

經理人薪酬、公司治理與現金股利 政策

Executive Compensation, Corporate Governance, and Cash Dividend Policy

林穎芬 *Ying-Fen Lin*
國立東華大學會計學系
Department of Accounting,
National Dong Hwa University

黃麗津* *Li-Jin Huang*
國立東華大學企業管理學系會計組
Department of Business Administration,
National Dong Hwa University

陳思源 *Szu-Yuan Chen*
國立東華大學公司理財碩士學位學程
Master Program of Corporate Finance,
National Dong Hwa University

* 通訊作者：黃麗津，d9732012@ems.ndhu.edu.tw

摘要

公司的股利政策一向是投資者關注焦點。本研究從經理人薪酬及公司治理的觀點出發，探討台灣上市公司其經理人薪酬水準與公司治理機制對公司現金股利政策之影響。即欲驗證公司給予經理人薪酬的高低和公司治理中董事會機能及股權結構監督制衡機制，能否促使公司內部人之利益與外部人一致，進而提高現金股利發放的水準，以降低代理問題的嚴重性。本研究以 2004 年至 2009 年在台灣證券交易所掛牌上市之公司作為研究對象，有效樣本共計 2885 個。

實證發現，經理人薪酬的多寡和股利支付水準呈現正向關聯性。而且較高的經理人持股比率、主動機構持股比率與獨立董事比率也會提升股利支付水準，顯示了經理人薪酬越多與公司治理機制愈好，的確會促使企業支付越高現金股利水準。此外，本研究更發現，在國內以家族企業為大宗的情況下，最終控制股東之現金流量權與股份控制權偏離越大時，會傾向增加現金股利的發放來免除外部投資者對企業的經營疑慮。故 O/C 愈低（現金流量權與股份控制權偏離程度愈大）則現金股利發放水準會愈高。

關鍵詞：經理人薪酬、公司治理、現金股利

Abstract

Investors always care about the Dividend policy of companies. We investigate whether the structure of executives' compensation and a corporate governance mechanism is associated with cash dividend policy of listed companies in Taiwan or not. It also examines whether executives' compensation level, board function and ownership structure can mitigate these agency problems, and then increased dividend payout. The data is chose from listed companies in Taiwan stock exchange market during 2004 to 2009 and the research reach a total of 2885 firms. Empirical results indicate that executive compensation is associated with higher

dividend payouts. In other words, the better aligning the interests of management and shareholders, could result in a higher level of dividend payouts. Furthermore, it also indicates that the biggest managers' ownership, active institutional investors' ownership and independent board membership are, the more dividends pay out. In addition, it is negative correlation of the deviation extent of shareholder cash flow rights and controlling rights with cash dividend payouts.

Keywords: Executive compensation, corporate governance, cash dividend policy

壹、緒論

台灣上市公司過去多偏好發放股票股利而將現金留在公司裡，使得資本不斷膨脹而導致公司內部無效率的浪費。有鑑於此，我國財政部證券暨期貨管理委員會(現為金管會證期局)於民國八十九年時開始推動健全股利政策(或稱平衡股利政策)，要求上市櫃公司必須訂定健全股利政策，避免公司僅發放股票股利導致公司資本不斷膨脹。Pinkowitz et al. (2006) 研究指出公司治理較差的國家，其公司內部會將多餘的現金做無效率的運用導致公司價值受到損害。在政府推動健全股利政策後，我國上市公司尤其是電子業自八十九年以來，以增加現金股利發放來取代原先僅發放股票股利之股利政策。值得注意的是，我國政府之健全股利政策並無強制要求公司發放現金股利，但為何公司仍傾向提高發放比率？是否因近年來我國資本市場以及公司治理制度的健全而導致？

La Porta et al. (2000) 認為公司治理與股利政策的關係有二。第一，股利支付為對少數股東權保護良好下的結果 (Outcome)。其二是替代模式(substitute model)，即將股利支付政策視作一種能夠替代法律為保護股東權利之措施，因此公司治理機制與現金股利發放呈現替代的關係。

先前的研究對於上述兩類觀點各有其支持，如 Mitton (2004) 主張對少數股東權利保護較佳的國家，其公司治理評等越好，股利支付率越高。Zhang (2008) 於比較在香港及中國大陸上市的華人企業，發現公司治理較薄弱，其所隱含的代理問題較嚴重時，公司發放的股利也會較少。Harford et al. (2008)

以觀察美國企業公司治理與企業現金持有水準之間的關係，也認為公司處於較佳的治理架構之下，公司會提高公司的現金股利。Chae et al. (2009) 更提出企業外部融資成本可能會改變其現金股利政策之方向。而 Jiraporn & Ning (2006) 則利用 Gompers et al. (2003) 所提出公司治理指標 (Governance Index) 作為衡量少數股東權力強弱之變數，檢驗股東權力的強弱是否會影響公司現金股利的發放。結果顯示公司治理指標越高(即股東權越弱)時，公司所發放的股利水準越高。Officer (2006) 以侵占指標 (Entrenchment index)、機構投資人持股比例、董事會特性及經理人持股比例等四項變數作為衡量公司治理的優劣的指標，認為當公司治理較差時，公司會傾向發放股利。

此外，在薪酬方面 Lewellen et al. (1987) 指出，不同的經理人薪酬制度，可以誘使經理人做出不同之經營決策。若將現金股利的支付作為薪酬契約設計時考量因素，能使股東根據“真實的現金流量” (Real cash flow) 來給付經理人薪酬，驅使經理人對於未來現金流量維持在一定的水準，於股利降低甚至消失時，經理人薪酬將會遭受到懲罰 (Healy & Palepu, 1988)。White (1996) 認為當經理人薪酬契約與股利作連結時，確實可以提高公司現金股利支付率及股利率，使經理人與股東之間對於現金股利政策上的衝突獲得解決。Fenn & Liang (2001) 主張透過給予經理人股票薪酬，公司會支付較高水準的現金股利給股東 (higher payout)。反之，若以選擇權作為經理人薪酬時，則因選擇權本身不具有股利保護 (non-dividend protect) 之特質，故經理人會有動機降低股利的發放。Aboody & Kasznik (2008) 進一步探討美國在 2003 年調降股利所得稅後，對於經理人股票薪酬結構轉變的影響，結果顯示股東為了使經理人願意提高現金股利發放的水準，來滿足股東的租稅利益，會給予經理人具有股利保護 (dividend-protected) 特質的限制型股票來取代非股利保護的股票選擇權。假設在最適訂約觀點下，將經理人的利益與公司股東利益相連結，應當會使公司內部人有提高現金股利發放水準之誘因。

鑑於過去研究對公司治理與股利政策間的關係並無一致結論，且也未考量經理人薪酬等激勵性因素共同對股利政策之影響。而且自 2000 年以來，政府積極效法美國公司治理法制，逐步修改公司法及證券交易法等相關法令，放寬少數股東權門檻，藉以導入以及規範公司治理相關機制。2005 年更進一步明訂獨立董事和審計委員會之制度，並於 2007 年正式上路，這為公司治理機制建立了法治的基礎。同時，我國在 2004 年修訂「公開發行公司年報應記載事項準則」，要求公開發行公司必須詳細揭露公司高階經理人之薪酬於年報當

中，以供報表使用者瞭解高階經理人支領薪酬的情形，希望能透過市場機制，來規範公司經理人之薪酬結構，並落實穩定資本市場及保護投資人之宗旨。

本研究將以新修正之經理人薪酬揭露規定，來檢視經理人薪酬計畫對股利政策產生的影響，並同時探討公司治理監督制衡機制的健全是否能使公司願意提高現金股利的發放。以 2004 年至 2009 年在台灣證券交易所掛牌上市之公司作為研究對象，從高階經理人薪酬以及公司治理的觀點出發，探究台灣上市公司中不同的經理人薪酬以及公司治理結構的差異性，是否會對公司之現金股利政策造成影響。研究目的在於驗證公司給予經理人薪酬水準的高低和公司治理中董事會機能及股權結構監督制衡機制的發揮，是否能促使公司內部人之利益與外部人一致，進而提高現金股利發放的水準，以降低代理問題的嚴重性。

本文分為五節，後續各節如下：第二節為文獻探討與假說建立，第三節介紹研究方法，第四節進行實證結果與分析，第五節提出討論與結論。

貳、文獻探討與假說建立

一、企業支付股利的動機

Miller & Modigliani (1961) 提出股利政策無關論，認為在既定的投資及融資決策下，公司價值不會因股利政策而有所影響，其主要的影響因素乃為公司投資政策上的效率及獲利能力¹。但若公司的股利政策與公司價值無關，那公司為何要支付股利？

Gordon (1963) 認為資本利得存有許多不確定性，隨時間越不確定性越大，若投資人為風險趨避者，則更偏好較為確定的現金股利，而非盈餘再投資後所產生的資本利得，故企業應提高股利來增加公司價值。Farrar & Selwyn (1967) 以股東所得稅偏好的角度來看，主張當資本利得稅率小於股利所得稅率時，使得投資人較為偏好資本利得而希望公司支付較少的股利，甚至不支付股利。在這種情況下，公司股利支付政策越少股價可能越高，進一步極大化公

¹ 股利無關論的成立必須建立在 1.市場為效率市場且無資訊不對稱、2.無交易成本及稅賦環境、3.投資人不特別偏好資本利得或股利、4.前後期的股利互相獨立等諸多與現實情況不符的假設。因此股利無關論在現實情況中並不存在。

司價值。部分學者從資訊不對稱方面來解釋公司發放股利的動機，視其為一種對市場釋出公司內部資訊的一種訊號 (Signal)。如果公司願意提高股利的發放並且高於市場預期時，代表釋放出公司未來盈餘可能會成長的訊息，而令股東提高對於公司的評價。(Miller & Modigliani, 1961; Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985; Miller & Rock, 1985)。

Easterbrook (1984) 認為企業於代理問題嚴重的情況下，可以透過股利的發放使公司內部可動用之現金流量降低，以降低經理人侵占公司剩餘現金的可能性。若經理人因而產生資金上的需求，會提高經理人至公開資本市場籌資的可能性，則可進一步地提高外部監理機制 (如承銷商或證券主管機關等) 對公司的監督力量。而 Jensen (1986) 提出的自由現金流量假說 (Free cash flow hypothesis)，自利的經理人偏好將公司剩餘之現金保留於公司內，以滿足自我本身的利益 (如從事特權消費等情形)，且過多的自由現金流量亦可能使經理人從事次佳的投資決策，進而使外部股東的利益遭受損害。若能促使公司經理人將自由現金流量發還予股東，便可降低自由現金流量所帶來的代理問題。

