

員工分紅、公司治理與未來績效

Employee Bonus, Corporate Governance, and Future Performance

許崇源 *Chung-Yuan Hsu*
國立政治大學會計學系
Department of Accounting,
National Chengchi University

陳昭蓉* *Chao-Jung Chen*
中原大學會計系
Department of Accounting,
Chung Yuan Christian University

摘要

本文探討公司治理特性對員工分紅之影響，及員工分紅對公司未來績效（包括資產報酬率、市場報酬及權益報酬率）之影響。實證結果發現，在公司治理特性方面，盈餘分配權較高、董監事持股比例較高及家族控股之公司，通常發放較少之員工分紅，而機構投資人持股比例愈高及獨立董監事席次較高之公司，發放較多之員工分紅。進一步測試員工分紅對公司未來績效之影響，實證結果發現，員工分紅對公司績效之提升有正面的效果。但進一步區分成發放過

* 通訊作者：陳昭蓉，我們感謝 2007 年會計理論與實務研討會及政治大學會計系 workshop 中，郭弘卿教授及與會者之評論與建議，亦謝謝本刊兩位評審之建議，使本文品質得以提升。

員工分紅、公司治理與未來績效

多員工分紅及發放過少員工分紅後，發現發放過多員工分紅對於提升公司績效的效果，不如發放過少員工分紅者，即過度發放員工分紅對公司績效並無進一步提升的效果。

關鍵字：員工分紅、公司治理、盈餘分配權、分配程度、未來績效。

Abstract

This study uses data from listed company to empirically investigate the determinants of employee bonus, including corporate governance characteristics, and the impact of employee bonus on the future performance, including accounting performance and market performance. Empirical result shows that the employee bonus is lower when the firm's controller has higher cash flow right, when the directors own more shares, and when the firm is controlled by family, and that the employee bonus is higher when the firm's independent board member and institutional ownership are higher. The above empirical results strongly support management self-interest hypothesis. We also examine the relationship between employee bonus and firm future performance. Results show that the impact of employee bonus on firm future performance is positive, but the impact of overpayment is lower than that of underpayment. The policy implication of the results is discussed in the paper.

Key words: Employee Bonus, Corporate Governance, Cash Flow Right, Overpayment\ Underpayment, Future Performance

壹、前言

當此知識經濟時代，公司員工之能力與努力扮演非常重要角色。為激勵員工致力於公司之經營並創造公司價值，根據努力程度與經營績效給予員工獎酬，為企業吸引人才及激勵員工的重要制度。根據中國時報 2007 年 5 月 2 日報導指出「台積電發放員工分紅總金額 347 億元最高，聯發科則是蟬聯每人最高，平均每名員工可領 533 萬元，相當月薪四萬元上班族十年薪水，據統計，除

了台積電登上台股最會發員工紅利的公司外，聯發科、華碩、中鋼、台達電、力晶員工分紅也都在三十億元以上」，可以看出企業為了吸引或留住好的人才，除了定額薪資外，亦酬以高額獎金、紅利及優惠認股權。

亞洲華爾街日報（The Asian Wall Street Journal）在 2002 年 7 月 18 日頭版報導，外國機構投資人對於台灣企業之員工分紅會計處理提出強烈質疑(鍾惠珍, 2002)。我國員工分紅配股之公司，其股票市價遠大於面值，以面額計值之方式分紅，對員工而言，其實質所得大於名目所得；對公司而言，因會計處理列為盈餘分配，未於損益表認列為費用，仍為管理當局所偏好，其中以電子業為最。根據商業周刊（2004）報導，近 20 年來，電子業員工分紅制度造成獎酬錯亂、盈餘失真、股本膨脹、本益比下滑，不僅造成股東與員工間的利益拔河賽，更攸關台灣電子業的國際競爭力，足以顯示此項制度與議題之重要性。因此，我國企業員工分紅政策之影響因素為何，值得深入探討。

根據代理理論（Jensen & Meckling, 1976），管理當局因為自利動機（Self Interest）與資訊不對稱（Information Asymmetry）而產生代理問題，企業採用員工分紅及認股權等獎酬制度，希望能激勵員工努力工作，提升經營績效與公司價值，使員工（含管理者）與股東的利益一致，以減緩代理問題。但這些制度也可能成為代理人追求私利的手段，誘使管理當局操縱績效及獎酬制度，產生另一種代理問題（Healy, 1985；Watts & Zimmerman, 1986；Holthausen et al., 1995）。不當的員工獎酬制度，不但未能使管理當局與投資人站在同一陣線，反而可能犧牲投資人的利益以謀取管理當局個人之利益（Stewart, 2003），進而對公司未來績效產生不利之影響（e.g., Core et al., 1999）。究竟我國員工分紅制度對公司未來績效之影響為何，亦值得深入探討。

公司所有權是否穩定、董事會是否盡責、經營團隊及員工是否努力，對於公司的經營成敗有決定性的影響，因此對於董監事與經營團隊的酬勞及員工分紅皆需要合理的規劃（商業周刊，2005）。我國員工分紅制度的目的在透過績效與員工報酬結合的機制，使員工與股東間目標一致，讓員工在增加其所得時，股東亦能同時獲利，除了激勵員工之外，亦解決部分代理問題。公司治理機制有助於對經營管理階層之監督與控制，為資金提供者賺取較佳之投資報酬（Shleifer & Vishny, 1997; OECD, 2004）。公司治理良好的公司，其監督功能較強，可降低資訊不對稱的程度，減緩代理問題，因此可發放較少員工分紅。國外文獻也指出企業的所有權及董事會結構均影響高階主管薪酬（Werner et al., 2005; Basu et al., 2007），有效能的董事會會影響經理人薪酬的發放（Baysinger & Hoskisson, 1990），機構投資人也會監督公司的獎酬政策（Black, 1992）。

因此，良好的公司治理，可發揮興利與監督功能，不僅影響高階主管的薪酬，亦影響員工分紅制度，因此探討公司治理對於員工分紅的影響非常重要。

過去的研究中，部分發現員工分紅制度有助於公司的獲利能力與組織績效提升（陳隆麒、翁寬，1992; Milkovich & Newman, 1999; Chen et al., 2006）。但亦有部分研究發現，在整體企業績效方面，員工分紅入股制度僅能在短期改善（Pugh et al., 2000），或對公司績效並無顯著正向影響（古金英，1999），股票分紅甚至對生產力產生負向效果（Chen et al., 2006），顯然員工分紅對於公司績效成長的效果亟待進一步釐清。

與員工分紅相關議題之研究甚多，包括員工分紅之會計處理（如許崇源等，2003）及員工分紅之影響因素。有關員工分紅與股價關聯性的研究，部分支持員工分紅與股價呈負相關的論點（范宏書、陳慶隆，2006），部分則支持員工分紅與股價呈正相關的論點（Chen, 2003；許崇源等，2008）。¹ 至於員工分紅與企業績效的關係則不一致，例如陳隆麒、翁寬（1992）研究顯示員工分紅有助於提升公司的獲利能力與組織績效，但陳俊合等（2003）之研究則指出員工股票分紅會對企業績效產生負面的影響。² 惟上述研究主要集中在公司報酬部分，甚少討論對股東之實質影響，故本研究進而討論員工分紅對投資人之影響，希望有助於該制度及相關資訊之有效運用。

自 2001 年底 Enron、WorldCom 等企業弊案發生以來，美國發現員工認股選擇權制度，亦為重要肇因之一。就會計面而言，因大部分公司採內含價值法，未認列任何費用，無法忠實反映經濟事實，扭曲財務狀況與經營績效，廣受批評（Buffett, 2002；Bodie et al., 2003）。我國員工分紅之會計處理及經濟影響與美國員工認股權制度相當，不同的是我國員工分紅制度，雖然建立激勵制度在先，但真實給與是以實際會計績效為基礎（見公司法第 235 條規定），而員工認股權制度雖然可能以績效為前提，但並不必然以績效為依據。業者常將台灣近年來電子業之競爭力歸因於員工分紅制度之建立（如施振榮，2002；曹興誠，2003 等），但亦難免員工分紅過高及報表失真之批評（葉銀華，2005），其影響及決定因素為何，值得深入探討。本文之實證結果，有助於了解我

¹ 國外文獻探討員工認股權與股價的關聯性，大多發現當 FASB 作出必須以公平價值法認列費用時，會有負的累積異常報酬，而作出寬鬆的揭露規定時，股價出現正的累積異常報酬反應（El-Gazzar & Finn, 1998; Dechow et al., 1996; Espahbodi et al., 2002）。

² 國外的文獻大部分發現員工認股選擇權與公司未來成長性存在正相關的結論（Bell et al., 2002; Hanlon et al., 2003; Keating et al., 2003; Aboody et al., 2004）。

