梁書瑋 (2014)、黃振豐、陳薇如與張雅婷 (2016)、Hsu and Liao (2013)、Hung and Wang (2013)、Zhou, Fan, An, and Zhong (2017)，因此建議後續學者可以繼續研究下列議題：「內部董事薪酬績效敏感性與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度之關聯」。此時可以將研究模型的自變數定義為本期績效表現，例如：股票報酬率、資產報酬率、股東權益報酬率等，並將應變數定義為本期薪酬，然後再探討本期績效表現與控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度的交乘項的估計係數是否顯著為正。

參考文獻

- 王元章，2001，內部人持股率、風險、股利、負債、投資與公司價值，證券市場發展季刊，第 13 卷第 3 期：29-69。
- 王元章與張椿柏，2011，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，第 23 卷第 2 期：131-174。
- 吳幸蓁、謝佳純與梁書瑋，2014，薪酬委員會之設置及其品質對高階經理人薪酬績效敏感性之影響，中華會計學刊，第 10 卷第 2 期：135-188。
- 杜玉振、黃荃與林容竹，2002，董事會特性對經營績效、財務決策之影響研究-以台灣上市公司為例，管理與系統，第 9 卷第 3 期：345-368。
- 林宛瑩、汪瑞芝與游順合，2012，研發支出，內部董事與經營績效，會計審計論叢，第 2 卷第 1 期：61-90。
- 許崇源與陳昭蓉，2008，員工分紅、公司治理與未來績效，中山管理評論，第 16 卷第 4 期：671-702。
- 陳俞如與謝存瑞，2011，集團內部所有權與分子企業盈餘管理：國際多角化與家族連結之影響，管理學報，第 28 卷第 1 期：65-80。
- 曾玉琦，2014，獨立董監，內部稽核與產業專家會計師對企業財務報導之影響，台灣管理學刊，第 14 卷第 2 期：21-49。
- 黃振豐、陳薇如與張雅婷，2016，核心代理問題之道德風險對高階經理人薪酬與企業績效關係之影響，管理學報，第 33 卷第 2 期：213-238。
- 蔡信夫、鍾惠民與林詩韻，2003，控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究—以台灣上市公司為例，當代會計，第 4 卷第 2 期：165-189。
- 蔡柳卿，2003，總經理薪酬、非財務績效指標與公司未來績效，會計評論，第 37 期：85-116。
- 戴怡蕙，2017，股份控制權和盈餘分配權的偏離程度會影響以績效為基準的考核制度誘因效果嗎？會計評論，第 65 期：1-43。
- 戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015，內部董事超額薪酬和公司未來績效-隱性合約觀點之實證研究，臺大管理論叢，第 25 卷第 2 期：149-180。
- Adams, R. B., and D. Ferreira. 2007. A theory of friendly boards. *The Journal of Finance* 62 (1): 217-250.
- Agrawal, A., and G. N. Mandelker. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 (2): 143-161.
- Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. Ravindran. 1999. Interrelations between components of executives' compensation and market and accounting based performance measures. Working paper AIM-98-2, University of Texas at Dallas,

- Texas, U.S. A.
- Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin. 2000. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* 55: 81-106.
- Antle, R., and G. D. Eppen. 1985. Capital rationing and organizational slack in capital budgeting. *Management Science* 31 (2): 163-174.
- Aslan, H., and P. Kumar. 2012. Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies* 25 (April): 2257-2299.
- Barclay, M. J., and C. G. Holderness. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25(2): 371-395.
- Bebchuk, L. A., R. Kraakman, and G. Triantis. 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. *Concentrated Corporate Ownership*: 295-318.
- Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald. 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism. *Journal of Corporate Finance* 12: 403-423.
- Bushman, R. M., R. J. Indjejikian, and A. Smith. 1996. CEO compensation: The role of individual performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 21 (2): 161-193.
- Bussin, M. 2015. CEO pay-performance sensitivity in the South African context. *South African Journal of Economic and Management Sciences* 18 (2): 232-244.
- Chen, C. R., and T. L. Steiner. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review* 34: 119-136.
- Choi, H. M., Y. G. Cho, and W. Sul. 2014. Ownership-control disparity and foreign investors' ownership: Evidence from the Korean stock market. *Emerging Markets Finance and Trade* 50 (1): 178-193.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1): 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Klapper. 1999. Resolution of corporate distress: Evidence from East Asia's financial crisis. The First Annual World Bank Group-Brookings Institution Conference, Palisades, New York.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance* 57 (6): 2741-2771.
- Cordeiro, J., R. Veliyath, and E. Erasmus. 2000. An empirical investigation of the determinations of outside director compensation. *Corporate Governance: An International Review* 8 (3): 268-279.

- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22 (1): 20-47.
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1): 51-89.
- Drymiotes, G. 2007. The monitoring role of insiders. *Journal of Accounting and Economics* 44 (3): 359-377.
- Faccio, M., and L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3): 365-395.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fatemi, A., A. S. Desai, and J. P. Katz. 2003. Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. *Global Finance Journal* 14 (2): 159-179.
- Fizel, J. L., and K. K. T. Louie. 1990. CEO retention, firm performance and corporate governance. *Managerial and Decision Economics* 11 (3): 167-176.
- Gopalan, R., and S. Jayaraman. 2012. Private control benefits and earnings management: Evidence from insider controlled firms. *Journal of Accounting Research* 50 (1): 117-157.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart. 1988. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 175-202.
- Harris, M., and A. Raviv. 1988. Corporate governance: Voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 203-235.
- Haw, I. M., B. Hu, L. S. Hwang, and W. Wu. 2004. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42 (2): 423-462.
- Hayes, R. M., and S. Schaefer. 2000. Implicit contracts and the explanatory power of top executive compensation for future performance. *The RAND Journal of Economics* 31 (2): 273-293.
- Hempel, P., and C. Fay. 1994. Outside director compensation and firm performance. *Human Resource Management* 33 (1): 111-133.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2003. Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9 (1): 7-26.
- Holderness, C. G. 2003. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review* 9 (1): 51-64.
- Hsu, A. W. H., and C. H. Liao. 2013. Earnings quality and pay-performance sensitivity:

- Evidence from employee profit-sharing bonus in Taiwan. *Asia Pacific Management Review* 18 (3): 275-299.
- Hsu, M. F., and K. Wang. 2014. The level and stability of institutional ownership and firm performance: Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade* 50 (2): 159-173.
- Hung, Y. S., and T. C. Wang. 2013. Relative sensitivity of performance measures in top executive compensation structure. *Journal of Management* 30 (3): 263-293.
- Ittner, C. D., and D. F. Larcker. 1998. Innovations in performance measurement: Trends and research implications. *Journal of Management Accounting Research* 10: 205-238.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27: 247-263.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- 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.
- Johnson, S., and R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90 (2): 22-27.
- Kaplan, R. S., and D. P. Norton. 1992. The balance scorecard-measures that drive performance. *Harvard Business Review* 70 (1): 71-79.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57 (3): 1147-1171.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Larcker, D. F., S. A. Richardson, and I. Tuna. 2007. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review* 82 (4): 963-1008.
- Laux, V. 2008. Board independence and CEO turnover. *Journal of Accounting Research* 46 (1): 137-171.
- Lin, C. P., L. T. Hsiao, and C. M. Chuang. 2015. The board of directors and corporate social performance under weak institutions. *Asian Business & Management* 14 (2): 117-145.
- Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta, and Y. Xuan. 2013. Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. *Journal of Financial Economics* 109: 517-534.
- Lin, F. L., and H. L. Lin. 2013. Ultimate controller ownership and firm value in

- Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade* 49 (1): 68-81.
- Lorsh, J. W., and E. MacIver. 1989. *Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Luo, Y. 2015. CEO power, ownership structure and pay performance in Chinese banking. *Journal of Economics and Business* 82: 3-16.
- Mace, M. L. 1986. *Directors: Myth and reality*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Masulis, R. W., and S. Mobbs. 2011. Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance* 66 (3): 823-872.
- Mizruchi, M. S. 1983. Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of Management Review* 8 (3): 426-435.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3): 11-42.
- Pearce, J. A., and S. A. Zahra. 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies* 29 (4): 411-438.
- Pfeffer, J. 1992. *Managing with power: Politics and influence in organizations*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Raheja, C. G. 2005. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (2): 283-306.
- Roodman, D. 2009. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal* 9: 86-136.
- Rosenstein, S., and J. G. Wyatt. 1997. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 44 (2): 229-250.
- Schellenger, M. H., D. D. Wood, and A. Tashakori. 1989. Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy. *Journal of Management* 15 (3): 457-467.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy* 94: 461-488.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Sloan, R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16: 55-100.
- Spatt, C. S. 2005. *Speech by SEC staff: governance, the board and compensation*. <http://www.sec.gov/news/speech/spech060905css.htm>.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53 (1): 113-142.

- Yeh, Y. H. 2005. Do controlling shareholders enhance corporate value? *Corporate Governance: An International Review* 13 (2): 313-325.
- Yeh, Y. H., and T. S. Lee. 2002. Corporate governance and corporate equity investments: Evidence from Taiwan. The 9th Global Finance Conference, Beijing, China.
- Yeh, Y. H., C. E. Ko, and Y. H. Su. 2003. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: New evidence from Taiwan. *Academic Economic Papers* 31 (3): 263-299.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2 (1-2): 21-48.
- Zhang, M., S. Gao, X. Guan, and F. Jiang. 2014. Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review* 22 (6): 440-459.
- Zhou, F., Y. Fan, Y. An, and L. Zhong. 2017. Independent director, non-controlling director, and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from Chinese non-state owned enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal* 43: 55-71.