二、經理人薪酬與股利政策

過去研究對經理人薪酬提出兩種不同的想法，一是從最適訂約觀點來看，經理人薪酬設計主要目的在於驅使經理人之利益與股東一致，進而減緩代理問題。Gaver & Gaver (1998) 提出負盈餘的薪酬權數比正盈餘薪酬權數低的證據，且認為可能與負盈餘持續低有關，因為在最適訂約觀點下，主要是為提高管理者和股東之間的風險分攤效率，以吸引並保留高品質管理者，或激勵長期導向的努力。二是就經理人權力觀點 (Managerial power) 來說，經理人目標在於極大化自身利益及鞏固其職位 (Managerial entrenchment)，故不會依據股東利益最大化來制訂決策，因此經理人薪酬本身就是代理問題的一部分。Bebchuk & Fried (2003) 更認為管理者令薪酬安排遠離最適訂約範疇的能力，全賴市場上參與者的程度。

而 Lewellen et al. (1987) 認為不同的經理人薪酬制度可以誘使經理人做出不同的經營決策，而經理人的現金薪酬 (薪資以及獎金) 與公司支付股利水準間有顯著正向關係。將現金股利的支付作為薪酬契約設計時考量因素之一，可使股東根據“真實的現金流量” (Real cash flow) 來給付經理人薪酬，驅使經

理人對於未來現金流量維持在一定的水準，若股利降低甚至消失時，經理人薪酬將會遭受到懲罰 (Healy & Palepu, 1988)。White (1996) 研究亦發現，當經理人薪酬契約與股利作連結時，確實可以提高公司現金股利支付率及股利率，使經理人與股東之間對於現金股利政策上的衝突獲得解決。Fenn & Liang (2001) 檢驗美國在 1993 至 1997 年非金融業之產業，當企業代理問題嚴重時 (經理人的持股比率低、公司投資機會少以及具有高現金流量)，透過給予經理人股票薪酬，使經理人的持股比例提高，則公司會支付較高水準的現金股利給股東 (higher payout)。但若公司給予經理人選擇權作為薪酬時，因選擇權本身不具有股利保護 (non-dividend protect) 之特質，故經理人會有動機降低股利的發放，並且透過提高庫藏股發放作為支付現金於股東的途徑。這與 Lambert et al. (1989) 之看法相同，均認為採用經理人選擇權計畫會使公司經理人有誘因降低現金股利的發放。

Aboudy & Kasznik (2008) 探討美國在 2003 年調降股利所得稅後對於經理人股票薪酬結構轉變的影響，結果發現當 (1)散戶比例越高; (2)股東權力越強; (3)財務報導成本越小的企業，其股東為了驅使經理人使用現金股利作為支付工具以使股東稅負最小化，會給予經理人具有股利保護 (dividend-protected) 特質的限制型股票來取代非股利保護的股票選擇權，使經理人願意提高現金股利發放的水準來滿足股東的租稅利益。我國上市公司給予經理人薪酬的型態多為現金薪酬 (包括薪資以及現金紅利) 或是附條款的限制型股票。

因此根據上述文獻可發現，若企業給予經理人較高的現金薪酬或者具激勵性質的股票薪酬時，故本文以在最適訂約觀點下，可以進一步將經理人的利益與公司股東利益相連結，使公司內部人有誘因提高現金股利發放的水準，建立假說一：

假說一：經理人薪酬越高，公司發放現金股利之水準越高。

三、公司治理機制與股利政策

完善的公司治理機制最主要目的在於降低代理問題的嚴重性 Easterbrook (1984) 主張現金股利可以作為治理機制的一環，而代理成本能透過股利的發放而獲得控制，故在其公司治理運作良好下，股東便可放心地將現金保留於企業內部裡，並減少現金股利之發放水準。La Porta et al. (2000) 提出公司治理

影響股利政策的兩個觀點。第一個觀點是股利支付為對少數股東權保護良好下的結果 (Outcome)。其認為若 Jensen (1986) 自由現金流量假說成立情況下，公司之經理人基於自利動機，會傾向將內部所產生的多餘現金保留在公司裡，藉以從事特權消費或建立王國等危害股東利益之行為。倘若國家法規對股東權利具有一個有效率的保護機制，少數股東便能透過法律所賦予的權力向企業施壓，使公司提高現金股利的發放。第二個觀點則為替代模式 (substitute model)，將股利支付政策視為是一種能夠替代法律對保護股東權利的措施，因此公司治理機制與現金股利的發放呈現替代的關係。

Jiraporn & Ning (2006) 利用 Gompers et al. (2003) 所提出公司治理指標 (Governance Index) 作為衡量少數股東權力強弱之變數，檢驗股東權力的強弱是否會影響公司現金股利的發放。實證顯示公司治理指標越高(即股東權越弱)時，公司所發放的股利水準越高。Officer (2006) 依據 Bebchuk et al. (2005) 所定義之侵占指標 (Entrenchment index)、機構投資人持股比例、董事會特性及經理人持股比例等四項變數作為衡量公司治理的優劣的指標。實證發現，當公司治理較差時，公司會傾向發放股利。均支持 La Porta et al. (2000) 的替代模式。

Mitton (2004) 以 Credit Lyonnais Securities Asia 於 2001 年所發展之公司治理評等作為衡量公司治理良莠之指標，結果發現在對少數股東權利保護較佳的國家，其公司治理評等越好，股利支付率越高。Zhang (2008) 比較在香港及中國大陸上市的華人企業，發現在中國大陸上市的企業於董事長兼任總經理 (CEO) 時，會傾向發放較少的股利。而內部經理人佔董事會的比率越高時，不論是在香港或中國大陸，企業均會發放較少的股利。顯示當公司治理較薄弱，所隱含的代理問題較嚴重時，公司發放的股利會越少。Harford et al. (2008) 以觀察美國企業公司治理與企業現金持有水準之間的關係，發現公司處於較佳的治理架構之下，公司會提高公司的現金股利。Chae et al. (2009) 利用 Bebchuk et al. (2005) 所定義之侵占指標 (Entrenchment index) 作為衡量公司治理機制的依據。認為企業之外部融資成本可能會改變公司治理影響其現金股利政策的方向。當外部融資成本限制較低時，其在發放現金股利上所受到限制也會較低，也就是公司治理機制越好，公司會分配較高的現金股利予股東。則都支持 La Porta et al. (2000) 的結果模式。

雖然部分研究主張現金股利的發放會減少代理問題產生(即支持替代模式)，但本研究認為企業若缺乏其他相關的公司治理機制，仍可能降低現金股

利之發放水準。故完整且良好的公司治理機制，方能促使企業提高現金股利支付之幅度，保護外部股東的財富不受內部人的侵占 (Jensen, 1986; La Porta et al., 2000)。再者，董事會為公司治理機制重要環節，完善的董事會結構可以有效地監督經理人無效率之行為，讓外部股東利益得以受到保障 (Fama, 1980; Yeh et al., 2001)。在股權結構方面，當公司外部人之股權比率提高時，由於外部人能有效監督公司，可使公司治理機制更加完善；若是提高公司內部人之持股比例，亦能使公司內部人與外部人之利益趨於一致，進而減緩公司代理問題 (Jensen & Meckling, 1976)。故本研究所衡量之股權結構包含控制股東之持股結構、大股東持股、經理人持股及主動機構投資人持股等持股比例。在董事會結構特性方面包含董事會規模、獨立董事比率及董事長是否兼任總經理等三項指標。

(一) 股權結構對股利政策的影響

La Porta et al. (1999) 以全球前 27 個富裕的國家為樣本，計算其最終控制者對企業股份控制權的比例有無超過 20%，來作為判斷是否為控制股東的標準。研究發現除了少數幾個對小股東保護較佳國家之股權較為分散外，其他國家皆存在著控制股東，透過金字塔結構或交叉持股甚至直接參與管理的方式，來強化其對企業的控制權，使控制股東所掌握之控制權與其所享有的現金流量權之間產生相當高的偏離。Claessens et al. (2000) 不同於 La Porta et al. (1999) 是以控制鏈最末端之持股做為控制股東之間接控制權，而是取控制鏈上之最小值來衡量之。研究發現東亞九國²之股份控制權與現金流量權的偏離相當顯著，尤其是家族控制型的企業最為顯著。股份控制權與現金流量權的偏離使得控制股東得以透過較少的出資卻能獲得較大的控制力，因此控制股東侵占少數股東的動機會越強。Claessens et al. (2002) 進一步提出正面誘因效果假說 (Incentive effects) 以及負面侵占效果假說 (Entrenchment effects)。正面誘因效果指當控制股東之現金流量權越大時，其控制股東之利益與公司越能緊密結合，使控制股東有誘因加強對公司經營方面上的監督。而負面侵占效果則指出，當控制股東之現金流量權與控制權之間偏離愈大時，控制股東可能會因掌握較大的控制權但享有較少的現金流量權，產生侵占少數股東利益的動機，使

² 東亞九國分別為香港、印尼、日本、韓國、馬來西亞、菲律賓、台灣、新加坡以及泰國。

少數股東的權益受到損害。國內李德冠、柯承恩 (2008)，提出當由控制股東控制董事會時，若控制權與現金流量權產生偏離，則控制股東會透過降低股利的發放來達到侵占少數股東權益的目的。上述研究均認為當控制股東所掌控的控制權與現金流量權產生偏離時，控制股東便會透過降低股利的發放來侵占少數股東的權益。綜上所述建立假說二：

假說二：控制股東對企業的控制權與其享有之現金流量權兩者偏離越大時，會傾向降低股利的發放，藉此侵佔股東權益。

Jensen & Meckling (1976) 提出利益一致假說 (Convergence of interest hypothesis)認為解決權益代理問題方式之一便是提高經理人所持有公司的股份，使經理人的利益與公司利益相連結。Farinha (2003) 以英國兩個五年期 (1987-1991 年、1992-1996 年)的 693 家公司和 609 家公司為研究對象，探討英國公司股利支付率與經理人持股之間的關係，結果發現當經理人持股達到 30%以上時，經理人存在支付股利以獲取私人利益的動機。Fenn & Liang (2001) 發現當公司處在高自由現金流量的情況下，透過提高經理人的持股比率可以促使企業將多餘的現金透過現金股利或庫藏股的方式發還給股東，使自由現金流量所帶來的代理問題得以得到控制。而王翔民 (2003) 研究指出內部人的持股比例顯著影響公司股利發放的多寡與否，證明了公司治理相關議題與股利發放間直接關係的存在。故本研究認為經理人持股的提高有助於使經理人與股東的利益趨於一致，使公司的代理問題獲得改善，進而提高現金股利的發放，因此建立假說三：