國企業員工分紅之決定因素及其對未來績效之影響，希望能填補相關文獻之不足，並供於未來政策決定之參考。

本文主要從公司治理特性（以股權結構及董事會結構為主）探討員工分紅政策之影響因素。實證結果顯示，控制股東之盈餘分配權較高、董監事持股比例較高及家族控股公司，員工分紅比率較低，而獨立董監事席次愈高，則員工分紅比率越高。我們亦探討員工分紅對公司績效之影響，並利用企業之公司治理特性及經濟因素特性決定公司合理的員工分紅金額，進一步探討發放過多及發放較少兩種情況對公司未來年度會計績效及市場績效之影響。實證分析結果發現，整體而言員工分紅對公司績效提升有正面的效果，但發放過多與發放過少對於公司未來績效之影響並不對稱，過度發放員工分紅對績效之提升效果比發放過少員工分紅的效果差，顯示公司在發放員工分紅策略上應審慎使用。上述發現亦顯示此項制度有其正面功能，值得繼續使用，但另一方面對於給與制度亦有變革的必要，以減少其負面功能。

本文共分為五節。第二節回顧文獻並建立研究假說，第三節說明研究方法，第四節為實證結果分析，第五節彙整研究結論。

貳、文獻回顧及發展研究假說

根據情境理論（contingency theory），過去文獻大都假設公司管理當局會在對自己最有利的情況下，選擇獎酬支付標準，因此，本文一方面從公司治理特性探討影響員工分紅政策之因素，另一方面則探討員工分紅與未來績效之關係，尤其是員工分紅發放過多與發放較少之影響。

一、公司治理特性

OECD（2004）將公司治理定義為，一種對公司進行管理和監督的體系，說明公司各參與者（例如董事會、經理階層、股東和其他利害關係人）的責任及相對權利分配關係，因此公司治理架構應能確立公司的策略性指導、董事會對經營階層的有效監督及董事會對公司及股東的職責。Shleifer & Vishny（1997）認為公司治理機制可替資金提供者執行監督與掌控管理階層，為其獲取較佳投資報酬。過去探討公司治理特性之文獻，主要包括公司價值（Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; Coles et al., 2008）、營運績效（Bhagat &

Black, 2002; Fich & Shivdasani, 2006)、財務績效 (Coles et al., 2001)、資金成本 (Anderson et al., 2003; Ashbaugh-Skaife et al., 2006)、債信評等 (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)、盈餘 (Fan & Wong, 2002) 及股利 (Francis et al., 2005) 的資訊性及盈餘品質 (Wang, 2006)、公司失敗 (Parker et al., 2002)。其中探討公司治理與獎酬間的關係，主要都針對高階主管的獎酬 (Core et al., 1999)，但針對員工分紅之影響因素較少探討，因此本文以盈餘分配權、獨立董監事席次比率、機構投資人、董監事持股比率、董事長兼任總經理、經理人席次比率及是否為家族控股公司來衡量公司治理特性，探討公司治理特性對員工分紅的影響。

(一)盈餘分配權

控制股東對企業決策有絕對的影響力，公司最終控制者盈餘分配權 (Cash flow right) 愈高，公司績效與其本身權益愈一致，故公司績效 (Tobin's q) 越高 (La Porta et al., 2002)。根據傳統的股東所有權理論 (stockholder theory)，股東必須承擔公司最後的財務風險 (Friedman, 1962)，當控制股東出資愈多，對企業經營成果所需承擔之風險程度也愈高，因此為了維護其本身權益，投入經營努力愈高，極有可能傾向將盈餘分配股東 (含本身)，而分配給員工部分相對較少。Werner et al. (2005) 指出公司股權結構會影響公司整體獎酬策略 (包括支付給高階主管及一般員工的獎酬)，所有主控制型態 (owner-controlled firm) 的公司及所有主管理 (owner-managed firm) 的公司對薪酬與公司績效較敏感。基於自利動機，盈餘分配權愈高的公司會傾向投入較多的監督，而發放給員工之獎酬較少 (Milgrom & Roberts, 1992; Wolfstetter, 1999)。因此本文基於上述理論推演，驗證下列假說：

H1-1：企業控制者盈餘分配權越高，員工分紅越低。

(二)獨立董監事席次比率

董事會改革項目中，首推獨立董事的機制設計，例如我國 2002 年證券交易所及櫃檯買賣中心之「上市上櫃公司治理實務守則」及 2006 年證券交易法之修正，均重視獨立董事之設置。設置獨立董事之效益，在於其專業能力與獨立地位，於決策時較能發揮興利與防弊的功能，有助於降低代理成本，提升企業經營效益。陳業寧等(2004)以分析性模式探討應否要求所有上市櫃公司聘任獨立董事，顯示即使企業經營者可以賄賂獨

立董事，聘任獨立董事仍可降低企業經營者道德危險的問題。因此，就消極面之效益而言，獨立董監可以發揮除弊的功能。

過去文獻指出警戒心足夠的董事會能影響經理人獎酬的發放 (Baysinger & Hoskisson, 1990)。當公司獨立董事席次越多，愈能發揮提升企業經營績效與監督企業經營兩項職能。就我國員工分紅制度而言，前者可提升員工分紅，後者卻減少員工分紅。Davidson et al. (1998) 發現獨立董監事席次比率越高，越能夠防止董事會與高階主管聯手侵害股東權益，而 Core et al. (1999)、Boyd (1994) 及 Lambert et al. (1993) 卻發現當公司的獨立董監事由 CEO 所聘用時，較不能監督 CEO，因而過度發放獎酬，故獨立董監事席次比率與員工分紅比率之關係形成對立假說。我國員工分紅比率係由股東會訂定 (通常由董事會提出)，以公司績效為發放標準，雖然我們預期監督功能將使員工分紅比率降低，但績效之提升亦可能造成較高之員工分紅，故我們不預期獨立董監事席次比率與員工分紅比率間的方向，直接驗證下列假說。

H1-2：公司獨立董監事席次比率與員工分紅有關。

(三)機構投資人持股

機構投資人之投資是為了獲利，因此為了保護自己的利益，會盡力監督公司的各項營運策略，而薪酬政策容易變成管理當局滿足私利的一種工具，因此機構投資人有較強的誘因及能力監督公司的薪酬政策。為了保護自身的利益，機構投資人會監督公司的薪酬政策 (Black, 1992; O'Barr & Conley, 1992)，要求公司制定適當的薪酬政策，以避免公司發放超額薪酬 (David et al., 1998)。相較於一般的投資散戶，機構投資者擁有較專業的人才、較充足的資源以及較豐富的資訊管道，所以對於投資標的之選擇與監督具有較佳的效果。因此，如果機構投資人持股比率較高，在監督投資標的之管理階層時，就能發揮更高的效率 (Rajgopal & Venkatachalam, 1998; Bushee & Noe, 2001)，並可導正管理當局短視近利之行為 (Bushee, 1998)。我國員工分紅發放對象包括經理人及一般員工，因此機構投資人會基於其財務利益而盡力監督投資公司的員工分紅政策，因此，本研究預期，機構投資人持股比率越高，員工分紅比率越低，故發展下列假說。

H1-3：機構投資人持股愈高，員工分紅愈低。

(四)董監事持股

根據代理理論，主理人與代理人間存有資訊不對稱及自利之道德危險 (Jensen & Meckling, 1976)，因此企業建立薪酬誘因機制，以減少代理人道德風險對企業產生的負面影響。我國員工分紅制度的目的在透過績效與員工報酬結合的機制，使員工與股東間目標一致，讓員工在增加其所得時，股東亦能獲利，解決部分代理問題。然而企業的監督機制與員工薪酬誘因間存在抵換關係 (Milgrom & Roberts, 1992; Wolfstetter, 1999)，即企業亦可投入較多監督成本，直接進行控管，減緩代理問題而減少薪酬給付。Elson (1993) 即指出，當公司獎酬委員會成員持有較高的所有權時，較不會給予高階經理人過高的獎酬。Shleifer & Vishny (1986) 及 Fried et al. (1998) 亦指出企業董事擁有較高股權比率者，較積極參與公司經營策略。故根據利益一致假說，董監事股權愈集中，愈有動機積極執行其職責，監督管理當局，使其致力於提升公司的經營績效與企業價值 (Kesner, 1987; Morck et al., 1988)，且愈有誘因有效監督公司的薪酬制度，以避免過度的員工分紅造成股東權益嚴重稀釋。因此，我們測試下列假說：

H1-4：董監事持股比率愈高，員工分紅愈低。

(五)高階主管的權力

依我國公司法規定，董事如未兼任員工（包括經理人）身分，則不具領取員工紅利資格，但董事如兼員工身分，則可領取員工紅利。依據代理理論自利假說的推論，董事長如果兼任總經理，則很可能分配較多紅利，以極大化其個人總報酬。而經理人在董事會席次越高，代表其權力越大，愈能影響董事會的決策，因而公司之員工分紅亦可能較高。過去文獻及實證研究亦指出董事長兼任總經理的公司，因為監督者和執行者是同一人，因此可能會使董事會的監督功能受到傷害，也容易造成超額薪酬的情況 (Imhoff, 2003; Grinstein & Hribar, 2004)，而高階主管與薪酬關聯性的研究結果亦指出兩者呈正相關 (Bebchuk & Fried, 2005; Brick et al., 2006)。因此，本文以董事長是否兼任總經理及經理人在董事會中所佔的席次比率來衡量高階主管的權力，並提出下列假說：

