

CEO Pay Cuts, Corporate Governance and Family Business

總經理減薪效應、公司治理與家族企業

Li-Jin Huang, Department of Accounting and Taxation, Shih Chien University Kaohsiung Campus
黃麗津 / 實踐大學高雄校區會計暨稅務學系

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

Received 2015/7, Final revision received 2018/7

Abstract

CEO compensation has been the focus of agency problems for a long time. This study differs from previous research studies by investigating the relationship between performance and compensation from the perspective of executive compensation, and the benefits of internal and external control mechanisms of companies (the proportion of independent directors and shareholding ratio of institutional investors). The identity of the CEO in a family businesses is made distinct (i.e., professional manager or family member) to examine the responses to pay cuts in difference types of CEOs. In line with the provisions for compensation disclosures in Taiwan, the study was conducted between 1999 and 2004. The results indicate that businesses which underperform in the previous year leads to pay cuts for the CEO, this is more likely to occur when there is a higher proportion of independent directors on the board of directors. A higher shareholding ratio of institutional investors yield similar results. Nevertheless, CEOs who are family members of family business are less likely to undergo pay cuts compared to professional CEOs. In general, CEO performances are found to rebound following their pay cuts, with professional CEOs having greater improvements.

【Keywords】CEO pay cuts, corporate governance, family business

摘要

高階管理者薪酬一直是代理問題的焦點。本文有別於過去的研究，從總經理個人薪酬的角度探討績效－薪酬之關聯性，以及公司內外部監督力（獨立董事比例與機構投資人持股比率）所產生之效益。且進一步區分家族企業總經理身分（專業經理人／家族成員），檢測兩者在總經理減薪與績效之差異。配合台灣對薪酬揭露之規定，研究期間為1999-2004年。實證結果顯示，前期績效不佳將導致總經理個人被減薪，且當獨立董事比例越高、機構投資人持股比率越多時，也越容易發生總經理減薪的情況，且當總經理個人被減薪後，績效確實會有所回升。再者，家族成員總經理減薪可能性低於家族企業的專業經理人，而家族企業的專業經理人在減薪後，績效回升的幅度則大於家族成員總經理。

【關鍵字】總經理減薪效應、公司治理、家族企業

壹、前言

聘任適當 CEO 是企業重要決策 (Berry, Bizjak, Lemmon, and Naveen, 2006)。但高階管理者的專業能力無法直接觀察，董事會便藉由已實現績效來推論其管理品質與經營成果，並作為薪酬的依據 (Sunder, 1997)。高階經理人薪酬合約的設計，除了「胡蘿蔔」，還需要「棒子」。即在面對績效不佳高階經理人又該如何懲處？Coughlan and Schmidt (1985) 證實經理人的離職機率與公司績效呈現負向關係。但 Beatty and Zajac (1987) 發現 CEO 異動對股市而言，是一種負面消息，顯示更換 CEO 對公司不一定是有利的。Watts (2003) 認為在有限任期與有限責任下，經理人可能無法獲得替公司提升價值後所應有之紅利。而大多數的公司也無力追溯經理人卸任後，其於任期內錯誤決策的所有責任，且通常對經理人求償的部分是遠低於決策錯誤所導致之損失 (LaFond and Roychowdhury, 2008)。也就是說，找到一個既能懲處績效不佳的經理人，且又能令其為自己失誤結果負責的方式，是重要的！相對於貿然更換經理人，減少其所重視的薪酬，應該是對公司更有利的方式？

而當減薪成了事實，高階管理階層的下一步又該如何？操作制約理論¹ (Operant Conditioning) 主張可藉由刺激－反應 (Stimulus-response; S-R) 來學習被期望的行為，即人們會學習從事可以導致想要結果的行為，或不從事會發生不想要結果之行為。即強調行為的後果（組織所提供的報償）才是影響行為的主要原因，經理人薪酬契約可產生正反兩用的刺激效果，提高薪酬可鼓勵經理人，相對地減少薪酬亦能為經理人帶來警告，在不同情境下，都能促使其努力去維持或改善公司營運狀況。Gao, Harford, and Li (2012) 發現薪酬水準被減少的 CEO 會為了恢復其薪酬水準而努力改善績效。由此發展出本文第一個研究重點，依據經理人契約訂立是專屬於特別的個人，捨棄過去研究高階管理者薪酬水準與企業績效之議題，所採用之平均薪酬概念，改以經理人中之最高管理階級－總經理² 個人薪酬來探討與企業前期和後期績效之相關性。且考量公司治理機制越好，績效與防弊會越佳，能減少經理人自利行為 (John and Senbet, 1998)。Core, Holthausen, and Larcker (1999) 也主張微弱的公司治理

1 Skinner, B. F. (1904-1990)，美國心理學家，新行為主義的主要代表。以 Thorndike 提出之理論作為基礎，建立了關於增強、懲罰與消弱的詳細的操作制約理論，是近代激勵理論中的一個學派。Thorndike 效果律 (law of effect) 中解釋，成功的行為產生滿足的結果，而這種結果經由經驗被「印入」 (stamped in)，使得成功行為的出現增加。失敗的行為則產生厭惡結果，因而被剔除 (stamped out)，造成失敗行為的出現頻率減少。簡單的說，某些結果能夠增強行為，而某些結果能夠減弱行為。

2 國外通稱執行長 (CEO; Chief Executive Officer)，指位居最高管理層級，領導整個經營團隊，管理企業組織各部門，甚至掌控整個企業組織的營運。遠見 2010 與台灣經濟新報 (TEJ) 合作，以 ROE 和市值等三大指標，進行「最佳總經理 100 強」與「最佳董事長 50 強」兩項調查，其中，總經理排名對象包含執行長。這是採用權威企管雜誌《哈佛商業評論》 (Harvard Business Review) 所進行的「全球執行長 50 強」調查方法，並針對台灣現況做些許調整。

導致企業的代理問題較嚴重，令 CEO 獲取較高的薪酬。故加入公司治理因素，瞭解企業監督力對總經理個人被減薪之影響。

再者，家族企業以及家族涉入公司經營情況也是研究焦點 (Anderson and Reeb, 2003; Sciascia, Mazzola, Astrachan, and Pieper, 2012)，家族企業向來在各國經濟體發展過程中扮演重要角色 (Sharma, Chrisman, and Gersick, 2012)。而台灣以家族經營為主流企業型態 (Yeh, Lee, and Woidtke, 2001; 王振寰與溫肇東, 2011)。Barton and Gordon (1987) 認為家族企業的經營者在制定財務政策時，會先考量該項策略是否會影響家族對公司的永續控制，所以企業的永續經營成為家族追逐的最高準則 (McMahon and Stanger, 1995; Casson, 1999; Zapalska and Edwards, 2001)。林嬋娟、潘昭容與王大維 (2015) 發現當自由現金流量為正時，相較於非家族企業，家族企業較不會有過度投資現象。顯示家族企業經營模式較為偏向管家理論 (Stewardship Theory)。Maury (2006) 發現西歐的家族企業績效較佳，且家族成員總經理的積極參與，更有助於提昇企業的獲利能力。Fukuyama (1995) 認為華人家族企業更傾向於將控制權集中於家族內部人員的手上。Wang (2006) 認為家族企業中的大股東，較可能犧牲小股東的利益而追求自身私利，導致大股東與小股東之間的代理衝突 (Shyu and Lee, 2009)。家族企業有屬於自己的文化，偏好雇用家族成員來鞏固家族關係、提高對公司的向心力 (Tagiuri and Davis, 1996)。Daily and Dollinger (1993) 認為家族企業的专业經理人對公司忠誠度是較低的。故推論家族企業聘用不同類型的總經理，將影響績效－薪酬的連結度，因此本文第二個研究焦點鎖定家族企業中總經理類型在減薪效應與績效回復的差異。