假說三：當經理人持股比率越高，現金股利支付水準越高。

股權分散時，要使股東主動監督及控管管理者是相當困難的。在部分股東花費監督成本對管理當局從事監督及控管時，其他股東於不付出任何代價便能享受到監督所帶來的好處。此種搭便車 (Free rider) 的情形會使得股東們不願意主動監督管理當局 (Fama, 1980)。若持股比例較為集中，則大股東的財富與企業的價值則會存有緊密的關聯，因而有主動監督經理人動機 (Shleifer & Vishny, 1986)。Gugler & Yourtoghlu (2003) 認為提高公司之第二大股東的持股比例，亦能有效地監督控制股東的作為，使公司內部現金較不易遭受控制股東的侵占，進而提高現金股利發放的水準。因此當大股東的持股比率越高時，更有誘因監督管理階層等內部人自利的行為，使其公司治理更加健全。故本研究

以為大股東持股比率越高時，其越有誘因監督經理人將多餘的現金分配給股東，以避免不必要的浪費或受到內部人的侵占，建立假說四：

假說四：當大股東持股比率越高時，現金股利支付水準越高。

Pound (1988) 提出效率監督假說，認為機構投資人相較與一般散戶投資人，擁有較多的資金以及專業的投資判斷。因此能以較低成本進行公司管理當局進行監督，使權益代理問題得以降低。因此機構投資人比率越高，會越積極的監督管理階層，使公司績效提高。Pozen (1994) 對機構投資人的監督效果持保留的態度，認為多數的機構投資人只要績效良好，便不會主動積極的去監督公司經理人的行為。也許不同性質的機構投資人對於公司的監督效果上會產生差異，Almazan et al. (2004) 進一步地將機構投資人分為「主動」以及「被動」兩類。結果指出高階經理人薪酬績效的敏感度會隨著主動投資機構其所有權的集中而增加，但與被動投資機構所有權集中程度關聯性不大。故本研究認為機構投資人（尤其是主動機構投資人）較一般投資人，擁有更雄厚的資金以及較低的監督成本，因此掌握更多的攸關資訊和專業的判斷。一旦發現經理人從事有損公司績效的情形時，會於市場上大量拋售公司的股票。除能有效地監督經理人，還可避免經理人將多餘的自由現金流量做不必要的浪費或投資在次佳的投資政策上。故當主動機構投資人持股比率越高時，能夠使公司治理機制更完善，促使公司提高現金股利的發放以降低公司內部經理人侵占外部股東財富的可能，因此建立假說五：

假說五：主動機動投資人持股比例越高，公司現金股利的支付水準越高。

（二）董事會結構對股利政策的影響

公司法第 202 條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之」。而第 240 條第六項則規定：「公開發行股票之公司，其股息及紅利之分派，章程訂明定額或比率並授權董事會決議辦理者，得以董事會三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之決議，依第一項及第四項規定，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發行新股之方式為之，並報告股東會」。由此可知董事會我國公司的最高業務執行機關，於公司治理機制中扮演重要角色，且經由股東會的授權董事會能以特別決議方式制訂股利支付政策。本研究透過董事會規模、獨立董事比例以及董事長是否兼任

經理人等三項過去學者常用之重要指標來了解公司董事會的結構與特性，以預期公司的董事會結構對公司之股利支付政策可能造成的影響。

董事會為公司治理機制中重要的一環，其規模亦是影響董事會監督效率相當重要的關鍵。董事會規模越大，就能廣泛的延攬各方面的專才，越能有效的監督經理人自利的行為。Xie et al. (2003) 主張董事會規模越大，越可以達到集思廣益的效果，使董事會可以做出高品質的決策。Officer (2006) 發現當董事會規模越大公司越會傾向發放現金股利。目前我國公司法第一九二條第一項前段規定：「公司董事會，設置董事不得少於三人。」以及證券交易法第二十六條之三第一項規定：「已依本法發行股票之公司董事會，設置董事不得少於五人。」也是主要是希望避免因董事會規模過小而使經營決策皆把持在特定人手上造成公司董事會制度流於形式，無法發揮其應有之作用。

但也有學者認為董事會規模較小能使董事會做決策時較有效率，因此董事會規模越小反而對公司治理產生正面的幫助 (Yermack, 1996; Bennedson et al., 2008)。故董事會規模在公司治理機制上所扮演的角色可能是模糊的。綜上所述，目前對於董事會規模是大好還是小好尚無定論，但基於其仍為公司治理中關鍵因素，故探討董事會規模對現金股利支付水準之影響情形。

假說六：董事會規模會影響公司現金股利支付水準

Fama (1980) 在董事會中設置適當比例的外部董事，可以避免其他內部董事與管理階層勾結而削減董事會監督機能的情況，且外部董事除要有超然獨立的立場外，也需具備專業知識。Beasley (1996) 探討董事會結構與財務報表舞弊之間的關聯性，實證顯示，有發生財務報表舞弊的公司之獨立董事以及灰色董事占董事會比率明顯比沒有發生財務報表舞弊的公司還來得低。可見獨立董事的存在的確能夠有效的降低財務報表舞弊的發生，進而保障股東的權益免受侵害。而 Bhagat & Black (1999) 認為董事們所具備的專業知識與經驗對於董事會運作較董事們的獨立性來的重要。

行政院於 2003 年成立改革專案小組，並於 2004 年修正證券交易法，納入了包括獨立董事制度等相關公司治理機制及協調機制。證券交易法第 14 之 2 條第一項規定：「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」使我國獨立董事制度更加完善。因此本研究認為獨立董事的參與可以有效的監督董事會的運

作，健全公司治理機制，提高現金股利發放的水準，而降低代理問題的產生。故建立假說六：

假說七：董事會中獨立董事的比例越高時，現金股利支付水準越高。

當董事長兼任總經理時，容易削弱董事會的客觀性及獨立性，使董事會喪失監督管理階層的力量 (Fama & Jensen, 1983)。若董事長非專業經理人，則可能會做出有損公司利益的決策。因此證期會在民國 91 年修正的「上市上櫃公司治理實務守則」中第 24 條便規定上市上櫃公司董事長及總經理之職責應明確劃分，避免可能有「球員兼裁判」之嫌。且規定若董事長及總理由同一人擔任、互為配偶或一等親屬擔任時，建議應增加獨立董事的席次，以彌補公司治理制衡機制的不足。Claessens et al. (2000) 發現當控制股東同時擔任公司之董事長及總經理時，由於多數之重要決策皆掌握在控制股東的手上，在缺乏制衡力量情況下，使得公司資產容易遭控制股東侵占，進而損及少數股東的利益。Zhang (2008) 亦發現於中國大陸上市的華人企業於董事長兼任總經理 (CEO) 時，會傾向降低股利之發放，使自由現金流量產生之代理問題更加嚴重。故本研究認為若董事長兼任總經理時，容易使公司董事會失去監督經理人的能力，弱化公司治理機制導致公司內部人有機會透過降低股利的發放來侵占外部股東的利益。故建立假說八：

假說八：當公司的董事長兼任總經理時，現金股利支付水準會較低。

參、研究方法

一、研究期間、樣本選取及資料來源

(一) 研究期間

行政院金融暨監督管理委員會於 2004 年修正並開始施行之「公開發行公司年報應記載事項準則」，要求公開發行公司必須於年報中詳細揭露公司高階經理人之薪酬，使報表使用者瞭解高階經理人支領薪酬之情形，故本研究將探

討 2004 年至 2009 年經理人薪酬與公司治理對現金股利政策之影響。

(二) 樣本之選取標準

本研究以在樣本期間，所有於台灣證券交易所掛牌上市且具有完整財務、股權結構及股票市價資料之公司作為分析對象，以下列六點作為本研究樣本篩選之標準：(1) 排除財務結構與法令規範與其他產業迥異之金融保險業及證券業等金融機構之樣本。(2) 排除在樣本期間內，下市或倒閉的公司。(3) 根據公司法第 232 條第二項前段規定：「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。」，所以若保留盈餘為零或負則將無法發放任何股利，故本研究排除當年底保留盈餘為零或為負之樣本。(4) 排除公司治理資料有缺漏之樣本。(5) 排除經理人薪酬資料有缺漏或現金薪酬為零之樣本。

二、資料來源

本研究中上市公司之相關資料除庫藏股資料是取自於「公開資訊觀測站」，以及 2004 年度之經理人薪酬為逐筆摘自上市公司股東年報報告書外，其他如財務資料、股權結構資料、公司治理變數資料與 2004 至 2009 年度之經理人薪酬皆是從「台灣經濟新報資料庫」中取得。經本研究的樣本選取標準篩選後，有效樣本共計 2,885 個。

三、變數定義與衡量

(一) 應變數

1. 現金股利變數(DIV)

衡量現金股利時，本研究認為特別股股利本身可裁量性較低，且其性質較類似於負債之利息費用，所以現金股利主要係針對普通股部分。而在現金股利支付政策方面，過去文獻以現金股利支付率為主 (Rozeff, 1982; Bhattacharyya et al., 2008; 鄭桂蕙, 2005; 李德冠、柯承恩, 2008)，故本研究依據前述文獻，以每股現金股利作為衡量公司之現金股利政策的主要代理變數。

每股普通股現金股利 (DIV) = 普通股現金股利總額/宣告股利時流通在外股數

(二) 自變數

1. 高階經理人薪酬衡量³

行政院金融暨監督管理委員會於 2004 年修正並開始施行之「公開發行公司年報應記載事項準則」中規範上市公司須詳細揭露高階經理人之薪酬，其中包括高階經理人之薪資、獎金及特支費、來自盈餘分配之員工現金紅利、股票紅利以及獲配之認股權證。因認股權證部分價值不易計算，且僅少數企業有執行認股權計畫，故本研究以高階經理人支領之現金薪酬以及獲配之公司股票乘以年底收盤價加總平減支領人數後，計算平均每位高階經理人之總薪酬。為了避免影響研究結果，因此對經理人薪酬變數取自然對數，使公司經理人薪酬變數更趨於常態。

平均經理人薪酬 (TC)

$$= \text{Ln}[(\text{薪資} + \text{獎金及特支費} + \text{現金紅利} + \text{股票紅利}) / \text{高階經理人人數}]$$

2. 公司治理變數衡量

(1) 股權結構變數

a. 控制股東股份控制權與現金流量權之偏離程度 (O/C)

La Porta et al. (1999) 認為當企業之控制股東掌握較大之控制權時可能會產生侵占小股東利益的動機，而現金流量權的提高可以提高控制股東積極經營與監督的誘因並降低控制股東侵占小股東利益的動機。Faccio et al. (2001) 認為控制股東之控制權與現金流量權之間偏離越大時，控制股東可能會透過降低現金股利的發放來達到侵占小股東利益的目的。本研究以 La Porta et al. (1999) 對於最終控制者之股份控制權的定義方式，並參考 Faccio et al. (2001) 以最終控制股東之現金流量權除以最終控制股東之股份控制權表示兩者之偏離程度作為衡量控制股東股權結構的治理指標。

$$\text{控制股東股份控制權與現金流量權之偏離程度(O/C)=}$$

³ 本研究定義之高階經理人為公司公開說明書上所揭露之總經理及副總經理。

控制股東之現金流量權/控制股東之股份控制權

其中:

控制股東之股份控制權=

最終控制者直接持股比例+ Σ 各控制鏈最末端之持股比例

控制股東之現金流量權=

最終控制者之直接持股比例+ Σ 各控制鏈之間持股率乘積

b.經理人持股比例 (MANG)

經理人持股比例 = 年底經理人持股數/公司年底流通在外股數

c.大股東持股比例 (BIG)

Shleifer & Vishny (1986) 認為當持股比例較為集中時，大股東的財富與企業的價值將有較為緊密的關聯，使大股東會為了自身的利益而有動機主動監督經理人，使其成為監督經理人的有效力量。本研究以主要股東，即股東會年報或公開說明書所揭露之公司持股資料前十大股東或持股 5%以上之重要股東；由於本類股東資料未於交易所公告，故 TEJ 由書面資料整理之。此欄計算時包含主管機關定義的大股東持股，但不包含大股東或主要股東擔任公司經理人及董監事之持股數。資料來源為經濟新報社之公司治理資料庫。

大股東持股比例 = 大股東持股數 (不含董監) / 公司年底流通在外股數

d.主動機構投資人持股比例 (ACTIVE)

Almazan et al. (2004) 將機構投資人分為主動機構投資人與被動機構投資人兩類，並認為主動機構投資人較被動機構投資人而言有較高的監督能力。因此本研究參考廖一成 (2005) 對主動機構投資人的定義，將主動機構投資人持股比例定義如下：

主動機構投資人持股比例=政府機構年底持股比例+國外法人年底持股比例+其他法人年底持股比例

(2) 董事會特性變數

a.董事會規模 (BOARD)

本研究參考 Officer (2006) 直接以董事會席次人數作為董事會規模之代理變數觀察其對於現金股利支付的影響的做法，以董事會席次人數作為衡量董事會規模的代理變數。

董事會規模 = 董事會席次人數

b.獨立董事席次比率 (IND)

當獨立董事席次相對於董事會席次越高時，預期可加強董事會監督經理人之機能，使公司治理機制得以完善，因此本研究以獨立董事席次比率衡量獨立董事制度在董事會中所扮演之角色。

獨立董事席次比率 = 獨立董事席次人數/董事會席次人數

c.董事長兼任總經理 (DUALITY)

若公司有董事長兼任總經理的情形則為 1；其餘為 0。

(三) 控制變數

1.公司規模

當公司規模越大，通常會產生較為穩定的現金流量，且資訊不對稱程度也較規模較小的公司來得低，因此導致較低的融資成本 (Smith & Watts, 1992)。進而影響支付現金予股東的水準，故本研究以公司期末總資產取自然對數作為控制公司規模之控之變數。

2.財務結構

財務槓桿較高的公司，其債權人會希望公司能減少支付於股東之股利，而常在債務契約當中設置股利發放率上限之限制性條款 (restrictive covenants)，以避免公司因支付過高的股利使得債權人的權益受到損害。Jensen (1986) 認為負債與現金股利類似，可以作為分配自由現金流量的替代方案之一，透過提高融資比例亦可使代理問題受到控制。因此本研究參考鄭桂蕙 (2005) 以長期負債佔總資產比率之財務槓桿來捕捉公司之融資政策對於公司股利支付政策的影響。

3.公司自由現金流量

Jensen (1986) 定義公司的自由現金流量為公司資金投入於所有淨現值為正的投資方案後，所剩餘的現金。若自由現金流量越高時，公司內部人越有可能將剩餘現金從事特權消費或過度投資，而帶來更為嚴重代理問題。黃旭輝、葉春岑 (2005) 以 82 年至 89 年台灣上市公司為樣本，發現自由現金流量較高的公司其股利發放的比率也越高。本研究依據 Fenn & Liang (2001) 直接以營運活動現金流量平減總資產作為衡量自由現金流量多寡的指標。

4. 獲利能力

我國公司法第 323 條第一項規定：「公司非彌補虧損及依本法提出法定盈餘公積後，不得分派股息和紅利」。因此若無獲利能力的支持，公司也不能提高現金股利發放的水準。DeAngelo et al. (2006) 認為公司資產報酬率若越高，可以提高公司現金股利的發放，因此本研究以公司之總資產報酬率作為衡量公司獲利能力的指標。

$$\text{獲利能力 (ROA)} = [\text{稅後淨利} + \text{利息支出} \times (1 - 25\%)] / \text{平均總資產}^4$$

5. 租稅效果

一個國家的資本利得稅率與個人所得稅率有差異時，公司選擇支付政策上的不同而導致股東稅負上的差異。台灣在 1998 年開始實施兩稅合一制，使股東的最高稅率從原本的 55% 降為 40%。在稅額扣抵比率越高的公司，為了使公司股東個人稅負最小化，公司會傾向提高現金股利發放比率（盧育仕，2000；鄭桂蕙，2005）。故本研究以稅額扣抵比率做為控制現金股利發放的租稅節稅效果之代理變數。

$$\text{稅額扣抵比率} = \text{股東年底可扣抵稅額帳戶餘額} / \text{年底未分配盈餘}$$

6. 公司資本支出

Harford et al. (2008) 指出當企業有多餘的現金時，公司治理較弱的經理人會傾向提高公司的資本支出或將多餘的現金從事併購而非提高現金股利的發放。Bhattacharyya et al. (2008) 亦認為公司提高資本支出會使公司的現金股利發放率降低。因此本研究利用公司當期資本支出除以平均總資產的方式以控制資本支出對於現金支付政策的影響。

$$\text{資本支出 (CAPEXP)} = \text{公司當期資本支出} / \text{公司平均總資產}$$

7. 經營風險

Fenn & Liang (2001) 認為企業所面臨的經營風險不同在股利支付上也會不同。當所面臨的經營風險較大時，會降低現金股利支付的水準以保留較多的現金以面對未來不確定的風險，或是透過執行上較為彈性的庫藏股政策來作為支付現金的工具 (Jagannathan et al., 2000)。故本研究參考 Fenn & Liang (2001)

⁴ 平均總資產為(公司期初資產總額+期末資產總額)/2

以樣本期間公司之稅前息前折舊前的淨利 (EBITDA) 平減總資產的標準差作為公司經營風險的代理變數的方式，以公司觀察期前五年的稅前息前折舊前淨利/平均總資產之標準差作為本研究衡量經營風險的控制變數。

8. 公司成長機會

Smith & Watts (1992) 所提出的契約假說(Contracting Hypotheses)認為成長機會較高的公司，擁有較多淨現值為正的投資方案機會，因此股東較不必擔心公司出現過度投資的情形，因此可以忍受較低的股利支付水準，La Porta et al. (2000) 也得到類似的研究結果。Gaver & Gaver (1993) 發現處在高成長的公司其股利收益率較低成長的公司顯著還來得高。曾昭玲、周小玲 (2007) 亦發現台灣上市公司中成長機會對現金股利率具有顯著負向影響。本研究依據 La Porta et al. (2000) 平均銷貨成長率作為公司成長機會代理變數的作法，取觀察期當期及前四期共五個年度的銷貨成長率作平均來作為公司成長機會之控制變數。

$$\text{成長機會(GROWTH)}^5 = \frac{\sum_{t=1}^5 (\text{銷貨淨額}_t - \text{銷貨淨額}_{t-1})}{\text{銷貨淨額}_{t-1} \cdot 5}$$

9. 年度虛擬變數

為避免本研究應變數(每股現金股利)受到年度及總體經濟環境趨勢影響，因此本研究以 2004 年為基準年度，設置 Y_{98} 、 Y_{97} 、 Y_{96} 、 Y_{95} 、 Y_{94} 等三個年度虛擬變數以控制 2004 至 2009 年共六個年度的影響。若樣本觀察值為 98 年度 (2009 年)，則 Y_{98} 為 1、其餘為 0；若樣本觀察值為 97 年度 (2008 年) 則 Y_{97} 為 1、其餘為 0；若樣本觀察值為 96 年度 (2007 年)，則 Y_{96} 為 1、其餘為 0；若樣本觀察值為 95 年度 (2006 年)，則 Y_{95} 為 1、其餘為 0；若樣本觀察值為 94 年度 (2005 年)，則 Y_{94} 為 1、其餘為 0。

⁵ 有部分研究以 Tobin's Q 或公司市帳比做為衡量成長機會之代理變數，但以本研究樣本發現公司獲利能力(ROA)與 Tobin's Q 及公司市帳比相關係數分別為 0.583 及 0.506。為了避免可能存在共線性之關係，因此本研究主要以平均銷貨成長率作為本研究控制公司成長機會之代理變數。

四、實證模型

本研究欲探討經理人薪酬結構與公司治理環境對於企業現金股利支付政策的影響。有鑑於本研究之應變數（每股現金股利）係以零為起點之受限制型資料（censored data），因此以傳統多元線性迴歸（OLS）中應變數為常態線性之假設並不相符，若以 OLS 估計式可能會使結果產生偏誤，故本研究將透過 Tobit 迴歸模型，來分析自變數是否會對公司之現金股利支付政策造成顯著性影響。根據假說建立下列實證模型：

$$\begin{aligned}
 DIV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 TC_{it} + \alpha_2 O/C_{it} + \alpha_3 MANG_{it} + \alpha_4 BIG_{it} + \alpha_5 ACTIVE_{it} + \alpha_6 BOARD_{it} \\
 & + \alpha_7 IND_{it} + \alpha_8 DUALITY_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} FCF_{it} + \alpha_{12} ROA_{it} \\
 & + \alpha_{13} TAX_{it} + \alpha_{14} CAPEXP_{it} + \alpha_{15} RISK_{it} + \alpha_{16} GROWTH_{it} \\
 & + \alpha_{17} Y98 + \alpha_{18} Y97 + \alpha_{19} Y96 + \alpha_{20} Y95 + \alpha_{21} Y94 + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