H1-5：高階主管權力越高的公司，員工分紅較高。

(六)家族控制

林宛瑩、許崇源（2008）指出臺灣大部份的上市公司都是家族企業，Yeh et al.,（2001）也指出 76%的台灣上市公司由家族所控制，而 66.45%的董事會亦掌握在家族手中，可知我國上市櫃企業家族色彩濃厚。根據所有權理論，當家族投入大部分權益於企業，其本身投入之努力愈大，企業主與經理人之間的代理問題較小（DeAngelo & DeAngelo, 1985; Lippert & Moore, 1994,1995），高階主管本身即有足夠的誘因極大化公司價值（Fama & Jensen, 1983），因此家族企業的薪酬誘因較低，所支付給高階主管的薪酬亦較少（e.g., Allen, 1981; Kole, 1997）。林穎芬、劉維琪（2003）以臺灣企業為樣本，結果亦指出相對於非家族企業而言，家族企業之績效對於高階主管薪酬水準的影響力較小。本研究亦納入家族企業因素，並根據上述推論，預期其監督效果優於非家族企業，可提供較好的監督系統以取代部分薪酬誘因機制，因此發展下列假說

H1-6：家族控股公司之員工分紅較非家族公司之員工分紅低。

二、員工分紅與未來績效之關係

在心理學文獻中提到，員工通常會很關心他們的獎酬分配是否有支付過多（overpayment）或過低（underpayment）的問題（Goodman, 1975; Heneman & Cohen, 1988; Meindl, 1989），過高的報酬不見得會提升員工的績效，但過低的報酬卻會降低績效（Sibson, 1975; Pyun, 1997）。Carpenter & Sanders（2002）發現支付給經營團隊過多報酬時，可以提升公司的績效若支付過低的報酬則對公司績效有不利的影響。Core et al.（1999）發現當公司治理不好時，例如董事長兼任總經理、獨立董事由 CEO 聘任或是獨立董事太忙碌，以至於無法盡到監督的責任，公司需要花更多的監督成本，所以會傾向發放較多的酬勞給 CEO，以降低代理問題，然而超額（excess）CEO 報酬卻會造成公司未來之會計績效與市場績效變差，Basu et al.（2007）以日本為樣本資料，發現超額高階主管獎酬與未來會計績效呈負相關，但與市場報酬沒有顯著相關。因此可以知道發放給高階主管過多的獎酬，對公司的未來績效並無顯著提升的效果。

Wade et al.（2006）發現公司對於獎酬的分配是不公平的，對於 CEO 有支付過多的情況，而對於較低階層的經理人通常給與過少的獎酬，而且一旦不公平情況太嚴重，一般經理人可能就會離開公司。而李佳玲（2006）之研究指出

，當公司面臨不確性愈高，藉由增加高階經理人與經營團隊之間的報酬差距，可以促使管理者更努力，以提高公司的績效。Ezzamel & Watson (1998) 探討前期異常支付經理人獎酬對本期發放獎酬變動之影響，結果發現前期支付過多獎酬時，本期支付獎酬會下降，而前期支付過低獎酬時，本期支付獎酬則會增加，而且增加的幅度大於下降的幅度，因此超額支付與支付過低的獎酬對次期獎酬變動有不對稱的影響。

基於心理學之認知與過去實證文獻可以發現，不論是支付過多或過少的報酬對於公司績效的影響結果並不一致，Van der Stede (2007) 指出支付過多的員工分紅不一定是最好的鼓勵方式，支付過高的員工分紅反而造成反功能的效果，公司可能因而操縱損益或獎酬合約。故本研究預期公司支付過多或過少的員工分紅對公司績效會有不同的影響，形成下列假說：

H2: 當公司發放過多 (overpayment) 或發放過少 (underpayment) 的員工分紅時，對公司未來績效有不對稱之影響。

參、研究設計

本文主要探討員工分紅之決定因素及員工分紅對公司未來績效之影響，首先我們以模式 (1) 測試公司治理特性對員工分紅的影響，再以模式 (2) 及模式 (3) 檢測員工分紅對公司績效的影響。

一、實證模式與變數衡量

(一)員工分紅之決定因素

我們以下列模式驗證公司治理變數對員工分紅影響之假說(H1-1 至 H1-6)，由於部分公司未發放員工分紅，因此我們除了採 OLS 模式外，亦採用 Tobit 模式以測試員工分紅之決定因素。

$$\begin{aligned} BONUS_i = & \alpha_0 + \beta_1 CFRIGHT_i + \beta_2 INDST_i + \beta_3 INST_i + \beta_4 BDSH_i + \beta_5 DUAL_i \quad (1) \\ & + \beta_6 MGSET_i + \beta_7 FMDM_i + \beta_8 RD_i + \beta_9 BM_i + \beta_{10} perSALARY_i \\ & + \beta_{11} IND_i + \beta_{12} VMSCF + \beta_{13} BDST_i + \beta_{14} PLDG_i + \beta_{15} SIZE_i \\ & + \beta_{16} lagROA_i + \theta YEARdummy + \varepsilon_i \end{aligned}$$

其中， $BONUS_i$ 為員工分紅，係指當年度員工分紅配股（以年底市價衡量）及員工現金紅利之合計數，再以淨銷貨收入平減。³ 其中公司治理特性相關變數， $CFRIGHT_i$ 代表盈餘分配權，為最終控制者的盈餘分配權。 $INDST_i$ 為獨立董監席次比率，係以獨立董監人數除以董監總人數。 $INST_i$ 代表機構投資人持股比率，為機構投資人持股占流通在外股數之比率， $BDSH_i$ 為 i 公司董監事持股比率，係以年底董監事持股佔流通在外股數比率衡量。我們以 $MGSET_i$ 及 $DUAL_i$ 衡量高階主管的權力， $MGSET_i$ 為非控制家族成員之經理人席次數占董監總席次的比率， $DUAL_i$ 為 i 公司董事長是否兼任總經理之虛擬變數，若董事長兼任總經理，其值設為 1，若董事長未兼任總經理，則其值設為 0。 $FMDM$ 為家族控股，在董事會中席次超過 50% 的公司則設為 1，其餘設為 0。

在控制變數方面，我們加入公司成長機會、薪資及產業別等經濟因素變數。當公司的成長機會越高時，代表公司所面臨的風險也較高，因此公司會藉由獎酬吸引經理人制定對公司有利的決策 (Smith & Watts, 1992; Gaver & Gaver, 1995)，也會影響管理當局有關員工分紅採取配股或現金方式之決策。本文依據過去文獻採用研發支出比率 (RD_i) 及帳面值對市值比 (BM_i) 衡量公司成長性 (Lev & Sougiannis, 1996; Dechow et al., 1996)，預期成長性愈高的公司，會發放較多的員工分紅。其中 RD_i 為 i 公司研發支出比率，係以當年度研發支出占當年底總資產比率衡量，⁴ BM_i 為 i 公司帳面值對市值比率，係以當年底每股淨值除以當年底每股市價衡量，公司帳面值對市值比愈低者，代表其成長潛力愈大。

員工分紅為員工勞務代價之一部分，屬薪資費用之性質 (許崇源等，2003)。我國過去會計實務將員工分紅部分列為「盈餘分配」(2008 年起列為費用)，其他員工酬勞才作為「薪資費用」，前者依「盈餘」情況發給，屬或有薪資部分，在實務上，分紅比率高的公司，其「薪資費用」標準可以較低 (施振榮，2002；曹興誠，2003；黃智銘，2007)。因此，我們推論每人薪資費用愈高，員工分紅愈低。我們以 $perSALARY_i$ 衡量 i 公司每人薪資費用，係以當年度薪資費用除以員工人數後再取自然對數衡量。

³ 2007 年(含)以前，我國之員工分紅配股係以面額衡量，因此我們另外將員工分紅配股以面額計算，結果並無顯著差異。另外我們採用員工人數及稅後淨利平減，結果亦無顯著差異。

⁴ 我們另外採用研發支出占銷貨收入比率衡量，結果並無顯著差異。

由於產業特性或同業競爭，過去財經行為的研究常發現產業影響（Akhigbe et al., 2003），不論在美國員工認股權有關的研究，或在我國與員工分紅有關的研究上，大部分的文獻（如 El-Gazzar & Finn, 1998；Espahbodi et al., 2002；陳俊合等，2003；許崇源等，2003）均指出高科技、新興產業大量使用員工分紅制度。電子業屬於成長性較高的產業，相較於其他產業，會發放較多的員工分紅以吸引員工，因此本文預期電子業員工分紅會高於其他產業。 IND_i 為 i 公司是否屬於電子業之虛擬變數，若屬電子業，其值設為 1，若不屬電子業，其值設為 0。