本研究的主要貢獻，第一，有別於過去研究受限於薪酬資料揭露上的規定，是採取一群經理人平均薪酬金額來作薪資代理變數，而無法在績效－薪酬關係中找到一致性的結果。本文認為經理人薪酬契約是具有單一性與獨特性，透過逐一比對經理人³中最高階層的管理者－總經理薪酬總額，從總經理個人薪酬角度去確認績效－薪酬關聯性、公司治理機制之效力，並從心理學角度探討減薪後所帶來之效應。由於本文的研究期間就是在法規仍屬個別揭露的情況，而該期間的規定令我們可以瞭解到個別總經理薪酬的支領狀況以及績效不佳所受到的懲罰。同時也能讓投資人掌握公司盈餘的流向，薪酬契約的合理性以及督促管理階層執行應盡的職責，避免小股東的投入在毫不知情的狀況下，被績效不良的管理階層鯨吞蠶食。藉此可提醒主管機關除了要求企業揭露必要資訊外，還須重視揭露品質與內容，才可有效降低資訊不對稱的發生，減少公司隱藏高階主管超額報酬的機會。第二，有別於 Gao et al.,

3 民法 553 條：經理人者，謂由商號之授權，為其管理事務及簽名之人。

(2012)，本研究探究焦點關注在台灣主流企業型態－家族企業，將其總經理區分為家族企業的家族成員與非家族成員（專業經理人）等兩類，以釐清家族企業總經理類型在減薪前因與後果之差異，藉此驗證台灣家族企業中於管家理論以及型 II 代理問題之情況。

本文分為五章，後續各節如下：第貳章為文獻探討與假說建立，第參章介紹研究方法，第肆章進行實證結果與分析，第伍章為結論。

貳、文獻探討與假說建立

一、企業績效、公司治理與總經理減薪效應

（一）前期績效與總經理減薪

Ross (1973) 認為在完善的激勵制度下，高階經理人會以公司價值最大化為目標，代理問題將可獲得解決。透過薪酬契約可解決公司代理人與委託人之利益衝突，故薪酬契約是促成管理當局與股東目標一致的工具 (Watts and Zimmerman, 1978, 1986)，「最優契約論」便是假定董事會擬制的薪酬計畫，能有效激勵高階經理人替股東追求財富極大化，故視高階經理人薪酬安排為代理問題的補救方法 (Holmstrom, 1979, 1982)。過去在探討企業績效與高階經理人薪酬之關聯性時，並未獲得一致結果，有些研究認為兩者之間呈現正向關係 (Murphy, 1999; Core et al., 1999; Kato, Kim, and Lee, 2007)，也有發現兩者並無顯著關係而或需加入其他公司因素才能發現其關聯性 (Kerr and Bettis, 1987; Jensen and Murphy, 1990; Main, 1991; Gregg, Machin, and Szymanski, 1993; Conyon and Leech, 1994; 林淑惠與胡星陽，2003；洪玉舜與王泰昌，2008)，甚至還有負向關係的，根據商業周刊對蒐集 2003 年財報資料顯示，有 1/4 公司的股東權益報酬率下降但高階經理人薪酬卻上升的情況。華爾街日報就針對 2005 年 1 月至 2007 年 6 月間更換 CEO 的三十家大企業進行調查，結果發現這些公司股價下跌的時間比上漲的時間多。

為何會有不一致的情況，本研究認為是樣本蒐集的限制，過去採用高階經理人平均薪酬來探討相關議題，使得薪酬契約是專屬某一特定人的性質被忽略。此外，Grafton, Lillis, and Widener (2010) 主張良好績效衡量指標有助於組織策略的形成與執行，且使用不同績效指標將影響組織對於既有能力的利用，以及新能力的搜尋與確認。Shaw and Zhang (2010) 同時使用股票報酬和會計盈餘來衡量企業績效好壞。多重績效衡量的使用較能夠分攤高階經理人營運風險 (Makri, Lane, and Gomez-Mejia, 2006)，故本文將同時以會計指標與市場指標來衡量企業績效好壞。配合台灣個別薪酬揭露之規範，以高階經理人中最高階者－總經理為研究對象，並同時以會計指標與市場指標來衡量企業績效好壞。探究企業績效與總經理個人薪酬被減少之

間的關聯性，推論當企業績效越差，總經理個人被減薪的可能性也就越高。據此，建立假說一：

H1: 公司績效越差，總經理個人被減薪的可能性就越大。

(二) 公司治理與總經理減薪

OECD 定義公司治理：「是指導和控管法人組織的制度，公司治理架構應該促進透明和有效率的市場，建立一致性法律，並清楚地說明監督、管制和執行權責單位間的責任分工」。

1. 機構投資人持股比率

Pound (1988)「效率監控假說」(the Efficient-monitoring Hypotheses)，認為機構投資人有較充足的專業知識及擁有較多的人才，能比其它小額的投資者，更有效地對公司管理階層進行監督的工作。Mangel and Singh (1993) 發現機構投資人可以強化高階經理人的責任，並降低高階經理人獲取非其應得薪酬之可能性。Carleton, Nelson, and Weisbach (1998) 發現當機構投資人持股比率較高時，機構法人之代表力量更有機會接近管理階層與影響董事會，能促使管理者會更積極提高經營績效 (Filatotchev, Lien, and Piesse, 2005)。再者，Hartzell and Starks (2003) 認為機構投資人的存在可以對高階管理者進行更有效的監控，機構投資人持股比率對績效－薪酬間敏感性具正向的影響，而與 CEO 薪酬水準呈負向關聯性 (Gomez-Mejia, Larrazza-Kintana, and Makri, 2003)。Ozkan (2011) 發現英國企業機構投資人對 CEO 依績效表現所給予之選擇權計畫有著正向影響。因為機構投資人相較小股東持有較多的股數，若公司因管理階層經營不善而有損失，其所受的損耗也會比小股東大，故會較有意願、能力與機會去影響公司決策走向 (Sias and Starks, 1997)。所以當總經理表現良好時，會不吝支持公司給予更優渥的薪酬組合，相對地，若面對績效不佳的總經理，也會主張給予懲戒，如減少薪酬內容等。因此，本文推論在機構投資人持股比率越大時，總經理個人因績效不佳被減薪的機會也會越高。據此建立假說二：

H2: 機構投資人持股比率越高，則總經理個人被減薪可能性就會越大。

2. 獨立董事比例

Johnson, Daily, and Ellstrand (1996) 主張董事會的功能有監督、管理以及對 CEO 提供意見，且內、外部董事所佔比例、其個別的才能，將影響公司有著不同的發展 (Mizruchi, 1983)。而外部董事在委託人－代理人利益衝突過程中，具有關鍵調和的地位 (Rechner, 1989; Mayers, Shivdasani, and Smith Jr, 1997)。Hermalin (2005) 發現世界各國企業的董事會中的獨立董事比重有逐年增加的趨勢。且學者們也認為獨立董

事制度對公司價值有著為正面的效果 (Byrd and Hickman, 1992; Brickley, Coles, and Terry, 1994)。Solomon, Norton, and Solomon (2003) 指出台灣外部董事亦在董事會中扮演關鍵角色，可以強化台灣公司治理制度以及提升對股東之責任。Hoitash, Hoitash, and Johnstone (2012) 發現在良好的公司治理機制下，CEO 因為內控缺失而導致薪酬減少的幅度更大。Boyd (1994) 發現無效率的董事會，其 CEO 薪酬會較高。Core et al. (1999) 認為獨立董事比例越大，越能避免董事會給予高階管理者超額薪酬。Li, Moshirian, Nguyen, and Tan (2007) 實證發現有實行獨立董事制度之企業，其公司治理機制是較為完善的，能更有效的發揮監督 CEO 的力量，因而使 CEO 薪酬水準偏低，或較可以制定更適當之經理人薪酬契約 (Chhaochharia and Grinstein, 2009)。換句話說，獨立董事佔董事會比重越高時，董事會的專業性越高且越有能力制定最適於公司之決策，因此，在總經理績效不佳時，越可能受到減薪的懲罰，本文推論當公司獨立董事比例越大時，則總經理個人因績效不佳被減薪的機會是越高的。據此建立假說三：