模型定義變數如下：

i：第 i 家公司樣本；t：代表樣本年度第 t 年

表 1 操作性定義彙總表

應變數	操作性定義
DIV_{it}	公司宣告之每股現金股利
$PAYOUT_{it}$	公司每股現金股利+公司執行庫藏股支出/公司年底流通在外股數。
自變數	
TC_{it}	Ln((薪資+獎金及特支費+現金紅利+股票紅利) / 高階經理人人數) 控制股東之現金流量權/股份控制權
O/C_{it}	其中： 現金流量權=最終控制者之直接持股比例+Σ 各控制鏈之間持股率乘積 股份控制權=最終控制者直接持股比例+Σ 各控制鏈最末端之持股比例
$MANG_{it}$	年底經理人持股數/公司年底流通在外股數
BIG_{it}	大股東持股數（不含董監） / 公司年底流通在外股數
$ACTIVE_{it}$	政府機構年底持股比例+國外法人年底持股比例+其他法人年底持股比例
$BOARD_{it}$	董事會席次人數
IND_{it}	獨立董事席次人數/董事會席次人數
$DUALITY_{it}$	若公司有董事長兼任總經理的情形則為 1；其餘為 0

應變數	操作性定義
控制變數	
$SIZE_{it}$	Ln(公司期末資產總額)
LEV_{it}	公司期末長期負債 / 期末總資產
FCF_{it}	公司當年度營運現金流量/平均總資產
ROA_{it}	[稅後淨利+利息支出×(1- 25%)] / 平均總資產
TAX_{it}	公司當年度稅額扣抵比率
$CAPEXP_{it}$	公司當年度資本支出/平均總資產
$RISK_{it}$	公司五年稅前息前折舊前之總資產報酬率之標準差
$GROWTH_{it}$	公司五年平均銷貨成長率
Y_{94-98}	若樣本觀察值為 98 年度 (2009 年), 則 Y_{98} 為 1、其餘為 0; 若樣本觀察值為 97 年度 (2008 年)則 Y_{97} 為 1、其餘為 0; 以此類推。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計

表 2 敘述統計

	MEAN	MIN	MAX	SD
應變數				
每股現金股利(DIV)	1.1830	.0000	27.0000	1.7621
每股總支出(PAYOUT)	1.2899	.0000	31.5118	1.8474
自變數				
經理人薪酬(TC)	14.9714	10.1339	18.2296	.7485
經理人薪酬	4,448,115.87	25,183	82,607,833	5,833,190.205
控制權與現金流量權偏離(O/C)	.7949	.0043	1.0000	.2674
經理人持股比例(MANG)	.0164	.0000	.2781	.0249
大股東持股比例(BIG)	.1809	.0000	.7420	.1092
主動機構持股比例(ACTIVE)	.0684	.0000	.8399	.1166
董事會規模(BOARD)	7.08	3	21	2.530
獨立董事比率(IND)	.1146	.0000	.7500	.1552
董事長兼任總經理(DUALITY)	.28	0	1	.450

	MEAN	MIN	MAX	SD
控制變數				
公司規模(SIZE)	15.8072	12.6558	20.7450	1.2626
財務槓桿(LEV)	.0772	.0000	.7031	.0951
自由現金流量(FCF)	.0759	-1.0045	1.0474	.1069
獲利能力(ROA)	.0606	-.5070	.4889	.0845
稅額扣抵比率(TAX)	.1480	.0000	.4815	.1291
資本支出(CAPEXP)	.0399	.0000	.7664	.0735
經營風險(RISK)	.0484	.0021	.3409	.0382
成長機會(GROWTH)	.2291	-4.7197	50.4897	1.3588

從表 2 可知，現金股利最大有\$27 最小卻是 0，而經理人薪酬部份最大高達\$82,607,833 最少則僅有\$25,183，顯示國內上市公司發放現金股利和經理人薪酬的情況差異很大。經理人持股比例最大為 27.81%，但平均卻僅有 1.64%，顯示台灣上市公司內部人持股比例並不大。而董事長兼任總經理平均數為 0.28，顯示樣本中的上市公司同時兼任兩個職位者並不多。且董事會規模平均有 7.08 位，可見樣本中多數企業其董事會規模不小。另外，獨立董事比例最小為 0，顯示在未強制規定需於董事會中設置獨立董事時，仍有企業未主動聘任獨立董事來監督董事會之運作。

二、相關性分析

本研究以 Pearson 積差相關分析，檢驗各個變數與變數之間的相關性，以避免迴歸分析時因線性重合而造成結果有所偏誤。由表 3 可知各個自變數與自變數間之相關係數絕對值皆小於 0.5。而除了大股東持股比率外，應變數-每股現金股利 (DIV) 與經理人薪酬、經理人持股比率、主動機構持股比率以及獨立董事比率 ($p < 0.01$) 等自變數之間為顯著正相關，且與控制權與現金流量權偏離和董事長兼任總經理呈顯著負相關 ($p < 0.01$)，表示本研究所選取之自變數對於應變數有高度的影響。在控制變數方面則是與 ROA 之間的相關性為最高 (Pearson: 0.621; Spearman: 0.822)，凸顯公司之獲利能力在決定公司現金股利支付政策上扮演著重要的角色。

表 3 各變數相關性矩陣

	DIV	TC	O/C	MANG	BIG	ACTIVE	BOARD	IND	DUALITY	SIZE	LEV	FCF	ROA	TAX	CAPEXP	RISK	growth
DIV	1	.400**	-.105**	.106**	.034	.183**	.046*	.220**	-.066**	.204**	-.142**	.386**	.621**	.074**	.004	.114**	.021
TC		1	-.194**	.079**	-.125**	.211**	.128**	.151**	-.042*	.442**	-.005	.252**	.435**	.010	.022	.046*	.056**
O/C			1	-.338**	.209**	.005	-.178**	-.095**	.130**	-.210**	-.030	-.116*	-.055**	.071**	-.051**	-.072**	-.092**
MANG				1	-.107**	-.128**	-.074**	.170**	.026	-.175**	-.130**	.038*	.086**	.038*	-.041*	.133**	-.002
BIG					1	.064**	-.108**	-.016	-.018	-.056*	-.052**	-.029	.015	.034	.008	-.038*	-.012
ACTIVE						1	.230**	-.036	-.015	.342**	.068**	.107**	.142**	-.003	.019	-.047*	.018
BOARD							1	-.078**	-.126**	.350**	.056**	.061**	.008	.021	.036	-.099**	-.006
IND								1	-.002	-.112**	-.092**	.141**	.233**	.031	-.085**	.242**	.104**
DUALITY									1	-.097**	-.017	-.051**	-.078**	-.041*	-.017	.040*	-.012
SIZE										1	.270**	.074**	.104**	-.053**	.133**	-.139**	.048**
LEV											1	-.064**	-.140**	-.085**	.007	-.010	.057**
FCF												1	.384**	.094**	.047*	.041*	.022
ROA													1	.162**	.022	.048**	.064**
TAX														1	.143**	-.180**	-.055**
CAPEXP															1	-.059**	-.023
RISK																1	.076**
Growth																	1

** P<0.01 表達到 1%顯著水準；* P<0.05 表達到 5%顯著水準；右上角標現為 Pearson 積差相關分析。

ACTIVE (主動機構持股比例) BIG (大股東持股比例) BOARD (董事會規模) CAPEXP (資本支出) DIV (每股現金股利) DUALITY (董事長兼任總經理)
 FCF (自由現金流量) GROWTH (成長機會) IND (獨立董事比率) LEV (財務槓桿) MANG (經理人持股比例) O/C (控制權與現金流量權偏離)
 RISK (經營風險) ROA (獲利能力) SIZE (公司規模) TAX (稅額扣抵比率) TC (經理人薪酬)

表 4 整體樣本迴歸結果

$$\begin{aligned}
 DIV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 TC_{it} + \alpha_2 O/C_{it} + \alpha_3 MANG_{it} + \alpha_4 BIG_{it} + \alpha_5 ACTIVE_{it} + \alpha_6 BOARD_{it} \\
 & + \alpha_7 IND_{it} + \alpha_8 DUALITY_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} FCF_{it} + \alpha_{12} ROA_{it} \\
 & + \alpha_{13} TAX_{it} + \alpha_{14} CAPEXP_{it} + \alpha_{15} RISK_{it} + \alpha_{16} GROWTH_{it} \\
 & + \alpha_{17} Y98 + \alpha_{18} Y97 + \alpha_{19} Y96 + \alpha_{20} Y95 + \alpha_{21} Y94 + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

應變數：每股現金股利(DIV_{it})

自變數	預期方向	係數	T 值	P 值
截距項		-8.823***	-12.92	0.0000
經理人總薪酬(TC _{it})	+	0.138***	2.95	0.0032
控制權與現金流量權偏離(O/C _{it})	+	-0.203*	-1.71	0.0866
經理人持股比例(MANG _{it})	+	3.268***	2.59	0.0096
大股東持股比例(BIG _{it})	+	0.265	0.99	0.3240
主動機構持股比例(ACTIVE _{it})	+	0.700***	2.77	0.0056
董事會規模(BOARD _{it})	?	-0.017	-1.44	0.1512
獨立董事比率(IND _{it})	+	0.766***	4.08	0.0000
董事長兼任總經理(DUALITY _{it})	-	-0.005	-0.08	0.9399

控制變數

公司規模(SIZE)		0.352***	11.84	0.0000
財務槓桿(LEV)		-1.699***	-5.24	0.0000
自由現金流量(FCF)		1.689***	5.60	0.0000
獲利能力(ROA)		20.86***	39.52	0.0000
稅額扣抵比率(TAX)		2.566***	10.99	0.0000
資本支出(CAPEXP)		-1.157***	-3.08	0.0021
經營風險(RISK)		-1.726**	-2.05	0.0403
成長機會(GROWTH)		-0.039	-0.99	0.3229
Y ₉₈		0.883***	8.47	0.0000
Y ₉₇		0.448***	4.60	0.0000
Y ₉₆		0.325***	3.25	0.0012
Y ₉₅		0.290***	3.14	0.0017
Y ₉₄		0.147	1.56	0.1182

Pseudo. R²=0.2722
 Log likelihood= -3846.7352
 LR X²=2877.12
 N=2885

***p<0.001 表達到 0.1%顯著水準；**p<0.01 表達到 1%顯著水準；*p<0.05 表達到 5%顯著水準

三、多元迴歸分析

(一) 高階經理人薪酬對現金股利支付政策之影響

表 4 所列示之多元迴歸結果顯示，當經理人薪酬越高時，公司支付現金股利之水準越高 (係數=0.138; $p=0.0032$)，支持假說一。也就是說，若給予經理人越多的薪酬，公司會支付較高的現金股利水準，使自由現金流量代理問題得以透過支付現金股利的方式而獲得控制，即透過現金股利的發放可使企業經理人對未來的現金流量維持一定的承諾。

(二) 公司治理機制對現金股利支付政策之影響

1. 股權結構

過去研究多支持現金流量權與股份控制權偏離程度與現金股利發放水準呈現正向關係。但本研究的實證結果顯示現金流量權與股份控制權偏離程度與現金股利發放水準呈顯著負相關 (係數= -0.203; $P=0.0866$)。