在公司治理控制變數部分，我們加入董監質押比率、股份盈餘偏離差及董事會規模。 $PLDG_i$ 為董監質押比率，以董監質押股數除以董監持股數之比率，衡量董監事本身的財務狀況及行為動機（邱正仁等，2002；鄭桂蕙等，2006）。 $VMSCF_i$ 為股份盈餘偏離差，即席次控制權除以股份控制權，在理論及實證研究中都指出所有權與控制權偏離會產生很大的代理衝突（Fama & Jensen, 1983; Morck et al., 1988），可能會導致挪用或不當配置公司資源或侵害小股東權益（Lemmon & Lins, 2003; Haw et al., 2004）。因為控制股東獲得控制席次越高，則董事會決策的影響力越高，席次控制偏離讓控制股東獲得比實際持股還要高的控制權，進而膨脹他們在董事會決策的權利。因此偏離程度愈大，代表控制股東愈有可能掏空自利，因此傾向發放較少的員工分紅。公司治理相關文獻顯示，董事會規模與公司價值有關（e.g., Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998; Coles et al., 2008），因此我們加入董事會規模（ $BDST_i$ ）控制其潛在效果，此變數以董事及監察人合計數衡量。

過去文獻亦指出公司規模對於 CEO 獎酬有顯著的影響（Tosi et al., 1999），尤其當公司在執行與公司績效有關的活動時，大公司的執行成本會低於小公司（McWilliams & Siegel, 2001），所以我們參考過去文獻的作法，將公司規模（ $SIZE_i$ ）列為控制變數，但不預期其方向， $SIZE_i$ 為當年底總資產取自然對數衡量。員工分紅制度之用意乃在利潤分享，因此公司過去之經營績效將影響高階主管薪酬及採行員工分紅制度之偏好（Benartzi, 2001; Bergman & Jenter, 2007），本研究採用上一期資產報酬率（ $lagROA_i$ ）來衡量公司過去經營績效。另加入年度虛擬變數，以控制個別年度間異質性的影響（Bergh, 1993）。

在公司治理變數部份，我們預期 β_1 、 β_3 、 β_4 及 β_7 均 <0 ，而 β_2 、 β_5 及 β_6 均 >0 。

(二)員工分紅對未來績效的影響

我們以下列模式探討員工分紅對公司績效之影響，其中模式(2)為會計績效(ROA)，5 模式(3)為市場績效(RET)。

$$ROA_i = \alpha_0 + \beta_1 BONUS_i + \beta_2 OVER * BONUS_i + \beta_3 OVER + \beta_4 STDROA_i \quad (2)$$

$$+ \beta_5 \ln EMPNO + \beta_6 SALEGROWTH_i + \theta YEAR \text{ dummy}$$

$$+ \lambda INDUSTRY \text{ dummy} + \varepsilon_i$$

$$RET_i = \gamma_0 + \gamma_1 BONUS_i + \gamma_2 OVER * BONUS_i + \gamma_3 OVER + \gamma_4 STDRET_i \quad (3)$$

$$+ \gamma_5 \ln EMPNO + \gamma_6 SALEGROWTH_i + \theta YEAR \text{ dummy}$$

$$+ \lambda INDUSTRY \text{ dummy} + \varepsilon_i$$

其中，我們分別採用資產報酬率及市場報酬率衡量公司之未來會計績效及市場績效(Core et al., 1999; Larcker et al., 2007)，⁶ ROA_i 為 i 公司未來一年、未來二年、未來三年及未來平均三年資產報酬率，⁷ 資產報酬率為稅後淨利除以總資產； RET_i 為 i 公司未來一年、未來二年、未來三年及未來平均三年市場報酬率；其中 OVER 是一虛擬變數，主要衡量在支付過多或過少員工分紅的情況下，員工分紅對公司績效的影響。過去文獻大多以當期支付獎酬金額(包括薪資及現金紅利)對公司規模、績效及董事會特性等變數進行迴歸，得到殘差，作為異常支付獎酬之替代變數，再將殘差區分為正值及負值，正值代表公司有 overpayment 的情形，反之則有 underpayment 的情形(Ezzamel & Watson, 1998; Carpenter & Sanders, 2002; Wade et al., 2006)，因此我們參考過去文獻，利用模式(1)產生之員工分紅預測值作為支付員工分紅的標準，如果實際支付的員工分紅超過預測值，則代表公司有付過多員工分紅的現象，我們將 OVER 設為 1，也就是說，OVER=1 代表公司支付之員工分紅超過以模式(1)計算之員工分紅預測數，其他設為 0，進一步探討公司支付過多的員工分紅對公司未來績效的影響。 $STDROA_i$ 為 i 公司過去五年資產報酬率之標

⁵ 我們亦採用 ROE 衡量會計績效，與 ROA 結果無顯著差異。

⁶ 我們另外將績效變數控制產業影響後再檢測與員工分紅之關係，結果發現並無顯著差異。

⁷ 所稱「未來績效」可舉例說明如下：1998 年之未來一年績效即為 1999 年之資產報酬率或市場報酬率，未來二年即為 2000 年之資產報酬率或市場報酬率，未來三年平均報酬率即為 1999 年、2000 年及 2001 三年之平均數。

準差，以控制會計績效的變異性； $STDRETi$ 為 i 公司過去五年市場報酬率之標準差，以控制市場績效的變異性； $\ln EMPNO$ = 員工人數取自然對數，以控制規模效果； $SALEGROWTH_i$ 為銷貨成長率，當期銷貨扣除前一期銷貨，再除以前一期銷貨。

β_1 及 γ_1 代表在公司支付過少的員工分紅時對資產報酬率及市場報酬率的影響，我們預期 $\beta_1 > 0$ 及 $\gamma_1 > 0$ ，而支付過多的員工分紅對未來績效的影響分別為 $\beta_1 + \beta_2$ 及 $\gamma_1 + \gamma_2$ ，其中 β_2 及 γ_2 分別代表當公司支付過多時，對資產報酬率及市場報酬率的增額影響，若發放過多的員工分紅對績效的影響小於發放較少員工分紅之影響，我們預期 $\beta_2 < 0$ 及 $\gamma_2 < 0$ ，若發放過多的員工分紅對績效的影響大於發放較少員工分紅之影響，則 $\beta_2 > 0$ 及 $\gamma_2 > 0$ 。

二、樣本選擇與資料來源

我們蒐集 1998 年至 2006 年所有上市櫃公司，剔除金融相關產業、非曆年制、公司治理變數遺漏及相關財務資料遺漏的資料後，共得 7,270 筆觀察值。由於 1998 年起實施兩稅合一制度，基於資料的一致性，以 1998 年為研究起始年度，以避免稅制變化之影響。所有相關資料均取自台灣經濟新報社資料庫之股價模組、財務資料模組及公司治理模組。

肆、實證結果與分析

一、迴歸模式變數之敘述性統計值

表 1 彙總本文 7,270 個樣本各變數之敘述性統計值。員工紅利占淨銷貨的比率 ($BONUS$) 之平均數為 0.972%，中位數為 0.131%，顯示員工分紅比率有右偏的情況；就公司治理相關變數而言，盈餘分配權 ($CFRIGHT$) 平均數為 23.601%，中位數為 20.030%，獨立董監事席次比率 ($INDST$) 平均數為 8.582%，機構投資人持股率 ($INST$) 平均數為 1.789%，中位數為 0.010%，董監事持股比率為 26.912%，經理人席次比率 ($MGSET$) 為平均數 10.957%， $FMDM$ 平均數為 0.554，表示我們的樣本中約有一半以上屬於家族控股事業。

表 1 敘述性統計量(n=7,270)

變數名稱	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3
BONUS	0.972	2.186	0.000	0.131	0.850
公司治理相關變數					
CFRIGHT(%)	23.601	16.821	10.300	20.030	33.980
INDST(%)	8.582	14.584	0.000	0.000	16.667
INST(%)	1.789	3.619	0.000	0.010	1.980
BDSH(%)	26.912	15.303	15.450	23.640	35.260
DUAL	0.288	0.453	0.000	0.000	1.000
MGSET(%)	10.957	12.679	0.000	9.091	20.000
FMDM	0.554	0.497	0.000	1.000	1.000
控制變數					
RD(%)	0.985	2.169	0.000	0.000	0.941
BM(%)	9.95	7.104	5.145	8.164	12.495
perSALARY	5.806	1.858	5.830	6.119	6.398
IND	0.538	0.499	0.000	1.000	1.000
VMSCF(%)	6.049	11.023	0.020	1.300	6.450
BDST(人)	9.612	3.303	8.000	9.000	10.000
PLDG(%)	11.369	20.767	0.000	0.000	13.930
SIZE	14.743	1.436	13.758	14.639	15.622
lagROA(%)	4.279	9.765	0.652	4.699	9.329

註：變數定義： $BONUS_i$ = 員工分紅比率； $CFRIGHT_i$ = 盈餘分配權； $INDST_i$ = 獨立董監席次比率； $INST_i$ = 機構投資人持股率； $BDSH_i$ = 為 i 公司董監事持股比率，係以年底董監事持股佔流通在外股數比率衡量； $DUAL_i$ = 董事長是否兼任總經理； $MGSET_i$ = 非控制家族成員之經理人席次數占董監總席次的比率； $FMDM$ 為家族控股，在董事會中席次超過 50% 的公司則設為 1，其餘設為 0； RD_i = 為 i 公司研發支出比率，係以當年度研發支出占當年底總資產比率衡量； BM_i = 帳面值對市值比率； IND_i = 電子業，其值設為 1，若不屬電子業，其值設為 0； $Persalary_i$ = 每人薪資費用； $VMSCF_i$ = 最終控制者的股份控制權與盈餘分配權偏離差； $BDST_i$ = 董事會規模； $PLDG_i$ = 董監質押比率； $SIZE_i$ = 總資產取自然對數； $lagROA_i$ = 為 i 公司前一期資產報酬率。