H3: 獨立董事比例越高，總經理個人被減薪的可能性就越大。

(三) 總經理減薪與次期績效回升

激勵 (Motivation) 是一種力量，可決定組織中個人行為方向以及努力程度 (Kaplan, 1990)，它是激發與引導人們採取目標導向行為的心理過程 (Mitchell, 1982)。Skinner (1948, 1953, 1969) 操作制約理論延續「Thorndike's 三大定律」⁴—造成令人愉悅的行為將會重覆，而造成令人不愉悅的行為則不可重覆，藉由操縱某種行為的結果來控制行為就涉及增強觀點。Armstrong and Baron (1998) 主張可藉由績效管理策略的運用，來改善員工的工作效能，以促進組織的發展。Abowd (1990) 主張提高 CEO 薪酬—績效之間的敏感度將有助於公司獲利或股票報酬的提昇。也有學者認為給予高薪將帶來績效的改善和成長 (Brick, Palmon, and Wald, 2006; Kato and Kubo, 2006)。但 Crystal (1993) 則發現未來之股票績效對前期的總經理薪酬—績效間關係並無影響力。Banker, Darrough, Huang, and Plehn-Dujowich (2013) 也認為 CEO 的薪酬計畫中的紅利部分與未來績效之間是無相關性。故本文從另一個角度（減薪議題）來瞭解其與未來績效的成長與改善之關聯性，將前述操作制約理論運作在企業組織中，有助於瞭解實務上公司可能利用此觀念來刺激員工展現出良好的工作效率，降低不好的工作行為，以提升工作績效。簡言之，基於操作型制約理論的想法下，總經理在面對減薪這個不好的結果時，將學習到為了不再面臨此種情境，而想

4 Thorndike, E. L. (1874-1949)，美國心理學家，心理學行為主義的代表人物之一。最著名的就是利用迷箱實驗，提出三條學習定律：準備律、效果律和練習律。

方設法去改善公司績效。Gao et al. (2012) 發現良好公司治理結構會強化績效差就被減薪的關係，且在減薪之後的 CEO 為了回復薪酬水平而改善績效。故依據上述理論，本文認為當總經理因績效不佳而被減薪，將會存有不願再重蹈覆轍的想法，即不願意再有減薪的情況發生，會較為積極想要提升績效。據此，建立假說四：

H4: 當總經理個人被減薪後，次期績效將會獲得改善。

二、家族企業下，不同總經理型態在企業績效、公司治理與總經理減薪效應的差異

LaPorta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer (1999) 指出家族企業是公司組織中最主要的型態，在全球經濟市場發展中有著重要地位 (Sharma et al., 2012)。Claessens, Djankov, and Lang (2000) 對東亞國家⁵的調查研究發現，超過一半的東亞國家，其企業主要的控制股東為家族，台灣因民情文化因素，公司組織結構多為家族企業 (Yeh et al., 2001；林宛瑩與許崇源，2008)。Donaldson and Davis (1991) 提出管家理論 (Stewardship Theory)，認為代理理論對人性的假設是不真實的，實務中高階管理者還具備另一種心態－希望透過職務角色的成功而獲得內在滿足，以及受到公司所有權人的信賴與外部投資人的認同。高階經理人以追求委託人最大利益為目標，不會犧牲組織利益成就個人利益 (Davis, Schoorman, and Donaldson, 1997)。Zahra (2005) 發現家族企業相對於非家族企業在經營企業上是有優勢的，因為企業與所有者的目標一致性高、公司目標可在世代中持續進行。家族企業的市場價值比非家族企業高，經營獲利能力也較好 (McConaughy, Walker, Henderson Jr., and Mishra, 1998; Maury, 2006)。Jara-Bertin, López-Iturriaga, and López-de-Foronda (2008) 分析歐洲 11 個國家的家族企業，發現控制權的增加，會使得整個公司價值也跟著提升。顯示家族企業總經營模式是較符合管家理論。李佳蓉、李振宇與吳學良 (2017) 探究台灣 186 家小型家族企業，發現家族企業符合管家理論特質，且促進了公司興業行為與創業表現。

而其中家族成員總經理受到家族企業的保護，擁有較高資源分配自主權，受到較少的監督，影響其經營管理決策行為也會與非家族成員總經理不同 (Schulze, Lubatkin, Dino, and Buchholtz, 2001; Schulze, Lubatkin, and Dino, 2003)。家族企業總經理多屬於控制家族中的一員，基於家族成員間的忠誠度與信任感，有利於讓總經理個人利益與公司利益相結合 (Tagiuri and Davis, 1996; Schulze, Lubatkin, and Dino, 2002; Ali, Chen, and Radhakrishnan, 2007)。Faccio, Lang, and Young (2001) 研究五個西歐國家以及九個東亞國家的上市企業，發現亞洲的裙帶關係較為明顯，高層管理

5 分別為香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣、泰國 9 國。

階層多由家族內部成員擔任。中華徵信所於 2008 年 10 月 15 日出版的「2008 台灣地區大型集團企業研究」，其中調查統計資產總額 100 大集團中，有 62 個集團具有家族經營色彩的特性，並且有 70.9% 的家族成員擔任為管理階層。因此，有必要去區別家族企業內家族成員總經理與專業經理人（非家族成員總經理）之行為差異 (Anderson and Bizjak, 2003; Blumentritt, Keyt, and Astrachan, 2007)。

再者，家族企業股權傾向集中在少數控制股東與管理者身上，而控制股東可能透過金字塔結構與交叉持股方式，剝削小股東的利益，因此，所有權與控制權分離所造成的代理問題，轉為大股東與小股東間的核心代理問題。Wang (2006) 認為家族企業中的大股東，較可能犧牲小股東的利益而追求自身私利，導致大股東與小股東之間的代理衝突。Chang, Wu, and Wong (2010) 發現家族企業中控制股東與小股東之間，資訊不對稱問題較為嚴重。因此，型 II 代理問題⁶相較於型 I 代理問題是家族企業中較常見的。雖然家族企業將公司發展會視為自身利益的延伸，但可能會出現偏袒家族成員的自利行為，所以家族成員出任公司重要職務時，相對外來專業經理人是比較有保障的 (Allen and Panian, 1982; Kets de Vries, 1993; Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, and Gutierrez, 2001)。故推論在家族企業中，不論總經理是由家族成員還是專業經理人擔任，只要績效不佳，均會受到裁減薪酬的懲戒，但也較容易偏袒自家成員的總經理，所以就算真的對其進行減薪動作，相較於家族企業中的專業經理人其幅度／可能性也會比較小，據此建立假說五：

H5: 家族成員總經理相較於家族企業專業經理人，因績效差總經理個人被減薪的可能性較低。

依據操作性制約理論，認為激勵的手段除了金錢這一刺激因素外，還要涵蓋到勞動者的主觀因素的需要－在新行為主義理論中，提出激勵人心的手段應從社會心理觀點出發，深入分析人們的物質需要和精神需要，並使個體需要的滿足與組織目標的實現一致化。因此，基於家族企業較符合管家理論，所以不論家族企業中的總經理是由家族成員或是專業經理人來擔任，基於滿足個人理由或是在乎公司持續經營均會努力追求績效的改善。只是家族成員總經理，即使經營績效不好，也較無被解雇的威脅，而非家族總經理所面臨之個人就業風險 (Employment Risk) 較高 (Gomez-Mejia et al., 2001)。Brunello, Graziano, and Parigi (2003) 發現公司績效與

6 Ali et al. (2007) 認為代理問題主要有兩種類型－型 I 代理問題是因所有權與經營權偏離所產生，是傳統代理問題；型 II 代理問題則由控制股東與小股東衝突所引起，是為核心代理問題。

CEO 異動間之負向關係僅存在於 CEO 非為控制股東時。因此，推論家族企業之專業經理人在績效不佳後，想要讓績效在短期內獲得改善的行動會更積極，且效果會更佳，據此建立假說六：

H6: 家族企業專業經理人相較於家族成員總經理，在被減薪之後，績效回升幅度較大。

參、研究方法

一、研究期間、樣本選取及資料來源

行政院金融暨監督管理委員會為落實公司治理，強化董事、監察人、總經理及副總經理薪酬資訊透明度，參酌香港、新加坡及美國等國家揭露規定，2006 年 (95/1/16) 修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」，其中第 11 條之修正主要內容為將經理人與董監事薪酬揭露方式由「個別揭露」改為「總額揭露」及揭露各級距人數，且有部份公司於 2005 年財報已改採新方式揭露酬勞。再者，1997-1998 發生亞洲金融風暴，在避免高階經理人薪酬受其影響。故本文的樣本期間自 2004 年往前推至 1999 年為止。本研究的樣本對象為台灣上市上櫃公司，其原始資料來自 TEJ（台灣經濟新報），以及公開資訊站所公告之各年度年報，共計 3,107 個樣本。按照 TEJ 操作定義將控制型態為單一家族主導者，視為家族企業，其中家族企業觀察值為 2,092 個。除了計算總經理個人是否有被減薪外，另設置 Payout25%（減薪幅度達 25%）與 Payout15%（減薪幅度達 15%）兩項變數，作為敏感性測試之用，減薪資料分布狀況如表 1 所顯示：