因此本研究推論當最終控制股東之現金流量權與股份控制權偏離越大時，會傾向增加現金股利的發放來免除外部投資者對企業的經營疑慮。這就能解釋為何本研究實證結果會呈現兩者存在著負向顯著關係而非預期的正向關係了。

另外，在經理人持股上，不僅與預期方向一致且高度顯著 (係數=3.268; $p=0.0096$)，支持假說三。故若經理人持股比例越高時，越能使其利益與公司利益一致，因此就能避免將盈餘做不利和無效的投資，轉而發放於股東。

而大股東持股方面，雖與預期方向一致但卻無顯著性 (係數=0.265; $p=0.3240$)，並未支持假說四。也就是說，在本研究結果顯示大股東持股多寡不會影響到企業發放現金股利之水準。

且實證結果顯示主動機構投資人持股比例的提高對於公司之現金股利支付水準有顯著的正向影響 (係數=0.700; $p=0.0056$)，支持假說五。由於主動機構投資人相對一般投資人具備更優異之監督能力，故能發揮出更好的監督效果。所以藉由主動機構投資人持股比例的提升會更有利於現金股利之發放。

2. 董事會特性

然而在董事會規模方面，表 4 所列示之結果顯示董事規模對現金股利的影

響呈現負向關係 (係數=-0.0169; $p=0.1512$)，但由於不具顯著性，故未支持假說六。也就說董事會規模並不影響董事會對管理者的監督效能以及企業發放現金股利之多寡。

董事會一直是公司治理機制中重要的環節，從表 4 可知公司之獨立董事占董事會比例增加對公司現金股利發放水準有顯著正向的影響 (係數=0.766; $p=0.0000$)，支持假說七。簡單來說，實證結果顯示公司之獨立董事制度確實可以完善公司治理機制，使外部人與內部人之利益衝突可以藉由獨立董事的監督而降低，進而提高公司現金股利之發放。

就董事長是否兼任總經理來看，實證顯示其與現金股利的確為負向相關但卻不顯著 (係數=-0.00467; $p=0.9399$)。即預期董事長兼任總經理可能會弱化公司治理機制，進而降低公司現金股利發放之假說八無法獲得支持。

(三) 公司特性等控制變數對現金股利支付政策之影響

而當公司規模越大的公司，其較為穩定的現金流量確實可使公司提高現金股利的發放。而財務槓桿越高的公司，其公司主要資金來源為負債，因此在現金股利的發放會受到限制而降低現金股利的發放，且負債比率的提高亦可作為有效的公司治理機制之一 (Jensen, 1986)，因此股東可能會較放心將資金保留在公司內部而使得公司發放之現金股利降低。當公司的獲利能力越好時，可使公司越有能力提高現金股利的發放。

當公司自由現金流量越高時，公司所隱含之自由現金流量代理問題較為嚴重，因此公司會傾向提高現金股利的發放使股東得以受惠。公司資本支出提高時，會排擠公司在資金上其他的運用，因此使得公司在制定股利政策時會傾向降低現金股利之發放水準將公司資金保留在公司內部以供投資之用。當公司之稅額扣抵比率越高時，公司為了使股東稅負最小化，會傾向透過提高現金股利的方式將現金分配給股東，使公司股東可獲得租稅扣抵的利益。

四、頑強性檢定 (Robustness tests)

企業在現金支付政策 (Payout policy) 上，除了透過現金股利作為支付工具外，亦可透過庫藏股的執行來將多餘的自由現金流量分配給股東。Grullon & Michaely (2002) 發現美國企業在支付政策上除了使用傳統上的現金股利以外，越來越多的企業傾向採用庫藏股政策。而且研究發現較年輕的企業面臨著較高經營風險與不確定性，因此會較傾向採用比股利政策更來得彈性的庫藏股

政策。La Porta et al. (2000) 也認為在考量公司治理對企業現金股利支付政策的影響時，如不考量庫藏股政策的支付效果，可能會低估了公司治理對企業支付政策的影響程度。不過 La Porta et al. (2000) 礙於研究上是以國家層級的資料做研究且各國之間的庫藏股制度亦有相當大的差別，因此並未考慮庫藏股政策的影響。

在國內研究部分，鄭桂蕙 (2005) 以台灣 2000 年 8 月 9 日至 2002 年 12 月 31 日實施庫藏股的上市櫃公司所做的實證研究發現庫藏股買回比率越高的公司，其現金股利發放率也越高，表示公司在充足的自由現金流量下，公司會同時採用現金股利及庫藏股政策，以將多餘的自由現金流量分配予股東。綜合先前文獻所述，本研究為了避免單純以現金股利支付水準來衡量可能會低估公司支付政策的效果，對於公司的支付政策除了以現金股利衡量外，於敏感性分析中，同時考量公司執行庫藏股所產生的現金支出以捕捉實際公司分配現金予股東之水準。故本研究以公司現金股利加上庫藏股之總支出變數作為敏感性分析之應變數。模型如下

$$\begin{aligned}
 PAYOUT_i = & \alpha_0 + \alpha_1 TC_i + \alpha_2 OI C_i + \alpha_3 MANG_i + \alpha_4 BIG_i + \alpha_5 ACTIVE_i + \alpha_6 BOARD_i \\
 & + \alpha_7 IND_i + \alpha_8 DUALITY_i + \alpha_9 SIZE_i + \alpha_{10} LEV_i + \alpha_{11} FCF_i + \alpha_{12} ROA_i \\
 & + \alpha_{13} TAX_i + \alpha_{14} CAPEXP_i + \alpha_{15} RISK_i + \alpha_{16} GROWTH_i \\
 & + \alpha_{17} Y98 + \alpha_{18} Y97 + \alpha_{19} Y96 + \alpha_{20} Y95 + \alpha_{21} Y94 + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

實證結果如表 5 所示，在現金股利加入執行庫藏股所產生的現金支出後，現金流量權與股份控制權偏離程度由原先的負向顯著變為不顯著。就本研究推論雖然在最終控制股東之現金流量權與股份控制權偏離越大時，並不偏好藉由較為彈性的庫藏股買回政策作為其支付現金的工具，來免除外部投資者對企業的經營疑慮。

而董事會規模卻從不相關轉變為與顯著負相關，顯示董事的人數在法定最低限額下，人數也不宜過多，以避免機構臃腫，降低辦事效率。且因為我國公司法規定董事之選任採取累計投票制度⁶，所以若控制股東掌握了某固定比例股權且在董事會規模越大時，越有可能藉由董事會全面改選，掌握一定比例以上的董事會席次，因此董事會規模越大越無法避免控制股東掌握董事會，而使董事會無法有效地運作。除此之外，其餘各項自變數均與前述以現金股利發放

⁶ 所謂累計投票制係指當董事會改選人數為 n 人時，則每股投票權張數為 n 張，可集中投給同一人或者是分散投票給數人。

水準為應變數之實證相似。即絕大多數結果與本研究中表 4 實證成果相同。

表 5 整體樣本迴歸結果-每股總支出

$$\begin{aligned}
 PAYOUT_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 TC_{it} + \alpha_2 O/C_{it} + \alpha_3 MANG_{it} + \alpha_4 BIG_{it} + \alpha_5 ACTIVE_{it} + \alpha_6 BOARD_{it} \\
 & + \alpha_7 IND_{it} + \alpha_8 DUALITY_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} FCF_{it} + \alpha_{12} ROA_{it} \\
 & + \alpha_{13} TAX_{it} + \alpha_{14} CAPEXP_{it} + \alpha_{15} RISK_{it} + \alpha_{16} GROWTH_{it} \\
 & + \alpha_{17} Y98 + \alpha_{18} Y97 + \alpha_{19} Y96 + \alpha_{20} Y95 + \alpha_{21} Y94 + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

應變數：每股總支出(PAYOUT _{it})				
自變數	預期方向	係數	T 值	P 值
截距項		-7.925***	-14.22	0.0000
經理人總薪酬(TC _{it})	+	0.127***	3.70	0.0002
控制權與現金流量權偏離(O/C _{it})	+	-0.167	-1.34	0.1801
經理人持股比例(MANG _{it})	+	4.618***	3.46	0.0006
大股東持股比例(BIG _{it})	+	0.062	0.22	0.8265
主動機構持股比例(ACTIVE _{it})	+	0.656**	2.43	0.0153
董事會規模(BOARD _{it})	?	-0.024*	-1.90	0.0577
獨立董事比率(IND _{it})	+	1.022***	5.10	0.0000
董事長兼任總經理(DUALITY _{it})	-	-0.010	-0.16	0.8766
控制變數				
公司規模(SIZE)		0.335***	9.92	0.0000
財務槓桿(LEV)		-1.869***	-5.50	0.0000
自由現金流量(FCF)		2.289***	7.13	0.0000
獲利能力(ROA)		17.71***	36.55	0.0000
稅額扣抵比率(TAX)		1.831***	7.64	0.0000
資本支出(CAPEXP)		-1.119***	-2.78	0.0055
經營風險(RISK)		0.084	0.10	0.9226
成長機會(GROWTH)		-0.034	-1.11	0.2687
Y ₉₈		0.510***	4.66	0.0000
Y ₉₇		0.375***	3.69	0.0002
Y ₉₆		0.161	1.54	0.1235
Y ₉₅		0.044	0.46	0.6479
Y ₉₄		-0.033	-0.34	0.7331
Pseudo. R ² = 0.2244				
Log likelihood= -4271.4835				
LR X ² = 2471.76				
N= 2885				
***p<0.001 表達到 0.1%顯著水準；**p<0.01 表達到 1%顯著水準；*p<0.05 表達到 5%顯著水準				

伍、討論與結論

一、討論

針對本文實證結果作討論。第一，La Porta et al. (1999) 認為控制股東可能會利用對於公司的掌控權進而產生侵占少數股東利益的動機。Claessens et al. (2002) 提出侵占效果假說，認為當控制股東對公司的控制權以及其享有的現金流量權產生偏離時，會提高控制股東侵占少數股東利益的動機。Gugler & Yourtoghlu (2003) 亦發現控制股東的投票權(控制權)與現金流量權產生偏離時，控制股東會透過降低現金股利的發放以達到侵占少數股東利益的目的。因此本研究預期當控制股東之控制權與現金流量權產生偏離時會降低現金股利的發放，使少數股東的利益蒙受損害。