表 2 為各變數間之相關係數，右上方為 Spearman 相關係數，左下方為 Pearson 相關係數。其中員工分紅比率 ($BONUS$) 與盈餘分配權、董監事持股率 ($BDSH$) 及家族控股公司 ($FMDM$) 為負相關，符合 H1-1、H1-4 及 H1-6 的預期，與獨立董監事比率 ($INDST$)、董事長兼任總經理 ($DUAL$) 及經理人席次比率 ($MGSET$) 呈正相關，符合 H1-2 及 H1-5 的預期。綜合而言，公司

治理特性與員工分紅之關係符合預期，顯示其為員工分紅之重要決定因素。表 2 中自變數間之相關係數值皆不高，故整體而言，迴歸模式中的自變數應無嚴重的共線性問題。為進一步探討相對決定因素，我們進一步以迴歸方程式，測試各相關變數之相對解釋能力。

二、員工分紅之決定因素⁸

表 3 列示員工分紅與公司治理特性關聯性之迴歸模式實證結果。第 (1) 欄列示 OLS 模式的結果，第 (2) 欄列示 TOBIT 模式的結果。在第 (1) 欄的公司治理特性變數中，*CFRIGHT* 係數顯著為負，且 *p-value* 達 1% 之顯著水準，顯示公司盈餘分配權愈高，基於股東的自利動機，會將較多的盈餘分配到股東，因此發放較少員工分紅，符合 H1-1 的預期。*INDST* 係數顯著為正，表示獨立董監事席次越高，越能使公司績效提高，而員工分紅大都以績效為發放基礎，因此員工分紅比率會越高，符合 H1-2 的預期。*INST* 之係數顯著為正，表示機構投資人持股比率愈高，員工分紅發放愈多，與 H1-3 預期不符，但此實證結果與 Ittner et al. (2007) 之結果一致，當機構投資人發揮其監督能力時，也代表公司績效可提升，因此以績效為發放基礎的員工分紅也會較高。*BDSH* 係數顯著為負，符合 H1-4 的預期，顯示董監事持股越高，基於自利動機，越有可能將盈餘保留給自己，因此員工分紅比率越低。*MGSET* 及 *DUAL* 與 *BONUS* 之關係不顯著，表示在本研究之實證結果未能支持經理人權力越大，員工分紅發放愈多的結論，H1-5 並未獲得支持。*FMDM* 係數顯著為負，顯示家族控股公司發放較少的員工分紅，符合 H1-6 的預期。

在經濟因素控制變數部分，我們以研發支出比率 (*RDratio*) 與帳面值對市值比 (*BM*) 來衡量公司的成長性，*RDratio* 與 *BONUS* 顯著為正，*BM* 與 *BONUS* 顯著為負，代表公司愈屬於成長性公司，發放越多的員工分紅；*PerSALARY* 與 *BONUS* 呈顯著負相關，代表每人薪資費用愈高，發放之員工分紅愈低；*IND* 與 *BONUS* 呈顯著正相關，表示相較於其他產業，電子業傾向發放較高的員工分紅。在公司治理控制變數部分，*VMSCF* 之係數顯著為負，表示偏離程度愈高，控制股東愈有掏空的可能性，因此會傾向發放較少的員工分紅。*BDSST* 之

⁸ 我們另外將員工分紅以稅後淨利平減，未列表結果顯示，除了機構投資人持股(*INST*) 變成不顯著，經理人席次比例(*MGSET*)由不顯著變成顯著為正，符合 H1-5 的預期之外，其餘變數並無顯著差異。

係數顯著為負，代表董事會規模愈大，愈能盡到監督效果，較不會發放太多員工分紅，*PLDG* 係數為負，但不顯著，*SIZE* 係數顯著為正，代表公司規模愈大，發放之員工分紅愈多，*lagROA* 與 *BONUS* 呈顯著正相關，表示公司績效愈好，員工分紅發放愈多，此結論與我國實務上發放員工分紅多以績效為基礎一致。

第(2)欄列示在 TOBIT 模式的結果，*INST* 由顯著為正變為不顯著，*BDSH* 由顯著為負變為不顯著，*PLDG* 係數由不顯著變成顯著為負，顯示董監事質押比率越高，員工分紅比率會越低，代表董監事本身有財務壓力時，對於公司的盈餘分配，會傾向保留給自己，而不發放給員工，其餘變數與 OLS 模式結果相同。整體而言，從表 3 可以看出公司治理特性等變數對於員工分紅發放比率有顯著的影響。

表 2 相關係數表

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1 BONUS		-0.06	0.31	0.17	0.01	0.18	0.10	-0.11	0.13	-0.55	0.39	-0.18	-0.11	0.06	-0.22	-0.02	0.65
2 CFRIGHT	-0.17		0.02	-0.14	0.06	-0.18	0.41	0.16	-0.05	0.00	-0.20	0.06	-0.65	-0.20	-0.12	-0.13	0.06
3 INDST	0.33	0.05		0.02	0.04	0.00	0.02	-0.16	0.11	-0.25	0.30	-0.10	-0.17	0.10	-0.28	-0.23	0.29
4 INST	0.09	-0.09	0.00		-0.09	-0.02	-0.06	0.07	-0.03	-0.17	0.03	-0.01	0.07	0.22	-0.01	0.40	0.19
5 DUAL	0.03	0.06	0.05	-0.06		0.02	-0.04	-0.02	0.06	-0.02	0.11	-0.06	-0.02	-0.19	-0.04	-0.13	0.00
6 MGSET	0.20	-0.17	-0.03	-0.05	0.03		0.04	-0.33	0.15	-0.12	0.24	-0.09	0.02	-0.01	-0.10	-0.05	0.12
7 BDSH	-0.02	0.41	0.00	0.06	-0.06	0.01		0.01	0.01	-0.13	0.03	-0.02	-0.44	0.03	-0.21	-0.25	0.17
8 FMDM	-0.10	0.15	-0.16	0.02	-0.02	-0.32	0.04		-0.06	0.08	0.09	-0.05	0.09	-0.15	0.15	-0.05	-0.11
9 RDratio	0.20	-0.09	0.17	-0.04	0.03	0.16	0.02	-0.05		-0.15	0.20	0.11	-0.05	-0.03	-0.14	-0.06	0.10
10 BM	-0.45	-0.03	-0.23	-0.09	-0.01	-0.12	-0.13	0.07	-0.18		-0.36	0.16	0.13	-0.05	0.19	0.03	-0.57
11 IND	0.50	-0.19	0.30	-0.01	0.11	0.24	0.02	0.09	0.25	-0.33		-0.29	-0.02	-0.07	-0.23	-0.23	0.22
12 persALARY	-0.14	0.01	-0.05	0.02	-0.06	-0.05	-0.03	-0.14	0.07	0.05	-0.15		0.03	0.02	0.05	0.19	-0.09
13 VMSCF	0.00	-0.49	-0.28	0.12	-0.01	0.08	-0.65	0.16	-0.02	0.15	-0.02	0.02		0.01	0.31	0.30	-0.21
14 BDST	-0.04	-0.17	-0.02	0.19	-0.19	-0.07	0.01	-0.11	-0.07	-0.02	-0.16	0.06	0.13		0.00	0.20	0.09
15 PLDG	-0.21	-0.05	-0.22	0.12	-0.06	-0.08	-0.26	0.12	-0.12	0.17	-0.24	0.09	0.17	0.06		0.43	-0.22
16 SIZE	-0.01	-0.14	-0.21	0.20	-0.13	-0.01	-0.18	-0.04	-0.15	0.03	-0.21	0.27	0.28	0.29	0.30		-0.05
17 lagROA	0.52	0.06	0.26	0.10	-0.01	0.12	0.12	-0.10	0.05	-0.41	0.16	-0.01	-0.15	0.05	-0.19	0.02	

左下方為 Pearson 相關係數，右上方為 Spearman 相關係數。

註：變數定義請詳表 1。***significant at p<0.01, **significant at p<0.05, *significant at p<0.1。

表 3 員工分紅政策之決定因素

	預期符號	(1) OLS 模式		(2) TOBIT 模式	
		係數	P 值	係數	P 值
截距項		0.678	0.095	-1.777	0.001
CFRIGHT	-	-0.014	0.000	-0.016	0.000
INDST	+	0.007	0.001	0.005	0.038
INST	-	0.011	0.088	0.006	0.484
BDSH	-	-0.003	0.081	0.004	0.230
DUAL	+	0.010	0.835	-0.087	0.174
MGSET	+	-0.001	0.716	0.003	0.297
FMDM	-	-0.120	0.009	-0.185	0.005
RD	+	7.742	0.000	6.424	0.000
BM	-	-4.695	0.000	-13.174	0.000
perSALARY	-	-0.181	0.000	-0.181	0.000
IND	+	0.713	0.000	0.535	0.000
VMSCF	-	-0.006	0.025	-0.012	0.003
BDST	-	-0.031	0.000	-0.028	0.008
PLDG	-	-0.001	0.216	-0.006	0.000
SIZE		0.083	0.000	0.192	0.000
lagROA		0.073	0.000	0.165	0.000
年度固定效果		控制		控制	
	F 值	127.34	LR chi ²	4297.7	
	adj_R ²	0.294	Pseudo R ²	0.157	
	樣本數	7,270	樣本數	7,270	