表 1 不同年度總經理減薪分佈

	2000	2001	2002	2003	2004
Payouts	174	243	294	228	289
Payout25%	82	102	134	109	120
Payout15%	123	166	211	153	192

二、變數定義與實證模型

(一) 變數定義

本研究欲探討總經理個人減薪之效應，需於減薪前後期皆為同一人之個別薪酬資料。首先，逐一比對每個年度每家企業前後期總經理是否為同一人。接著，若每位總經理當年度薪酬總額比前一期薪酬總額少，定義為減薪。陳明園和石雅慧(2004) 研究指出，經理人薪酬通常定義為基本薪資、現金紅利及股票酬勞，在短期經營績效上，主要為現金紅利，由當期盈餘或市場股票之報酬中分享給經理人，另外在長期財務誘因上，主要為股票酬勞。避免有挖東補西牆的情況，故總經理薪酬總數＝薪資＋獎金及特支費＋現金紅利＋股票紅利，總經理減薪 (Paycuts)，當年度總經理個人薪酬－前一年度總經理個人薪酬，若為負的設作 1，其他則是 0。另外，按照 TEJ 操作定義將控制型態為單一家族主導者，視作為家族企業 (Family)。接著將家族企業樣本區分為家族成員總經理⁷以及家族企業專業經理人等兩組。其他變數定義如表 2 所述：

7 按照 TEJ「董監事持股狀況」中親屬說明欄位，若該欄位為親屬關係，則認定其為家族內部成員，將視為家族成員總經理，設置成 1，而其他則是 0。

表 2 變數定義彙總表

變數名稱	變數定義
Payouts	當年度總經理薪酬－前一年度總經理薪酬為負則設 1，其他是 0。
mROA	相對績效指標 ROA = T-1 期 ROA ⁸ 減 T-1 期 ROA 產業中位數
mRET	相對績效指標 RET = T-1 期 RET ⁹ 減 T-1 期 RET 產業中位數
IND	獨立董事比例＝獨立董事 ¹⁰ 人數／董事會總人數 *100
INS	機構投資人持股比率＝機構投資人持股數 ¹¹ ÷ 流通在外總股數 *100
SIZE	公司規模＝ln（營業收入）
LEV	負債比率＝總負債／總資產 *100
MB	市價淨值比＝年底市值／年底淨值
Industry	產業別，設一虛擬變數若為電子業為 1，其他產業則是 0。
SEP	控制權與現金流量請求權偏離程度，股份控制權－盈餘分配權。
ManagerHold	經理人持股比率＝經理人總持股 ÷ 流通在外總股數 ×100
AbnormalPay	總經理異常報酬 ¹² 。
Year	年度虛擬變數，以 2000 年為基準年度，設置 y01、y02、y03 與 y04 等 4 個年度 虛擬變數以控制 2000 至 2004 年共五個年度的影響。
△ Performance	
△ ROA	T+1 期 ROA 減 T 期 ROA
△ RET	T+1 期 RET 減 T 期 RET
Payout25%	當期薪酬減前期薪酬後為負者，其減少比率超過 25% 則是 1，其他為 0
Payout15%	當期薪酬減前期薪酬後為負者，其減少比率超過 15% 則是 1，其他為 0

8 [稅後淨利＋利息支出 × (1-25%)] / 平均總資產 *100

9 $(Pt * (1 + \alpha + \beta) + D) / (Pt - 1 + \alpha * C) - 1$ * 100 (%)，Pt：第 t 期收盤價（指數）， α ：當期除權之認購率， β ：當期除權之無償配股率，C：當期除權之現金認購價格，D：當期發放之現金股利。

10 本研究獨立董事變數資料來自 TEJ（可任獨立董事的基本要件為：（1）不能在該公司任職（2）與該公司董監事無二等親關係（3）選任持股不得高於 1%，唯法令另有其規範）。

11 機構投資人持股數：政府機構持股＋本國金融機構持股＋本國信託基金持股＋本國公司法人持股＋本國其他法人持股＋僑外金融機構持股＋僑外法人持股＋僑外信託基金持股。

12 按照 Gao et al., (2012)，p296 之公式求得之殘差即為異常報酬（公式如下所示）：

$$\text{Ln(Totalpay)}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Stockreturn}_{it-1,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{it-1,t} + \alpha_3 \text{Ln(sales)}_{it} + \alpha_4 \text{Volatility}_{it} + \alpha_5 \text{CEOtenure}_{it} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{it}$$

(二) 實證模型

本研究採用統計軟體 SPSS 進行分析，而分析方法有敘述性統計分析、獨立樣本 t 檢定、羅吉斯迴歸分析與多元線性迴歸分析，利用分析結果說明各變數間關聯程度，並驗證總經理個人減薪與相對績效、公司治理機制（獨立董事比例與機構投資人持股比率）之關聯性，以及前述關係在家族企業總經理為專業經理人或是家族成員總經理¹³的差異。且進一步以 Chow test¹⁴ 檢測多元線性迴歸式是否存在差異性。

模型一：用來驗證 H1、H2、H3& H5。

$$\begin{aligned} \text{Probability}(\text{Paycuts}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{mROA}_{it-1} + \alpha_2 \text{mRET}_{it-1} + \alpha_3 \text{IND}_{it} + \alpha_4 \text{INS}_{it} + \\ & \alpha_5 \text{SIZE}_{it} + \alpha_6 \text{LEV}_{it} + \alpha_7 \text{MB}_{it} + \alpha_8 \text{Industry}_{it} + \alpha_9 \text{SEP}_{it} + \\ & \alpha_{10} \text{ManagerHold}_{it} + \alpha_{11} \text{AbnormalPay}_{it} + \alpha_{12} \text{Year} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

模型二：用來檢測 H4 & H6

$$\begin{aligned} \Delta \text{Performance}_{it, it+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Paycuts}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{MB}_{it} + \beta_5 \text{Industry}_{it} + \\ & \beta_6 \text{SEP}_{it} + \beta_7 \text{ManagerHold}_{it} + \beta_8 \text{Year} + v_{it} \end{aligned}$$

13 按照 TEJ「董監事持股狀況」中親屬說明欄位，若該欄位為親屬關係，則認定其為家族內部成員，將視為家族成員總經理，設置成 1，而其他則是 0。

14 參考 Chowdhury, Kumar, and Shome (2016)。

肆、實證結果

一、敘述統計

表 3 敘述統計—全樣本

	平均數	中位數	最小值	最大值
Paycuts	.40	0	0	1
mROA	-.09	.00	-48.19	66.09
mRET	10.91	.00	-178.07	672.05
△ ROA	-.65	-.30	-102.36	97.20
△ RET	9.54	.00	-180.40	586.44
IND	.05	.00	0	.60
INS	34.31	31.38	0	98.39
SEP	5.27	1.54	0	74.68
ManagerHold	.86	.11	0	23.14
SIZE	14.99	14.83	9.09	20.11
LEV	44.69	45.41	2.08	99.14
MB	1.30	1.02	.04	10.60
Industry	.42	0	0	1
AbnormalPay	.00	-.03	-7.20	4.52
Family	.67	1	0	1
Paycut 25%	.18	0	0	1
Paycut 15%	.27	0	0	1
PAYCUT	-3,256.08	-824.50	-291,411	-1
N	3,107			

註：Paycuts：有減薪設為 1，其他是 0；mROA：T-1 期 ROA 減 T-1 期 ROA 產業中位數；mRET：T-1 期 RET 減 T-1 期 RET 產業中位數；△ ROA：T+1 期 ROA 減 T 期 ROA；△ RET：T+1 期 RET 減 T 期 RET；IND：獨立董事比例；INS：機構投資人持股比率；SEP：控制權與現金流量偏離程度；ManagerHold：經理人持股比率；SIZE：公司規模；LEV：負債比率；MB：市價淨值比；Industry：產業別；AbnormalPay：總經理異常報酬；Family：家族企業設為 1，其他則是 0；Paycut 25%：減薪幅度達 25%；Paycut15 %：減薪幅度達 15%；PAYCUT：T 期總薪酬 -T-1 期總薪酬。