但實證結果卻顯示兩者為顯著負向關係，於是本研究進一步去深究其原因，認為在過去研究結果多偏向兩者呈現正向關係情況下，預期控制股東控制權與現金流量權的偏離程度越大則股利支付水準愈低。但是本研究之實證結果卻顯示，控制股東控制權與現金流量權的偏離程度與股利支付水準呈現顯著的負相關。該結果產生了與過去研究文獻完全相異之情況。考量到 Faccio et al. (2001) 研究中曾提出，若為控制股東之控制權大於 20%的集團緊密型公司 (tightly affiliated corporations)，其 O/C 越低(即控制權與現金流量權偏離較大)時，反而會發放較高的股利。而美國著名企業史學家錢德勒對家族企業下的定義是：「企業創始者及其最親密的合夥人(家族)一直享有大部分股權。他們與經理人員維持緊密的私人關係，且保留高階層管理的主要決策權，特別是在有關財務政策、資源分配和高階人員的選拔方面」。Gomez-Mejia et al. (2003) 則認為家族企業係家族成員占有兩席或兩席以上的董事會席次，且家族成員持股數超過 5%。Miller et al. (2007) 則將家族企業定義為企業中主要所有權人或經理人為家族多數成員所擔任。

國內學者 Yeh et al. (2001) 利用表決權機率模型⁷，若公司最大股東為家族成員且家族成員控制持股超過其表決權機率模型計算下的臨界值時則定義為家族控制型企業。其發現在國內約 76%的企業皆為家族控制型企業。中華徵信所 2008 年 10 月 15 日出版的「2008 台灣地區大型集團企業研究」指出，資產總額前一百大之企業集團中，家族性集團高達百分之 73.56% (中華徵信所，

⁷ Cubbin & Leech (1983)

2008)。Villalonga & Amit (2006) 發現家族企業有較高動機保存家族聲譽及基業，且重視企業長期利益，因此其經營績效相較非家族企業更好。

因此，可推論本文結果顯示在台灣當最終控制股東之現金流量權與股份控制權偏離越大時，會傾向執行現金股利的發放來免除外部投資者對企業之經營疑慮。進一步從敏感性分析更可知，即使當最終控制股東之現金流量權與股份控制權偏離越大時，企業也不偏好藉由較為彈性的庫藏股買回政策來作為支付的工具。

第二，本研究預期大股東持股比例若越大可更有效發揮其監督能力，保護股東應得之權益進而提高現金股利的發放。但結果顯示大股東持股比率並未對公司現金股利有顯著的影響。本研究認為原因在於台灣公司法第二百零二條之規定，關於公司業務之執行，除公司法或章程明確規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。故公司的股利政策是由董事會根據公司的業務經營情況、現金流量、財務狀況、公司發展前景等重要因素而定，或由董事會決定後才提交年度股東大會審議通過後實施。而本研究來自 TEJ 大股東持股比率的衡量排除了在公司有擔任董監事職務或為經理人之大股東，因此大股東其實無法直接制訂股利政策，甚至對股利發放是無決定權的。

第三，過去有學者認為董事規模越大，代表公司之董事會可以延攬更多人才，使董事會達到集思廣益的效果，當董事會規模越大時，越能健全公司治理機制，使董事會可以做出高品質的決策。(Xie et al., 2003; Officer, 2006)。但亦有學者認為董事會規模越小反而對公司治理產生正面的幫助 (Yermack, 1996; Bennedsen et al., 2008)。故董事會規模在公司治理機制上所扮演的角色可能是模糊的。而在本研究結果也證實董事會規模對於現金股利政策並無顯著的影響力，故實證結果才會出現大股東持股比率對公司現金股利並無顯著影響力。

第四，由於本研究預期當公司的董事長兼任總經理時，較容易削弱董事會的客觀性及獨立性，使董事會喪失監督管理階層的力量，進而使少數股東的利益遭受損害。不過實證卻指出，當董事長兼任總經理並不會顯著地改變公司對現金股利的政策。可能是證期會在民國 91 年修正的「上市上櫃公司治理實務守則」中，為了強化董事會機能以落實公司治理制度，因此軟性要求上市(櫃)公司之董事長不宜兼任總經理。而本研究樣本中也可知上市公司董事長兼任總經理的情況也不多(mean=0.28)。且 Brickley et al. (1997) 發現在大型公司中，總經理獲得董事長頭銜後所帶來的效益較其所產生的成本還來得大。所以當董事長兼任總經理時，對於公司治理機制的影響效果可能是混沌的，以致無法從

董事長兼任總經理的情形來觀察公司治理環境的良莠。

再者，本研究進一步探討於經理人薪酬、經理人持股比例、機構投資人持股以及董事會的獨立性等四項因素上，所獲得之顯著性。

(一) 經理人薪酬對公司股利政策之影響

Lewellen et al. (1987) 發現經理人現金薪酬的提高可使公司提高現金股利的水準。Fenn & Liang (2001) 也認為在公司代理問題嚴重的情形下，透過提高經理人的股票薪酬可使公司內部有誘因提高現金股利的水準。Aboody & Kasznik (2008) 亦主張透過給予經理人具有股利保護 (dividend protection) 特性的限制型股票薪酬，可使經理人提高現金股利的發放以滿足外部股東在租稅上的偏好。故本研究預期提高經理人的薪酬可以使經理與股東之利益一致，進而提高現金股利的發放水準。實證發現，經理人薪酬確實能提高公司現金股利發放水準。所以將經理人薪酬透過適當地與現金股利連結時，可以誘使公司內部根據股東的最大利益來制定最佳的股利政策，使代理問題可獲得減緩。

雖然 Morck et al. (1988) 實證發現，公司價值與內部人持股比之間且有顯著的非線性關係：當內部人持股比例在 0%到 5%範圍內，Tobin' s Q 會上升；若持股比例來到 5%至 25%的範圍時，Tobin' s Q 會下降；而持股比例超過 25%以上時，Tobin' s Q 又會開始上升。但國內王翔民 (2003) 實證後發現內部人的持股比例顯著影響公司股利發放的多寡與否，證明了公司治理因素與股利發放間存在相關性。且從本研究敘述統計可知台灣上市公司之經理人持股最大雖有 27.81%，但平均卻僅有 1.64%，顯示台灣上市公司內部人持股比例並不大。進一步分析經理人持股比例，發現持股大於平均值 1.64%僅占了樣本的 31.36%，也就是說約有七成左右的經理人持股是小於 5%，所以本研究之結果與 Morck et al. (1988) 也並無不同。

(二) 經理人持股比例對公司股利政策之影響

實證顯示了經理人持股對於公司現金股利的發放具高度相關性，符合 Jensen & Meckling (1976) 所提出利益一致假說，認為解決權益代理問題方式之一便是提高經理人所持有公司的股份，可使經理人的利益與公司利益相連結。而在資訊不對稱的情況下，提高外部股東財富的方式之就是將公司內部多餘的現金流量透過現金股利的方式分配給股東，故公司經理人之持股比率提高

時，其公司現金股利支付水準可能亦跟著提高。與 Fenn & Liang (2001) 發現的當公司處在高自由現金流量的代理問題下，透過提高經理人的持股比率可以促使公司內部人將多餘的現金透過現金股利或庫藏股的方式發還給股東，使自由現金流量所帶來的代理問題得以得到控制之研究成果。

(三) 主動機構投資人持股比例對公司股利政策之影響

機構投資人往往較一般散戶投資人擁有較多的公司內部資訊以及較高的專業程度，因此較能夠有能力監督公司的運作及經營的績效，使公司治理機制透過機構投資人的監督與制衡而更加完善，故過去文獻常以機構投資人的持股比例作為衡量公司治理良莠的指標之一。而 Almazan et al. (2004) 更進一步的將機構投資人分為「主動」以及「被動」兩類，結果發現主動機構投資人持股比例的增加較能夠產生監督效果，使高階經理人薪酬對績效的敏感度增加。因此本研究以“政府機構年底持股比率加上國外法人年底持股比率+其他法人年底持股比率”作為衡量主動機構投資人持股比例的代理變數，並探討主動機構投資人在公司治理機制中所扮演的角色，並預期當主動機構投資人持股比例增加時，可發揮其監督效果，使得公司得以提高現金股利的發放。結果指出，主動機構投資人持股比例的增加確實可以提高公司現金股利的發放，使代理問題藉由現金股利的發放而獲得控制，與 Grinstein & Michaely (2005) 的看法一致。

(四) 獨立董事對公司股利政策之影響

Fama (1980) 認為增加董事會的獨立性可以避免因其他不肖的董事與管理階層勾結而導致董事會監督的機能喪失的情況產生。Beasley (1996) 亦認為增加獨立董事的比例可以降低財務報表舞弊的情形產生。故本研究預期越高的獨立董事比例可提升董事會的監督機能，進而促使公司內部提高現金股利的發放，以降低代理問題的產生。實證顯示，獨立董事比例越高時，對公司現金股利有顯著正向的影響，這表示獨立董事制度確實可以在董事會中發揮監督與制衡的效果，使公司提高現金股利的發放，以避免公司多餘現金遭控制股東的侵占。

二、結論

公司治理是一種對公司進行管理和控制的體系，不僅規定了公司的各參與

者如董事會、經理、股東和其他利害關係人的責任與權利的分配，並規範了公司事務時所應遵循的規則和策略，來達到監督公司的功效。而股利政策也可以說是公司治理問題的一種，因為公司治理的本質上就是解決股權與經營權兩者分離下的代理問題，進而達到控制代理成本改善公司營運效率的目的。

本研究以 2004 年至 2009 年在台灣證券交易所 (TWSEC) 掛牌上市交易之公司作為研究對象，檢視給予經理人薪酬是否會誘使公司經理人之目標與外部股東一致。以及近年來政府不斷修訂公司治理機制，期望透過公司治理機制對企業進行監督，保護股東應有之權益，避免公司多餘的現金遭到內部人的侵佔，進而提高現金股利的發放。

實證顯示增加經理人薪酬可使公司現金股利發放水準顯著地提高。因此將經理人薪酬透過適當地與現金股利連結時，可以誘使公司內部根據股東的最大利益來制定最佳的股利政策，使代理問題可獲得減緩。且在國內家族企業為主的情況下，本研究推論實證結果會產生兩者間具有顯著負向關係是由於，當最終控制股東之現金流量權與股份控制權偏離越大時，會傾向增加現金股利的發放來免除外部投資者對企業的經營疑慮。換句話說，在國內以家族企業為大宗的情況下，O/C 愈低 (現金流量權與股份控制權偏離程度愈大)，則現金股利發放水準會愈高。

此外，經理人持股越高的確會驅使其利益追求與股東一致，因此在實證上顯著地影響了公司現金股利的支付水準。而機構投資人由於較一般散戶投資人擁有更多資源以及較高的專業，因此較有能力監督公司的運作與經營的績效，間接使公司治理機制更加完善。本研究進一步以“政府機構年底持股比率+國外法人年底持股比率+其他法人年底持股比率”作為衡量主動機構投資人持股比例的代理變數，更發現主動機構投資人持股比例的確對公司現金股利政策造成高度的影響。