註：變數定義請詳表 1。

三、員工分紅對公司績效之影響

表 4 報導員工分紅對會計績效 ROA 的影響之迴歸結果。第 (1) 欄至第 (4) 欄分別表示 BONUS 對未來一年、未來二年、未來三年及未來平均三年 ROA 的影響，BONUS 之係數代表支付過少員工分紅的公司，其發放之員工分紅對未來 ROA 的影響，BONUS 與 OVER*BONUS 的係數加總，代表支付過多員工分紅的公司，其發放之員工分紅對未來 ROA 的影響。BONUS 與未來

員工分紅、公司治理與未來績效

各期之 ROA 均呈顯著正相關 ($P < 0.01$)，代表支付較少員工分紅對公司未來績效有提升的效果，而 $OVER * BONUS$ 之係數在四個模式中分別為 -5.102、-4.269、-4.036 及 -4.336，且均達 1% 顯著水準，表示在支付過多的員工分紅對公司績效提升效果較差。具體來說，以未來平均三年會計績效來看，在支付過多員工分紅的公司，員工分紅對公司績效的係數為 1.018 ($= 5.354 - 4.336$)，低於員工分紅支付過少的公司其員工分紅對公司績效的影響 (5.354)，表示當公司有支付過多的員工分紅時，對未來會計績效提升效果反而比支付過少的公司差，符合 H2 之預期。在其他控制變數部分，STDROA 係數在四個模式中均顯著為負，顯示盈餘變異性愈大，未來績效愈差，SALEGROWTH 與未來會計績效呈顯著正相關，表示公司銷貨成長率愈高，對未來績效有提升的效果，lnEMPNO 與未來績效呈顯著正相關，表示公司規模愈大，未來績效愈好。

為避免產業的影響，我們將績效變數調整產業之影響後 (Eisenberg et al., 1998)，再進一步檢測員工分紅對調整產業平均數後績效之影響。實證結果顯示，員工分紅與未來一年、未來二年及未來三年之調整產業平均數後之績效呈顯著正相關，同樣也發現表示當公司有支付過多的員工分紅時，未來績效提升的效果有限，與表 4 結果一致。未列表結果顯示，員工分紅對 ROE 之影響，其結果與表 4 一致，發放過多的員工分紅會損害未來股東權益。控制產業之影響後，也得到一致的結果。

表 5 報導員工分紅對市場績效 RET 的迴歸結果。第 (1) 欄至第 (4) 欄分別表示 BONUS 對未來一年、未來二年、未來三年及未來平均三年市場報酬率 RET 的影響。結果發現，BONUS 及 $OVER * BONUS$ 之係數全部不顯著，表示在我們的研究樣本中，支付過多或過少的員工分紅對於市場報酬並無顯著之影響。進一步控制市場大盤的影響後，BONUS 及 $OVER * BONUS$ 之係數仍然不顯著，與表 5 結果一致。我們另外將員工分紅實際數與預計數之差額除以員工分紅預計數大於 3%、5% 及 10% 列為超額員工分紅，再進一步測試超額員工分紅對未來績效的影響，結果發現並無顯著差異。

整體來說，從表 4 結果可以看出，員工分紅對公司長期績效有提升的效果，但發放過多與發放過少對於公司長期績效的影響是不對稱的，發放過多的員工分紅對於公司績效提升效果低於發放過少的公司，由於發放過多與過少的員工分紅對於員工的激勵效果不同，而且對於發放較少的公司對員工的激勵效果較大，因此對於績效的提升效果亦較高。具體來說，少發放員工分紅對公司績效並沒有不好的影響，相對而言發放較少員工分紅對於公司績效的提升效果比過度發放員工分紅好，因此公司在員工分紅策略使用上應該要謹慎。

表 4 員工分紅對未來會計績效之影響

	預期 符號	會計績效(ROA)			
		(1)	(2)	(3)	(4)
		未來一 年績效 係數 (P 值)	未來二 年績效 係數 (P 值)	未來三 年績效 係數 (P 值)	未來平均三 年績效 係數 (P 值)
截距項		-2.534 (0.013)	-3.271 (0.004)	-6.282 (0.000)	-3.710 (0.000)
BONUS	+	6.965 (0.000)	5.374 (0.000)	4.721 (0.000)	5.354 (0.000)
OVER*BONUS	-	-5.102 (0.000)	-4.269 (0.000)	-4.036 (0.000)	-4.336 (0.000)
OVER	-	-0.576 (0.084)	-0.701 (0.061)	-0.202 (0.633)	-0.544 (0.083)
STDROA	?	-20.864 (0.000)	-13.965 (0.000)	-9.086 (0.007)	-12.618 (0.000)
SALEGROWTH	+	0.013 (0.000)	0.011 (0.000)	0.012 (0.003)	0.013 (0.000)
lnEMPNO	+	0.733 (0.000)	0.820 (0.000)	0.850 (0.000)	0.759 (0.000)
年度固定效果		控制	控制	控制	控制
產業固定效果		控制	控制	控制	控制
F 值		54.840	26.250	16.380	33.960
adj_R ²		0.172	0.101	0.075	0.148
樣本數		6,489	5,389	4,352	4,352

變數定義：ROAi = 為 i 公司資產報酬率；OVER=員工分紅實際數超過利用模式(1)產生之員工分紅預測值者，設為 1，其他設為 0；SALEGROWTHi=銷貨成長率，當期銷貨扣除前一期銷貨，再除以前一期銷貨；STDROA=資產報酬率未來五年標準差；lnEMPNO=員工人數取自然對數

表 5 員工分紅對未來市場績效之影響

	預期 符號	市場績效(報酬率)			
		未來一 年績效	未來二 年績效	未來三 年績效	未來平均 三年績效
		係數 (P 值)	係數 (P 值)	係數 (P 值)	係數 (P 值)
截距項		-11.979 (0.066)	-40.651 (0.000)	27.366 (0.001)	20.576 (0.000)
BONUS	+	-1.800 (0.451)	1.133 (0.675)	-3.771 (0.248)	-0.722 (0.686)
OVER*BONUS	-	0.421 (0.860)	-2.443 (0.366)	1.733 (0.593)	-0.633 (0.721)
OVER	-	5.596 (0.009)	6.848 (0.003)	-5.724 (0.035)	-0.229 (0.877)
STDRET	?	-0.079 (0.000)	-0.057 (0.015)	0.023 (0.426)	-0.026 (0.091)
SALEGROWTH	+	0.001 (0.969)	0.008 (0.674)	0.009 (0.737)	0.021 (0.182)
lnEMPNO	+	0.268 (0.730)	-1.214 (0.160)	-2.216 (0.032)	-1.228 (0.028)
年度固定效果		控制	控制	控制	控制
產業固定效果		控制	控制	控制	控制
F 值		36.13	36.15	18.77	12.16
adj_R ²		0.145	0.169	0.112	0.064
樣本數		6,489	5,389	4,352	4,352

變數定義：RET_i = 為 i 公司市場報酬率；OVER=員工分紅實際數超過利用模式(1)產生之員工分紅預測值者，設為 1，其他設為 0；SALEGROWTH_i=銷貨成長率，當期銷貨扣除前期銷貨，再除以前一期銷貨；STDRET=市場報酬率未來五年標準差；lnEMPNO=員工人數取自然對數。

伍、結論與建議

本文主要目的在探討我國企業員工分紅之決定因素及員工分紅對公司未來績效之影響。以 1998~2006 上市櫃公司為樣本公司，首先以 OLS 及 TOBIT 模式探討公司治理特性對我國企業員工分紅之影響，再進一步探討發放過多（overpayment）及發放過少的員工分紅（underpayment）對公司未來會計績效與市場績效的影響。

實證結果顯示在公司治理特性方面，盈餘分配權較高時，股東基於自利動機，會傾向發放較少的員工分紅，獨立董監事席次越高，會發放較多的紅利給員工，機構投資人持股比率愈高，對於公司愈能盡到監督效果，而使公司績效提升，因此會偏向發放較多以績效為發放基礎的員工分紅。董監持股比率越高，董監事會希望將公司盈餘發放給董監事本身，因此會發放較少的紅利給員工；屬於家族控股公司的員工分紅發放比率較低。

至於員工分紅對公司未來績效之影響，我們利用公司治理特性變數決定出發放員工分紅的預測值，將實際發放之員工分紅與該預測值比較，若實際發放數高於預測值，則代表公司有發放過多（overpayment）員工分紅的情形，反之，則有發放過少（underpayment）的情形，再進一步探討發放過多與發放過少的員工分紅，對於公司績效的影響是否一樣。實證分析結果發現，整體而言員工分紅對公司績效提升有正面的效果，但再進一步區分成發放過多員工分紅及發放過少員工分紅後，發現發放過多員工分紅對於提升公司未來績效的效果低於員工分紅發放過少的情況，因此從實證結果可以看出，過度發放員工分紅不一定對公司績效有大幅提升的效果，因此公司在員工分紅策略使用上應該要謹慎。