由表 3 以及表 4 可發現本文樣本期間（1999-2004 年間）平均約有 4 成公司有對其總經理採取減薪策略，且減薪幅度達 15% 以上約有兩成八，減薪高達 25% 以上的則有 18%，相對於 Gao et al. (2012) 以美國 1994-2005 年公司為對象發現，其減薪達 25% 以上僅有一成，顯示在台灣對總經理進行大減薪情況（減薪超過 25%）比美國多一倍。而且家族企業仍是台灣公司經營型態的主力，約有 67%。進一步顯示平均減薪金額是 3,256.08（千元），家族企業中家族成員總經理減薪金額平均為 2,954.79（千元），而家族企業中專業經理人平均減薪金額是 2,626.15（千元），顯示家族企業中的總經理不論是由專業經理人或家族成員來擔任均低於所有樣本企業，隱含台灣非家族企業的平均減薪金額是高於家族企業平均減薪金額。而在公司治理機制方面，機構投資人持股比率平均是 34.31%，且最高達 98.39%，顯見台灣機構投資人的影響力都不容小覷。另外，公司獨立董事比例平均是 5.28%，可知在樣本期間內（1999-20004 年），台灣於董事會設置獨立董事的意願還是不高的。另外，本文研究樣本是以未更換總經理為前提，產業分配上僅有 42% 為電子業，顯見台灣電子業在 1999-2004 年更換總經理的情況較其他產業少。

表 4 敘述統計－家族企業總經理

	家族成員總經理			家族企業專業經理人			
	平均數	最小值	最大值	平均數	最小值	最大值	t
Payouts	.42	0	1	.40	0	1	.721
mROA	-.4368	-74.53	40.89	-.4353	-102.36	59.57	-.005
mRET	5.61	-549.55	513.93	10.11	-597.62	649.92	-1.16
△ ROA	.23	-45.33	66.09	-1.125	-48.19	28.06	4.095***
△ RET	9.542	-128.06	469.81	10.96	-178.07	672.05	-.561
IND	.06	0	.60	.04	0	.50	4.300***
INS	29.03	.22	93.77	38.29	.03	95.33	10.134***
SEP	3.16	.00	74.68	6.68	.00	62.41	-9.819***
ManagerHold	1.17	0	23.14	.66	0	19.59	5.078***
SIZE	14.84	10.13	19.81	15.09	9.29	20.11	-4.310***
LEV	44.05	3.95	95.06	46.20	2.08	99.14	-3.061***
MB	1.26	.11	7.14	1.14	.06	6.43	3.184***
Industry	.36	0	1	.34	0	1	.659
AbnormalPay	.153	-7.152	4.369	-.178	-6.135	4.687	7.626***
N	1124			968			
PAYCUT	-2,954.79	-73,480	-1	-2,626.15	-109,676	-3	-.612
N	1,124	968					

註：「***」表示達 1% 的雙尾檢定水準。

PAYCUT：T 期總薪酬－T-1 期總薪酬。其他變數操作性定義與表 3 相同。

二、相關係數分析

本研究以 Pearson 相關係數來檢視各變數間之相關性，避免於後續研究進行迴歸分析時，因變數間彼此的相關性過高而產生共線性的問題，而影響研究之結果與

表 5 相關係數表

	Paycuts	mROA	mRET	△ ROA	△ RET	IND
Paycuts	1					
mROA	-.113***	1				
mRET	-.059***	-.051***	1			
△ ROA	.080***	-.088***	-.009	1		
△ RET	.066***	-.056***	.149***	.190***	1	
IND	-.035	.167***	.124***	-.048***	.023	1
INS	-.011	-.070***	-.039**	-.004	.008	-.026
SEP	-.021	.073***	-.010	-.007	.002	.029
ManagerHold	-.015	.010	.014	.009	.019	.153***
SIZE	-.039**	-.014	-.013	-.019	-.015	-.168***
LEV	.051***	-.160***	.005	.101***	.019	-.016
MB	-.160***	.372***	.000	-.084***	-.312***	.192***
Industry	-.039**	.766***	.042**	-.085***	.041*	.263***

註：「*」、「**」及「***」分別表示達 10%、5% 及 1% 的雙尾檢定水準。

Paycuts：有減薪設為 1，其他是 0；mROA：T-1 期 ROA 減 T-1 期 ROA 產業中位數；mRET：T-1 期 RET 減 T-1 期 RET 產業中位數；△ ROA：T+1 期 ROA 減 T 期 ROA；△ RET：T+1 期 RET 減 T 期 RET；IND：獨立董事比例；INS：機構投資人持股比率；SEP：控制權與現金流量偏離程度；ManagerHold：經理人持股比率；SIZE：公司規模；LEV：負債比率；MB：市價淨值比；Industry：產業別。

品質，其結果顯示本研究各變數間之相關係數，並未存在嚴重之共線性問題。如表 5 所示：

	INS	SEP	ManagerHold	SIZE	LEV	MB	Industry
1							
	.374***	1					
	-.077***	-.060***	1				
	.361***	.160***	-.119***	1			
	.018	.015	.024	.217***	1		
	.167***	.092***	.006	.035	-.138***	1	
	-.098***	.079***	.043**	-.030	-.147***	.335***	1

三、迴歸分析

(一) 前期相對績效、公司治理與總經理個人減薪關聯性

表 6 前期相對績效、公司治理與總經理減薪

自變數	預期符號	應變數：Payouts
截距	?	.819* (2.740)
mROA	-	-.048*** (47.424)
mRET	-	-.005*** (36.014)
IND	+	.925** (5.276)
INS	+	.004* (3.219)
SIZE	-	-.083* (5.844)
LEV	+	.000 (.001)
MB	-	-.121** (3.928)
SEP	-	-.006 (1.584)
ManagerHold	-	-.003 (.016)
AbnormalPay	-	-.492*** (105.302)
Industry		Yes
Year		Yes
整體模型配適度檢定值		390.113***
Log likelihood 值		3,492.814
Nagelkerke R ²		0.17
N		3,107

註：「*」、「**」及「***」分別表示達 10%、5% 及 1% 的雙尾檢定水準。括弧內為 Wald 值。

Year：年度虛擬變數。其他變數操作性定義與表 3 相同。

表 6 呈現前期相對績效以及公司治理機制對總經理個人減薪之影響。由表中結果可顯示，前期相對績效與總經理減薪之間為負向關係 ($mROA$, -0.048 , $p < .01$; $mRET$, -0.005 , $p < .01$)，實證顯示，在績效不佳的情況下，總經理個人薪酬是會被裁減的（平均減薪 30%；減薪金額平均是 \$3,256.08／千元），符合 Bushman and Indjejikian (1993) 認為以會計績效指標以及市場績指標來連結高階經理人薪酬水準雖有其不足之處，但此兩項因素仍有助於制定適當薪酬契約，且因為總經理的專業能力無法直接觀察，董事會多藉由已實現績效來推論總經理管理品質與經營成果以決定其薪酬 (Sunder and Cyert, 1997)，且績效與總經理薪酬間呈正向相關 (Shaw and Zhang, 2010)。故本文實證結果支持假說一之論點，總經理個人薪酬水準確實會因其所帶領之企業營運成效的好壞而變化，驗證了企業績效與總經理個人薪酬水準的連結性。此外，公司內部與外部監督力，也能有效令績效不佳的總經理被裁減薪水，如機構投資人持股比率越大，總經理會被減薪的可能性越高 (0.925 , $p < .05$)；而獨立董事佔董事會比重越多，會使總經理被減薪的可能性越高 ($.004$, $p < .1$)，因此，實證結果支持本文假說二與三之推論。結果符合 Hartzell and Starks (2003) 發現機構投資人會影響公司經營決策。Musteen, Datta, and Herrmann (2009) 機構投資人持股越高，CEO 因良好績效而獲得之薪酬水平也會越高。Lin (2005) 認為董事會控制力與 CEO 薪酬水準呈現負向關聯性，而董事會中內部董事比重越大，則董事會的監督力越低 (Hermalin and Weisbach, 2003)。顯見完善的公司治理機制，監督力道較強，總經理較不會產生超額薪酬水準，較可能制定符合其績效表現之薪酬契約。