再者，加強董事會的獨立性也可以避免因其他不肖的董事與管理階層勾結，而導致董事會機能喪失的情況，或可以降低財務報表舞弊的情形產生。實證顯示在台灣獨立董事制度是真的能夠於董事會中發揮監督與制衡的效果，並有利公司現金股利之發放的。

Mitton (2004) 探討新興市場中公司治理對股利政策的影響，其研究樣本共 19 個國家 365 家上市公司，其經由實證結果發現公司治理品質與公司成長性對於股利分配比率具負向交互影響，即公司成長性對於股利分配比率之負向影響隨著公司治理品質之提高而益趨顯著。同時指出公司治理與股利支付的正

向關係主要限於在對投資者保護較完善的國家，意味著企業間的公司治理機制與國家間的法律保護之間的關係，二者屬於互補關係而不是替代關係，而且在投資者保護程度較高下，在資本配置上的效率就會更高。

而本文實證結果下，經理人薪酬及公司治理因素對於”公司是否發放股利”或”公司發放股利金額”均呈現正相關，顯示在台灣政府機關對於投資者保護的重視，以及相關政策的成效，令本研究能於兩項應變數的設定下，都可獲得相同之結果。綜言之，本研究證實了在台灣的確能夠透過提高經理人薪酬與完善公司治理機制，如經理人持股比率提高、主動機構投資人持股比率變多或是獨立董事占董事會比例變大等，有效保障股東應享之權益，提升現金股利的發放水準。

參考文獻

- 中華徵信所，2008，2008 台灣地區大型集團企業研究，初版，台北：著者發行。
- 王翔民，2003，公司治理與公司績效之交互作用對股利政策之衝擊，國立成功大學會計學系碩士論文。
- 李德冠、柯承恩，2008，「探索公司治理的監督能力—來自公司現金股利發放的證據」，2008 會計發展新趨勢研討會論文集：1~20。
- 曾昭玲、周小玲，2007，「企業成長機會之於融資政策及股利政策影響之多期性研究」，東吳經濟商學學報，57 期：49~77。
- 黃旭輝、葉春岑，2005，「資訊不對稱與可支配現金流量對股利政策影響之研究」，中原企管評論，3 卷 2 期：17~36。
- 廖一成，2005，機構投資人與外部董事對高階管理者薪酬影響之研究，國立東華大學企業管理學系碩士論文。
- 鄭桂蕙，2005，「庫藏股買回對股利發放之影響」，會計評論，41 期：77~101。
- 盧育仕，2000，兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之實證研究，逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
- Aboudy, D. and Kasznik, R., 2008, “Executive stock-based compensation and firms’ cash payout: the role of shareholders’ tax-related payout preferences,” **Review of Accounting Studies**, Vol. 13, No. 2-3, 216-251.
- Almazan, A., Hartzell, J., and Starks, L., 2004, “Conflicts of interest and monitoring costs of institutional investors: Evidence from executive compensation.” Working paper, University of Texas at Austin.

- Beasley, M., 1996, "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, 433-465.
- Bebchuk, L. A. and Fried, J. M., 2003, "Executive Compensation as an Agency Problem," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, No. 3, 71-92.
- Bebchuk, L., Cohen, A., and Ferrell, A., 2005, "What matters in corporate governance?" Working paper, Harvard University and National Bureau of Economic Research.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., and Nielsen, K. M., 2008, "The causal effect of boardsize in the performance of small and medium-sized firms," **Journal of Banking & Finance**, Vol. 32, No. 6, 1098-1109.
- Bhagat, S. and Black, B., 1999, "The uncertain relationship between board composition and firm performance," **Business Lawyer**, Vol. 54, No. 3, 921-963.
- Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy," **Bell Journal of Economics**, Vol. 10, No. 1, 259-270.
- Bhattacharyya, N., Mawani, A., and Morrill, C., 2008, "Dividend payout and executive compensation: theory and evidence," **Accounting and Finance**, Vol. 48, No. 4, 521-541.
- Brickley, J., Coles, J., and Jarrell, G., 1997, "Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the board," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 3, No. 3, 189-220.
- Chae, J., Kim, S., and Lee, E. J., 2009, "How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 33, No. 11, 2093-2101.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P., 2000, "The separation of ownership and control in East Asian corporations," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1-2, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., and Lang, L. H. P., 2002, "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 6, 2741-2742.
- Cubbin, J. S. and Leech, D., 1983, "The Effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: theory and measurement," **The Economic Journal**, Vol. 93, No. 37, 351-369.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R., 2006, "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory," **Journal of Financial Economics**, Vol. 81, No. 2, 227-254.
- Easterbrook, F., 1984, "Two agency-cost explanations of dividends," **American Economic Review**, Vol. 74, No. 4, 650-659.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., and Young, L., 2001, "Dividends and expropriation," **American Economic Review**, Vol. 91, No. 1, 54-78.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C., 1983, "Agency problems and residual claims," **Journal of**

- Law and Economics**, Vol. 26, No. 2, 327-349.
- Fama, E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm," **Journal of Political Economy**, Vol. 88, No. 2, 288-307.
- Farinha, J., 2003, "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis," **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 30, No. 9-10, 1173-1209.
- Farrar, D. E. and Selwyn, L. L., 1967, "Taxes, corporate financial policy and return to investors," **National Tax Journal**, Vol. 20, No. 3, 444-455.
- Fenn, G. W. and Liang, N., 2001, "Corporate payout policy and managerial stock incentives," **Journal of Financial Economics**, Vol. 60, No. 1, 45-72.
- Gaver, J. and Gaver, K., 1993, "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 16, No. 1-3, 125-160.
- Gaver, J. and Gaver, K., 1998, "The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation," **The Accounting Review**, Vol. 73, No. 2, 235-253.
- Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., and Makri, M., 2003, "The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations," **Academy of Management**, Vol. 46, No. 2, 226-237.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A., 2003, "Corporate governance and equity prices," **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, No. 1, 107-155.
- Gordon, M. J., 1963, "Optimal investment and financing policy," **Journal of Finance**, Vol. 18, No. 2, 264-272.
- Grinstein, Y. and Michaely, R., 2005, "Institutional holdings and payout policy," **Journal of Finance**, Vol. 60, No. 3, 1389-1426.
- Grullon, G. and Michaely, R., 2002, "Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 4, 1649-1684.
- Gugler, K. and Yourtoglou, B. B., 2003, "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany," **European Economic Review**, Vol. 47, No. 4, 731-758.
- Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F., 2008, "Corporate governance and firm cash holdings in the US," **Journal of Financial Economics**, Vol. 87, No. 3, 535-555.
- Healy, P. and Palepu, K., 1988, "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions," **Journal of Financial Economics**, Vol. 21, No. 2, 149-175.
- Jagannathan, M., Stephens, C., and Weisbach, M., 2000, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases," **Journal of Financial Economics**, Vol. 57, No. 3, 355-384.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure," **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,"

- American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, 323-329.
- Jiraporn, P. and Ning, Y., 2006, "Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance," **Journal of Applied Finance**, Vol. 16, No. 2, 24-36.
- John, K. and Williams, J., 1985, "Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium," **Journal of Finance**, Vol. 40, No. 4, 1053-1070.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999, "Corporate ownership around the world," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 2, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2000, "Agency problems and dividend policies around the world," **Journal of Finance**, Vol. 55, No. 1, 1-33.
- Lambert, R., Lanen, W., and Larcker, D., 1989, "Executive stock options plans and corporate dividend policy," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 24, No. 4, 409-425.
- Lewellen, W. G., Loderer, C., and Martin, K., 1987, "Executive compensation and executive incentive problems: an empirical analysis," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 9, No. 3, 287-310.
- Miller, D., Breton-Miller, I. L., Lester, R. H., and Cannella, Jr. A. A., 2007, "Are family firms really superior performers?" **Journal of Corporate Finance**, Vol. 13, No. 5, 829-858.
- Miller, M. and Modigliani, F., 1961, "Dividend policy, growth and the valuation of shares," **Journal of Business**, Vol. 34, No. 4, 411-433.
- Miller, M. and Rock, K., 1985, "Dividend policy under asymmetric information," **Journal of Finance**, Vol. 40, No. 4, 1031-1051.
- Mitton, T., 2004, "Corporate governance and dividend policy in emerging markets," **Emerging Markets Review**, Vol. 5, No. 4, 409-426.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 293-315.
- Officer, M. S., 2006, "Dividend policy, dividend initiations, and governance." Working paper, University of Southern California.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R., 2006, "Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis," **The Journal of Finance**, Vol. 61, No. 6, 2725-2751.
- Pound, J., 1988, "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 237-265.
- Pozen, R. C., 1994, "Institutional investors: The reluctant activists," **Harvard Business Review**, Vol. 72, No. 1, 140-149.
- Rozeff, M. S., 1982, "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," **Journal of Financial Research**, Vol. 5, No. 3, 249-259.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1986, "Large shareholders and corporate control," **Journal of**

- Political Econom**, Vol. 94, No. 3, 461-488.
- Smith, C. and Watts, R., 1992, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies," **Journal of Financial Economics**, Vol. 32, No. 3, 263-292.
- Villalonga, B. and Amit, R., 2006, "How do family ownership, control, and management affect firm value?" **Journal of Financial Economics**, Vol. 80, No. 2, 385-417.
- White, L. F., 1996, "Executive compensation and dividend policy," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 2, No. 4, 335-358.
- Xie, B., Davidson, W. N., and DaDalt, P. J., 2003, "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 9, No. 3, 295-316.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woitke, T., 2001, "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," **International Review of Finance**, Vol. 2, No. 1-2, 21-48.
- Yermack, D., 1996, "Higher market valuation of companies with a small board of directors," **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, No. 2, 185-212.
- Zhang, H., 2008, "Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the Mainland," **China Economic Review**, Vol. 19, No. 3, 437-459.

作者簡介

林穎芬

國立中山大學企業管理博士。現任職國立東華大學會計學系教授。主要研究領域為績效評估、公司治理及風險管理。學術論文曾發表於Journal of Business Research, Total Quality Management & Business Excellence, 管理學報, 台大管理論叢等期刊。

E-mail: yflin@mail.ndhu.edu.tw

黃麗津

國立東華大學企業管理學系會計組博士候選人。現任職慈濟技術學院會計資訊學系兼任講師。主要研究領域為公司治理、高階經理人薪酬以及盈餘管理。

E-mail: d9732012@ems.ndhu.edu.tw

陳思源

國立東華大學公司理財碩士學位學程碩士。勤業眾信聯合會計師事務所審計員。

E-mail: m9638009@ems.ndhu.edu.tw