上述研究結果支持我國員工分紅之決定與公司資金情況及人才爭取顯著相關，員工分紅制度與我國產業發展有其相關性。但不可否認的，員工分紅決定過程中，管理當局之自利行為亦為重要影響因素，未來不管投資人或主管機關，對於員工分紅制度，應建立良好公司治理制度，例如決定員工分紅的董事會或其薪酬委員會成員，不能參與員工分紅。此外，員工分紅制度的所有影響，應能忠實表達，以提供投資人攸關、可靠且可比較的資訊。

參考文獻

- 中國時報，2007，「年紅利別人 10 年薪聯發科員工分紅每人 533 萬」，5 月 2 日，A1 版。
- 古金英，1999，「員工入股計畫是否有助於提升公司績效兼比較持股出售與否之效果」，台北銀行月刊，29 卷 5 期: 51~68。
- 李佳玲，2006，「不確定性、高階經理人報償差距與公司績效之關連性：競賽理論之驗證」，會計評論，42 期: 23~53。
- 林宛瑩、許崇源，2008，「台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議」，交大管理學報，28 卷 1 期: 269~312。
- 林穎芬、劉維琪，2003，「從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度」，管理學報，20 卷 2 期: 365~395。
- 邱正仁、熊大中、高蘭芬，2002，「股權質押與財務危機關聯性之研究」，中華會計學刊，3 卷 1 期：79~111。
- 施振榮，2002，「員工分紅入股有其存在意義與價值」，經濟日報，8 月 1 日，4 版。
- 范宏書、陳慶隆，2006，「強制揭露員工分紅紅利對盈餘資訊之政策效果評估」，會計評論，42 期: 109~140。
- 商業周刊，2004，「封面故事：誰削了我的錢！」，873 期。
- 商業周刊，2005，「董事長的合理薪酬」，936 期。
- 曹興誠，2003，「為員工分紅配股說幾句話」，經濟日報，1 月 6 日，4 版。
- 許崇源、林容芊、陳昭蓉，2008，「員工分紅之相對資訊內涵與增額資訊內涵—認列與衡量」，2008 現代會計論壇學術研討會（國立彰化師範大學主辦）。
- 許崇源、張仲岳、葉疏，2003，「我們認為員工分紅應列為費用」，中華會計教育學會：1~38。
- 陳俊合、林嬋娟、蔡彥卿，2003，員工紅利與後續公司績效之關聯性，討論稿，國立台灣大學亞太公司治理研究中心。
- 陳隆麒、翁寬，1992，「員工持股計畫與公司績效關係之研究」，管理評論，11 卷 1 期：81~102。
- 陳業寧、邱顯比、洪雲萍，2004，「獨立董事與公司治理：政府應該要求所有上市上櫃公司聘任獨立董事嗎？」，證券市場發展季刊，16 卷 4 期:1~36。
- 黃智銘，2007，「因應分紅費用化 華碩加薪三成；下半年提前實施，鴻海、廣達尚未有具體因應措施」，工商時報，7 月 30 日，A1 版。
- 葉銀華，2005，蒸發的股王—領先發現地雷危機，台北：商智文化。
- 鄭桂蕙、林宛瑩、許崇源，2006，「董監事持股高低對庫藏股買回誘因之影響」，東吳經濟商學學報，54 期: 1~26。
- 鍾惠珍，2002，「員工分紅費用化？爭論不休」，會計研究月刊，205 期: 91~96。
- Aboody, D., Barth, M. E., and Kasznik, R., 2004, "SFAS 123 stock-based compensation expense and equity market values," **The Accounting Review**, Vol. 79, No. 2, 251-275.
- Akhigbe, A., Borde, S. F., and Whyte, A. M., 2003, "Does an Industry Effect Exist for

- Initial Public Offerings?," **The Financial Review**, Vol. 38, No. 4, 531-551.
- Allen, M., 1981, "Power and privilege in the large corporation: corporate control and managerial compensation," **American Journal of Sociology**, Vol. 86, No. 5, 1112-1123.
- Anderson, R. and Reeb, D. M., 2003, "Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500," **Journal of Finance**, Vol. 58, No. 3, 1301-1329.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., and Reeb, D. M., 2003, "Founding family ownership and the agency cost of debt," **Journal of Financial Economics**, Vol. 68, No. 2, 263-285.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., and LaFond, R., 2006, "The Effect of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 42, No. 1-2, 203-243.
- Basu, S., Hwang, L., Mitsudome, T., and Weintrop, J., 2007, "Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan," **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 15, No. 1, 56-79.
- Baysinger, B. D. and Hoskisson, R. E., 1990, "The Composition of the Board of Directors and Strategic Control: Effects of Corporate Strategy," **Academy of Management Review**, Vol. 15, No. 1, 72-87.
- Bebchuk, L. A. and Fried, J. M., 2005, "Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage," **Journal of Corporation Law**, Vol. 30, No. 4, 807-822.
- Bell, T. B., Landsman, W. R., Miller, B. L., and Yeh, S., 2002, "The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable Computer Software Firms," **The Accounting Review**, Vol. 77, No. 4, 971-996.
- Benartzi, S., 2001, "Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock," **Journal of Finance**, Vol. 56, No. 5, 1747-1764.
- Bergh, D. D., 1993, "Don't 'Waste' Your Time. The Effects of Time Series Errors in Management Research: The Case of Ownership Concentration and Research and Development Spending," **Journal of Management**, Vol. 19, No. 4, 897-914.
- Bergman, N. K. and Jenter, D., 2007, "Employee Sentiment and Stock Option Compensation," **Journal of financial Economics**, Vol. 84, No. 3, 667-712.
- Bhagat, S. and Black, B., 2002, "The Non-correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance," **Journal of Corporation Law**, Vol. 27, No. 2, 231-273.
- Black, B. S., 1992, "Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice," **UCLA Law Review**, Vol. 39, No. 4, 811-893.
- Bodie, Z., Kaplan, R. S., and Merton, R. C., 2003, "For the Last Time: Stock Options Are an Expense," **Harvard Business Review**, Vol. 81, No. 3, 62-72.
- Boyd, B. K., 1994, "Board Control and CEO Compensation," **Strategic Management Journal**, Vol. 15, No. 5, 335-344.
- Brick, I. E., Palmona, O., and Wald, J. K., 2006, "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?," **Journal of**

- Corporate Finance**, Vol. 12, No. 3, 403-423.
- Buffett, W. E., 2002, "Who Really Cooks the Books?," **New York Times**, Late Edition (East Coast), July 24, A19.
- Bushee, B. and Noe, C., 2001, "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility," **Journal of Accounting Research**, Vol. 38, No. 3, 171-202.
- Bushee, B., 1998, "The Influence of Institutional Investors on Myopia and Investment Behavior," **The Accounting Review**, Vol. 73, No. 3, 305-333.
- Carpenter, M. A. and Sanders. W. G., 2002, "Top Management Team Compensation: The Missing Link between CEO Pay and Firm Performance?," **Strategic Management Journal**, Vol. 23, No. 4, 367-375.
- Chen, C. Y., 2003, "Investment Opportunities and The Relation between Equity Value and Employee's Bonus," **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 30, No. 7-8, 941-973.
- Chen, Y. R., Lin, C. H., and Kuo, J. S., 2006, "Employee Bonus, Corporate Governance and Productivity: the Evidence of Taiwan's Electronic Industry," **Taiwan Banking & Finance Quarterly**, Vol. 7, No. 2, 41-61.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L., 2008, "Boards: Does One Size Fit All?," **Journal of financial Economics**, Vol. 87, No. 2, 329-356.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., and Sen, N., 2001, "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance," **Journal of Management**, Vol. 27, No. 1, 23-50.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F., 1999, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," **Journal of Financial Economics**, Vol. 51, No. 3, 371-406.
- David, P., Kochhar, R., and Levitas, E., 1998, "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation," **Academy of Management Journal**, Vol. 41, No. 2, 200-208.
- Davidson, W. N. III, Pilger, T., and Szakmary, A., 1998, "Golden Parachutes, Board and Committee Composition, and Shareholder Wealth," **The Financial Review**, Vol. 33, No. 4, 17-32.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L., 1985, "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock," **Journal of financial Economics**, Vol. 14, No.1, 57-74.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., and Sloan, R. G., 1996, "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation," **Journal of Accounting Research**, Vol. 34, No. 3, 1-20.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. T., 1998, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," **Journal of Financial Economics**, Vol. 48, No. 1, 35-54.
- El-Gazzar, S. M. and Finn, P. M., 1998, "Economic Implications of Proposed Accounting