(二) 總經理個人減薪與績效回升

表 7 總經理減薪與績效回升

自變數	預期符號	應變數	
		Δ ROA	Δ RET
截距	?	-.030 (-.019)	78.821*** (4.679)
Paycuts	+	.838*** (2.946)	2.119 (.690)
SIZE	-	-.268** (-2.569)	.043 (.038)
LEV	+	.045*** (5.038)	.003 (.033)
MB	-	-.384* (-2.491)	-30.446*** (-18.326)
SEP	+	.008 (.493)	.279* (1.670)
ManagerHold	+	.040 (.596)	1.431** (1.965)
Industry		Yes	Yes
Year		Yes	Yes
F 值		11.548***	70.851***
Adj R ²		.036	.198
Durbin-Watson		1.955	1.416
N		3,107	3,107

註：「*」、「**」及「***」分別表示達 10%、5% 及 1% 的雙尾檢定水準。括弧內為 *t* 值。Year：年度虛擬變數。其他變數操作性定義與表 3 相同。

表 7 呈現總經理被減薪後對次期績效回升之影響，結果顯示總經理減薪與次期績效回復呈現正向關係（ Δ ROA，0.838， $p < .01$ ； Δ RET，2.119，未具顯著性），當總經理個人被減薪後，會計基礎績效指標是有獲得改善的（即使與產業中位數做比較，也獲得相同的結論），符合操作制約理論－強調各項行為所導致的後果（組織所提供的報償）才是影響行為進行的主要原因。支持本文假說四之推論。但若改以股票報酬率為衡量的市場基礎績效，驗證總經理個人減薪與績效回升的關聯性，則獲得具顯著性之結果，推論當總經理因前期績效不佳而被減薪後，就算營運成果有所回復但短期內可能還是無法獲得外部投資者的青睞，而使得股票市場有所成長，故於實證中未能發現總經理個人減薪與績效回升的連結。Kosnik and Bettenhausen (1992) 認為高階經理人之薪酬與公司績效間關聯性測試，應跨越數個年度來評估，

以避免因外在環境如景氣循環等之影響。所以導致本研究僅在會計績效指標上發現顯著正相關，但較易受到產業或市場環境影響之股票報酬率則無顯著性。

(三) 家族企業不同總經理型態在前期相對績效、公司治理與總經理減薪之差異

表 8 前期相對績效、公司治理與總經理減薪關聯

自變數	預期符號	應變數：Payouts	
		專業經理人	家族成員總經理
截距	?	1.530* (2.905)	-.102 (.012)
mROA	-	-.046*** (14.301)	-.060*** (21.659)
mRET	-	-.004*** (6.666)	-.007*** (18.505)
IND	+	1.625* (3.708)	.525 (.742)
INS	+	.002 (.227)	.010** (6.150)
SIZE	-	-.114* (3.389)	-.024 (.142)
LEV	+	-.001 (.018)	-.002 (.224)
MB	-	.019 (.029)	-.146 (1.816)
SEP	-	.002 (.056)	-.017 (2.316)
ManagerHold	-	-.098* (3.107)	-.009 (.127)
AbnormalPay	-	-.588*** (39.919)	-.481*** (37.090)
Industry		Yes	Yes
Year		Yes	Yes
整體模型配適度檢定值		97.006***	190.409***
Log likelihood 值		1,107.515	1,248.715
Nagelkerke R ²		0.139	0.221
N		968	1,124

註：「*」、「**」及「***」分別表示達 10%、5% 及 1% 的雙尾檢定水準。括弧內為 Wald 值。

Year：年度虛擬變數。其他變數操作性定義與表 3 相同。

表 8 則是將樣本中的家族企業區分出來，進一步探討家族企業專業經理人與家族成員總經理兩者在前期相對績效、公司治理與總經理減薪之差異。結果顯示，家族企業專業經理人與前期相對績效為負向關係 ($mROA$, $-.046$, $p < .01$; $mRET$, $-.004$, $p < .01$)；家族成員總經理與前期相對績效為負向關係 ($mROA$, $-.060$, $p < .01$; $mRET$, $-.007$, $p < .01$)。即不論是家族企業專業經理人或家族成員總經理在前期相對績效不佳的情況下，均會被減薪，且從羅吉斯迴歸中家族企業專業經理人與家族成員總經理之勝算比 ($mROA-Exp(B)$: 0.955 , 0.942 ; $mRET-Exp(B)$: 0.996 , 0.993)，可知家族企業專業經理人將被減薪的可能性大於家族成員總經理，支持本文假說五之推論。符合 Chrisman, Chua, and Litz (2004) 認為家族企業的傳統代理問題是比非家族企業來的不嚴重的。研究證實，台灣家族企業特性是較符合管家理論的論點，結合個人與公司利益，即家族控制型態對公司價值有正面的影響，對公司投資策略與經營方向會有較長的規劃，訂立的目標具持續性以及重視社會人際關係 (Anderson and Reeb, 2003)。因此，將如公司管家般注重公司的發展，故當公司績效不佳時，還是會選擇懲戒表現不好的總經理，只是家族企業中除了符合管家理論的論點外，其型 II 代理問題是較傳統代理問題嚴重的，因此，對於家族成員總經理會產生偏袒之行為，在決定家族成員的薪酬水準時，通常較為主觀，且並不完全就其績效表現來評估 (Yen, 1996)。

(四) 家族企業不同總經理型態在減薪後，績效回升之差異

表 9 家族企業專業經理人／家族成員總經理減薪與次期績效回升

應變數：	預期符號	△ ROA		△ Ret	
		專業經理人	家族成員	專業經理人	家族成員
截距	?	-2.685 (-.897)	3.548 (1.400)	53.498* (1.675)	94.319*** (3.249)
Payouts	+	1.037* (1.931)	.870** (2.150)	4.939 (.861)	1.290 (.278)
SIZE	-	-.124 (-.628)	-.495*** (-2.869)	1.626 (.771)	-2.508 (-1.268)
LEV	+	.046*** (2.850)	.042*** (3.135)	.083 (.486)	.226 (1.458)
MB	-	.151 (.435)	-.734*** (-3.124)	-38.001*** (-10.252)	-27.955*** (-10.382)
SEP	+	.010 (.380)	.048 (1.547)	.091 (.317)	.338 (.952)
ManagerHold	+	.148 (.914)	.057 (.798)	3.350* (1.942)	1.058 (1.291)
Industry		Yes	Yes	Yes	Yes
Year		Yes	Yes	Yes	Yes
Chow test 的 F 統計量 ¹⁵		1.43***			
F 值		4.230***	6.786***	20.507***	23.769***
Durbin-Watson		2.074	1.986	1.494	1.538
Adj R ²		.035	.054	.182	.182
N		968	1,124	968	1,124

註：「*」、「**」及「***」分別表示達 10%、5% 及 1% 的雙尾檢定水準。括弧內為 *t* 值。Year：年度虛擬變數。其他變數操作性定義與表 3 相同。

15 Chow test 的 F 統計量 = 1.43 > 1.0010 (1% 顯著水準下 F 分配的臨界值)，故達到 1% 顯著水準。

根據表 9 結果顯示，不論家族企業專業經理人還是家族成員總經理在減薪後，與會計指標衡量之績效回升有顯著正向關係（家族企業專業經理人， 1.037 ， $p < 0.1$ ；家族成員總經理， 0.870 ， $p < 0.05$ ），並且進一步使用 Chow test，檢測兩組數據下之線性迴歸係數是否相等，以驗證其結構性變化是否存在。結果顯示，兩組樣本之間存有顯著的差異性，家族企業專業經理人在被減薪後，績效改善的幅度相對於家族成員總經理是較大。Lausten (2002) 發現家族企業，其總經理比較不容易因為績效不佳而被更換。Tsai, Hung, Kuo, and Kuo (2006) 以台灣上市公司為研究對象，也認為家族企業的總經理發生異動的可能性顯著較低，且異動後對經營績效產生負向影響。Gomez-Mejia et al. (2001) 認為家族企業基於私人情感面的因素，即使經營績效不好，家族成員總經理也較無被解雇的危機，而非家族成員之專業經理人所面臨之個人就業風險 (Employment Risk) 較高，可能基於短期投資績效不佳而被解雇。綜言之，當家族企業專業經理人於績效不佳被減薪後，相對於家族成員總經理，想要令次期績效回升的念頭會更加強烈與努力。符合本文研究結果，總經理個人被減薪後，績效將會回復的情況下，家族企業專業經理人的績效會優於家族成員總經理，支持本文假說六。改以市場基礎衡量績效則無獲得相關支持。

四、敏感性測試

首先，檢測減薪幅度¹⁶是否會影響本文前述議題之結果。實證顯示，前期會計績效不佳的總經理其個人將被減薪，且減薪比率可能高達 25%；市場績效則只在減薪比例為 15% 具顯著性。而且績效差就會被減薪的效應在家族企業中，不論該總經理是來自家族成員或聘用專業經理人都適用。當公司治理機制減薪達 15% 或 25% 時，機構投資人持股比率則不具顯著性。而在獨立董事比例這項變數上，則有獲得統計顯著性的支持。即獨立董事佔董事會比重越多，會使總經理被減薪的可能性越高。此外，績效指標被廣泛運用於高階主管薪酬契約中，會計績效指標包括股東權益報酬率、資產報酬率及每股盈餘等，而市場績效指標則有 Tobin's Q 及股票報酬率。而績效衡量指標的敏感性 (Sensitivity) 與精確性 (Precision) 會影響市場指標與會計指標對高階主管薪酬的相對權數 (Banker and Datar, 1989; 洪玉舜與王泰昌, 2005)。故改以每股盈餘與 Tobin's Q 檢測模型二。實證發現，當總經理個人被減薪後，以會計基礎衡量之次期績效將會獲得改善，其中家族企業專業經理人樣本群在前項關聯性中具有統計上的顯著性，而家族成員總經理，於減薪之後，會計基礎衡量的績效雖有回升但未得顯著性的支持，顯示更換績效指標後，家族企業專業經理

16 詳見表 2 變數定義。

人相較於家族成員總經理，在減薪後績效回復情況之差異性更趨明顯。而市場績效指標則一樣未具顯著性。綜言之，敏感性實證結果¹⁷與前述本文實證結論大致相符。

伍、結論

本研究聚焦在經理人薪酬契約的獨特性與單一性。配合台灣公開財報中經理人個別薪酬揭露規範的期間，使用會計績效指標與市場績效指標來驗證與總經理減薪之關聯性、公司治理機制的效力以及總經理個人減薪之後果。因此，若能藉由資訊揭露公開個別經理人的薪酬項目與金額，讓所有投資人有機會來驗證其合理性，間接可監督公司控制股東對高階管理者之薪酬計畫，使其金額與組合項目不至於偏離正軌，過於超出市場所能理解的標竿，也許能夠減少小股東因資訊不對稱所受到的損害。因為財務資訊揭露很重要，但關鍵還是在於揭露內容的品質，若僅是總額揭露經理人們的薪酬金額，很容易讓公司隱藏某高階主管的超額報酬。且台灣近年來一直很重視獨立董事在董事會中之功能是否能發揮，持續要求公司獨立董事¹⁸的獨立性與專業性，而本文研究期間為非強制設置獨立董事的年度，由敘述統計資料可知，當時企業擁有獨立董事的比例偏低，實證發現當公司中設置獨立董事比例越大，則對總經理減薪越具監督效果。另外，公司的機構投資人持股比率越高，則總經理個人被減薪可能性就會越大。研究顯示，有效的公司治理機制可以讓績效不佳的總經理被減薪，讓企業經營受到適當的監督，降低代理問題可能帶來之損害。

再者，由於台灣文化背景，影響企業營運模式，導致公司組織多以家族控制為主體，而家族企業的優勢在於主要成員之間彼此關係緊密、容易溝通、向心力高，對於公司有著利害相依、榮辱與共的心態，重視公司的永續經營，若管理者妥善經營，相對於非家族企業其公司價值會較高。但是基於資源依賴理論，重要職務多由家族可控制的內部成員來擔任，造成對其的績效考核標準相對專業經理人（非家族內部成員寬鬆），也較容易有超額的營利分配，損及小股東權益的情事。從本文的研究結果可瞭解台灣實務上的狀況，家族成員總經理相較於家族企業專業經理人，因績效差總經理個人被減薪的可能性較低。可是在減薪之後，家族企業專業經理人相較於家族成員總經理，績效回升幅度會較大。驗證台灣家族企業存在著非傳統代理問題，而是基於管家理論對於公司經營與存續較為用心，但是家族或家族成員利益仍凌駕在企業與小股東利益之上，型 II 代理問題較為明顯。

17 由於敏感性分析為佐證論文主題之延伸印證且礙於篇幅，故僅將其結果與本文實證議題對比並簡要說明。

18 獨立董事設置始於 2006 年 1 月 11 日修正公布（2007 年 1 月 1 日施行）證券交易法第 14 條之 2 規定。

CEO Pay Cuts, Corporate Governance and Family Business

Li-Jin Huang, Department of Accounting and Taxation, Shih Chien University Kaohsiung Campus

Ying-Fen Lin, Department of Accounting, National Dong Hwa University

1. Purpose/Objective

The design of remuneration packages for high-level managers requires both “the carrot” and “the stick.” Beatty and Zajac (1987) find that replacing a chief executive officer (CEO) can negatively affect a company’s stock price. Therefore, instead of replacing poorly performing CEOs, reducing their compensation may be a more effective approach. Core, Holthausen, and Larcker (1999) state that weak corporate governance results in agency problems, and CEOs may obtain higher compensation than they deserve. Gao, Harford, and Li (2012) learn that CEOs with pay cuts work diligently to improve their performance in order to restore their salaries to previous levels.

Family businesses and the degree to which family members involve themselves in business operations are also the focus of several studies (Sciascia, Mazzola, Astrachan, and Pieper, 2012; Sharma, Chrisman, and Gersick, 2012). Chang, Wu, and Wong (2010) reveal that information asymmetry between controlling shareholders and small shareholders is more prominent in family businesses. Maury (2006) notes that in comparison to general businesses, family businesses have superior operational performance. In addition, when the CEO of a family business actively participates in the management of operations, the earning power of the company increases. Maury’s study reveals that the operating mindset of CEOs in family businesses aligns with stewardship theory. In comparison to Western family businesses, ethnic Chinese family businesses have stronger tendencies to keep control within their own family (Fukuyama, 1995). Enterprises in Taiwan are mainly family-owned (Wang and Wen, 2011) and family members greatly impact the direction of the enterprise through their involvement in investment and operations decisions. Lin, Pan, and Wang (2015) find that family businesses are less likely to overinvest during periods of positive free cash flow compared with non-family businesses.

Past studies on the correlation between performance and compensation focus on using the total or average salary of high-level managers to evaluate compensation standards. This study, in contrast, uses the CEOs’ individual total salary as the criterion. Therefore, this study first examines the causes and effects of salary reduction among

individual CEOs, by looking into the proportion of independent directors and shareholding ratio of institutional investors, and explores the differences in behavior between professional CEOs and family member CEOs, in regards to salary reduction and performance recovery.

2. Design

The duration of the sample lies between 1999 and 2004. The subjects are Taiwan Stock Exchange listed and over-the-counter listed companies. The raw data comes from the Taiwan Economic Journal and annual reports. A total of 3,107 observations are employed, containing 2,092 family businesses across 19 industries. This study defines a CEO salary reduction (“pay cut”) as an event where total annual compensation is less than that in the previous period. This study also defines the following variables: performance recovery index (Δ Performance: Δ ROA, Δ RET), relative industry performance index (mROA, mRET), the proportion of independent directors (IND), shareholding ratio of institutional investors (INS), company size (SIZE), debt ratio (LEV), market-to-book ratio (MB), industry type (Industry), deviation between control and cash flow rights (SEP), manager shareholding ratio (ManagerHold), abnormal remuneration received by CEOs (AbnormalPay), and a dummy variable that represents the research year (Year).