- for Stock-based Compensation,” **Atlantic Economic Journal**, Vol. 26, No. 3, 259-273.
- Elson, C., 1993, “Executive Overcompensation: A Board-based Solution,” **Boston College Law Review**, Vol. 34, No. 5, 937-996.
- Espahbodi, H., Espahbodi, P., Rezaee, Z., and Tehranian, H., 2002, “Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock-based Compensation,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 33, No. 3, 343-373.
- Ezzamel, M. and Watson, R., 1998, “Market Comparison Earnings and The Bidding-up of Executive Cash Compensation: Evidence from the United Kingdom,” **Academy of Management Journal**, Vol. 41, No. 2, 221-231.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C., 1983, “Separation of Ownership and Control,” **Journal of Law and Economics**, Vol. 26, No. 2, 301-325.
- Fan, P. H. and Wong, T. J., 2002, “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 33, No. 3, 401-425.
- Fich, E. M. and Shivdasani, A., 2006, “Are Busy Boards Effective Monitors?,” **Journal of Finance**, Vol. 61, No. 2, 689-724.
- Francis, J., Schipper, K., and Vincent, L., 2005, “Earnings and Dividends Informativeness When Cash Flow Rights are Separated from Voting rights,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 2, 329-360.
- Fried, V. H., Bruton, G. D., and Hisrich, R. D., 1998, “Strategy and The Board of Directors in Venture Capital-backed Firms,” **Journal of Business Venturing**, Vol. 13, No. 6, 493-503.
- Friedman, M., 1962, **Capitalism and Freedom**, Chicago: University of Chicago Press.
- Gaver, J. J. and Gaver, K. M., 1995, “Compensation Policy and The Investment Opportunity Set,” **Financial Management**, Vol. 24, No. 1, 19-32.
- Goodman, P., 1975, “Effect of Perceived Inequity on Salary Allocation Decisions,” **Journal of Applied Psychology**, Vol. 60, No. 3, 372-375.
- Grinstein, Y. and Hribar, P., 2004, “CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 73, No. 1, 119-143.
- Hanlon, M., Rajgopal, S., and Shevlin, T., 2003, “Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings?,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 36, No. 3, 3-43.
- Haw, I., Hu, B., Hwang, L., and Wu, W., 2004, “Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-legal Institutions,” **Journal of Accounting Research**, Vol. 42, No. 2, 423-462.
- Healy, P., 1985, “The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, No. 1-3, 85-107.
- Heneman, R. L. and Cohen, D. J., 1988, “Supervisory and Employee Characteristics as Correlates of Employee Salary Increases,” **Personnel Psychology**, Vol. 41, No. 2, 345-360.

- Holthausen, R., Larcker, D., and Sloan, R., 1995, "Annual Bonus Schemes and The Manipulation of Earnings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 19, No. 1, 29-74.
- Imhoff, E. A. Jr., 2003, "Accounting Quality, Auditing, and Corporate Governance," **Accounting Horizons**, Vol. 17, No. s-1, 117-128.
- Ittner, C. D., Larcker, D. F., and Pizzini, M., 2007, "Performance-Based Compensation in Member-owned Firms: An Examination of Medical Group Practices," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 44, No. 3, 300-327.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Keating, E. K., Lys, T. Z., and Robert, P. M., 2003, "Internet Downturn: Finding Valuation Factors in Spring 2000," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 34, No. 1-3, 189-236.
- Kesner, I. F., 1987, "Directors' Stock Ownership and Organizational Performance: an Investigation of Fortune 500 Companies," **Journal of Management**, Vol. 13, No. 3, 499-507.
- Kole, S. R., 1997, "The Complexity of Compensation Contracts," **Journal of financial Economics**, Vol. 43, No. 1, 79-104.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 3, 1147-1170.
- Lambert, R., Larcker, D., and Weigelt, K., 1993, "The Structure of Organizational Incentives," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 38, No. 3, 438-461.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., and Tuna, I., 2007, "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance," **The Accounting Review**, Vol. 82, No. 4, 963-1008.
- Lemmon, M. L. and Lins, K. V., 2003, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian financial crisis," **Journal of Finance**, Vol. 58, No. 4, 1445-1468.
- Lev, B. and Sougiannis, T., 1996, "The Capitalization, Amortization, and Value-relevance of R&D," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 21, No. 1, 107-138.
- Lippert, R. and Moore, W., 1994, "Compensation Contracts of Chief Executive Officers: Determinants of Pay-Performance Sensitivity," **The Journal of Financial Research**, Vol. 17, No. 3, 321-332.
- Lippert, R. and Moore, W., 1995, "Monitoring vs. Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation," **Financial Management**, Vol. 24, No. 3, 54-62.
- McWilliams, A. and Siegel, D., 2001, "Corporate Social Responsibility: a Theory of The Firm Perspective," **Academy of Management Review**, Vol. 26, No. 1, 117-127.
- Meindl, J. R., 1989, "Managing to be Fair: An Exploration of Values, Motives, and Leadership," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 34, No. 2, 252-276.

- Milgrom, P. and Roberts, J., 1992, **Economics, Organization and Management**, New Jersey: Prentice Hall.
- Milkovich, G. T. and Newman, J. M., 1999, **Compensation**, New Jersey: McGraw-Hill.
- Morck. R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1, 293-315.
- O'Barr, W. M. and Conley, J. M., 1992, **Fortune and folly: The wealth and power of institutional investing**, Illinois: Business One Irwin.
- Organization for Economic Co-operation and Development(OECD), 2004, **OECD Principles of Corporate Governance**.
- Parker, S., Peters, G. F., and Turetsky, H. F., 2002, "Corporate Governance and Corporate Failure: a Survival Analysis," **Corporate Governance**, Vol. 2, No. 2, 4-12.
- Pugh, W. N., Oswald, S. L., and Jahera, J. S., 2000, "The Effect of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are There Really Performance Changes?," **Managerial and Decision Economics**, Vol. 21, No. 5, 167-180.
- Pyun, S. H., 1997, **Organizational Justice Orientation and Workforce Performance Effectiveness in South Korea**, Ph. D. Dissertation, University of Southern California.
- Rajgopal, S. and Venkatachalam, M., 1998, "The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: an Empirical Investigation." Technical report, University of Washington.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1997, "A Survey of Corporate Governance," **Journal of Finance**, Vol. 52, No. 2, 737-783.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1986, "Large Shareholders and Corporate control," **Journal of Political Economy**, Vol. 94, No. 3, 461-488.
- Sibson, R. E., 1975, "The Outlook for Executive Pay," **Nation's Business**, Vol. 63, No. 12, 23-27.
- Smith, C. W. and Watts, R. L., 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policy," **Journal of Financial Economics**, Vol. 32, No. 3, 263-292.
- Stewart, T. A., 2003, "Good Business and Good Business," **Harvard Business Review**, Vol. 81, No. 3, 1-10.
- Tosi, H. L., Gomez-Mejia, L. R. M., Loughry, L., Werner, S., Banning, K., Katz, J., Harris, R., and Silva, D., 1999, "Managerial discretion, compensation strategy, and firm performance: The case for ownership structure" in Ferris, G. (ed.), **Research in Personnel and Human Resources Management**, Stamford, CT: JAI Press, 163-209.
- Van der Stede, W. A., 2007, "Strategy Implementation Through Incentives: Avoiding the Pitfalls of Pay-for-Performance.," **2007 International symposium on Chinese Management**, London, UK.
- Villalonga, B. and Amit, R., 2006, "How do Family Ownership, Control, and Management

員工分紅、公司治理與未來績效

- affect Firm Value?," **Journal of Financial Economics**, Vol. 80, No. 2, 385-417.
- Wade, J. B., O'Reilly, C. A., and Pollock, T. G., 2006, "Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Fairness and Executive Compensation," **Organization Science**, Vol. 17, No. 5, 527-544.
- Wang, D., 2006, "Founding Family Ownership and Earning Quality," **Journal of Accounting Research**, Vol. 44, No. 3, 619-656.
- Watts, R. L. and Zimmerman, J. L., 1986, **Positive Accounting Theory**, New Jersey: Prentice Hall.
- Werner, S., Tosi, H. L., and Gomez-Mejia, L. R., 2005, "Organizational Governance and Employee Pay: How Ownership Structure Affects the Firm's Compensation Strategy," **Strategic Management Journal**, Vol. 26, No. 4, 377-384.
- Wolfstetter, E., 1999, **Topics in Microeconomics: Industrial Organization, Auctions, and Incentives**, Cambridge: Cambridge University Press.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woidtke, 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, 185-211.

作者簡介

許崇源

美國曼菲斯大學會計博士，現任國立政治大學會計系教授，主要研究領域為財務會計、稅務法規與會計、非營利組織會計與租稅、公司治理等。著有財務報表分析、企業租稅規劃、稅務會計、兩稅合一制度與會計、家庭稅務規劃、成本會計等書，論文發表於 *Journal of Business, Finance, and Accounting*、中山管理評論、會計評論、交大管理學報、證券市場發展季刊、台大管理論叢等期刊。

E-mail: cyhsu@nccu.edu.tw

陳昭蓉

國立政治大學會計系博士班學生，現任教於中原大學會計系講師。主要研究領域為財務會計。論文發表於管理學報。

E-mail: 93353505@nccu.edu.tw