Model 1:

$$\begin{aligned} \text{Probability}(\text{Payouts}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{mROA}_{it-1} + \alpha_2 \text{mRET}_{it-1} + \alpha_3 \text{IND}_{it} + \alpha_4 \text{INS}_{it} + \\ & \alpha_5 \text{SIZE}_{it} + \alpha_6 \text{LEV}_{it} + \alpha_7 \text{MB}_{it} + \alpha_8 \text{Industry}_{it} + \alpha_9 \text{SEP}_{it} + \\ & \alpha_{10} \text{ManagerHold}_{it} + \alpha_{11} \text{AbnormalPay}_{it} + \alpha_{12} \text{Year} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Model 2:

$$\begin{aligned} \Delta \text{Performance}_{it, it+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Payouts}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{MB}_{it} + \beta_5 \text{Industry}_{it} + \\ & \beta_6 \text{SEP}_{it} + \beta_7 \text{ManagerHold}_{it} + \beta_8 \text{Year} + v_{it} \end{aligned}$$

3. Findings

The study finds that CEOs with poor performance in previous periods experience salary reductions, when IND or INS is greater. In addition, when CEOs experience salary reductions, their accounting-based performance consequently improves. In comparison to professional CEOs in a family business, CEOs who are family members are less likely to experience salary reductions due to poor performance. When professional CEOs in family businesses experience salary reductions, they exhibit greater degrees of improvement in accounting-based performance compared to CEOs who are family members.

4. Originality/Contribution

The special feature of this study is the use of individual compensation of CEOs within companies to investigate the causes of salary reduction and its subsequent effects. Considering how most enterprises in Taiwan are family businesses (Lin and Hsu, 2008), this study examines the corresponding salary reduction effects in family businesses on family members as CEOs and professional CEOs. The operational strength of family businesses lies in the close relationships among company leadership, which means that family businesses led by their own family members, can more easily communicate with one another and reach a consensus on their financial situations; moreover, their reputation as a family correlate with the reputation of the company. Consequently, family members are often more devoted to the business than other workers. This study examines whether family businesses are a more favorable fit for the stewardship theory and type II agency problem, in comparison to other types of businesses. This study further investigates the differences in the causes and effects of salary reduction among different types of CEOs in family businesses.

References

- 王振寰與溫肇東，2011，*家族企業還重要嗎？*，台北，台灣：巨流圖書。(Wang, Jenn-Hwan, and Wen, Chao-Tung. 2011. *Does Family Business Still Matter?*. Taipei, Taiwan: Chu Liu Publisher.)
- 李佳蓉、李振宇與吳學良，2017，*家族企業之興業行為：探究忠僕型經理人、開創性導向以及新產品開發之關係*，*臺大管理論叢*，27 卷 4 期：131-168。(Lee, Chia-Jung, Lee, Cheng-Yu, and Wu, Hsueh-Liang. 2017. Entrepreneurial behavior in family business: The investigation on the relationship among steward-like managers, explorative orientation and new product development. *NTU Management Review*, 27 (4): 131-168.)
- 林宛瑩與許崇源，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。(Lin, Wan-Ying, and Hsu, Chung-Yuan. 2008. A research on ownership structure and corporate governance performance indicators of Taiwanese business groups. *Chiao Da Management Review*, 28 (1): 269-312.)
- 林淑惠與胡星陽，2003，*上市公司高階經理人之酬勞結構*，*經濟論文*，31 卷 2 期：171-206。(Lin, Shu-Hui, and Hu, Shing-Yang. 2003. CEO compensation structure in Taiwan's listed companies. *Academia Economic Papers*, 31 (2): 171-206.)
- 林嬋娟、潘昭容與王大維，2015，*從家族企業論析自由現金流量與投資決策之關聯性*，*臺大管理論叢*，26 卷 1 期：95-124。(Lin, Chan-Jane, Pan, Chao-Jung, and Wang, Ta-Wei. 2015. The association between free cash flows and investment decisions of family firms in Taiwan. *NTU Management Review*, 26 (1): 95-124.)
- 洪玉舜與王泰昌，2005，*績效衡量指標在高階主管現金薪酬契約中之相對重要性*，*證券市場發展季刊*，17 卷 2 期：35-100。(Hung, Yu-Shun, and Wang, Tay-Chang. 2005. An analysis of the relative importance of performance measures in executive cash compensation contracts. *Review of Securities and Futures Markets*, 17 (2): 35-100.)
- _____，2008，*績效衡量指標在總經理股票誘因薪酬之相對重要性分析*，*會計評論*，46 期：1-29。(Hung, Yu-Shun, and Wang, Tay-Chang. 2008. An analysis of the relative importance of performance measures in top executive stock-based compensation contract. *The International Journal of Accounting Studies*, 46: 1-29.)

- 陳明園與石雅慧，2004，高階經理人薪酬－代理理論與競賽理論之實證研究，*臺大管理論叢*，15 卷 1 期：131-166。 (Chen, Ming-Yuan, and Shih, Ya-Hui. 2004. An empirical analysis of managerial compensation: Agency and tournament perspectives. *NTU Management Review*, 15 (1): 131-166.)
- Abowd, J. M. 1990. Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?. *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3): 52-73.
- Ali, A., Chen, T. Y., and Radhakrishnan, S. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1-2): 238-286.
- Allen, M. P., and Panian, S. K. 1982. Power, performance and succession in the large corporation. *Administrative Science Quarterly*, 27 (4): 538-547.
- Anderson, R. C., and Bizjak, J. M. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking & Finance*, 27 (7): 1323-1348.
- Anderson, R. C., and Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3): 1301-1328.
- Armstrong, M., and Baron, A. 1998. *Performance Management: The New Realities*. London, UK: Institute of Personnel and Development.
- Banker, R. D., Darrough, M. N., Huang, R., and Plehn-Dujowich, J. M. 2013. The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88 (1): 1-30.
- Banker, R. D., and Datar, S. M. 1989. Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research*, 27 (1): 21-39.
- Barton, S. L., and Gordon, P. I. 1987. Corporate strategy: Useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12 (1): 67-75.
- Beatty, R. P., and Zajac, E. J. 1987. CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects. *Strategic Management Journal*, 8 (4): 305-317.
- Berry, T. K., Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., and Naveen, L. 2006. Organizational complexity and CEO labor markets: Evidence from diversified firms. *Journal of Corporate Finance*, 12 (4): 797-817.

- Blumentritt, T. P., Keyt, A. D., and Astrachan, J. H. 2007. Creating an environment for successful nonfamily CEOs: An exploratory study of good principals. *Family Business Review*, 20 (4): 321-335.
- Boyd, B. K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15 (5): 335-344.
- Brick, I. E., Palmon, O., and Wald, J. K. 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3): 403-423.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., and Terry, R. L. 1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35 (3): 371-390.
- Brunello, G., Graziano, C., and Parigi, B. M. 2003. CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking & Finance*, 27 (6): 1027-1051.
- Bushman, R. M., and Indjejikian, R. J. 1993. Accounting income, stock price, and managerial compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1-3): 3-23.
- Byrd, J. W., and Hickman, K. A. 1992. Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32 (2): 195-221.
- Carleton, W. T., Nelson, J. M., and Weisbach, M. S. 1998. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The Journal of Finance*, 53 (4): 1335-1362.
- Casson, M. 1999. The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47 (1): 10-23.
- Chang, S. C., Wu, W. Y., and Wong, Y. J. 2010. Family control and stock market reactions to innovation announcements. *British Journal of Management*, 21 (1): 152-170.
- Chhaochharia, V., and Grinstein, Y. 2009. CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64 (1): 231-261.
- Chowdhury, J., Kumar, R., and Shome, D. 2016. Investment–cash flow sensitivity under changing information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, 62: 28-40.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Litz, R. A. 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (4): 335-354.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2): 81-112.

- Canyon, M. J., and Leech, D. 1994. Top pay, company performance and corporate governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 56 (3): 229-247.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51 (3): 371-406.
- Coughlan, A. T., and Schmidt, R. M. 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3): 43-66.
- Crystal, G. S. 1993. Does increased pay sensitivity really spark an increase in performance?. *The Crystal Report*, 5: 1-4.
- Daily, C. M., and Dollinger, M. J. 1993. Alternative methodologies for identifying family-versus nonfamily-managed businesses. *Journal of Small Business Management*, 31 (2): 79-90.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., and Donaldson, L. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22 (1): 20-47.
- Donaldson, L., and Davis, J. H. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16 (1): 49-64.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., and Young, L. 2001. Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91 (1): 54-78.
- Filatotchev, I., Lien, Y. C., and Piesse, J. 2005. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22 (3): 257-283.
- Fukuyama, F. 1995. *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. New York, NY: Free Press.
- Gao, H., Harford, J., and Li, K. 2012. CEO pay cuts and forced turnover: Their causes and consequences. *Journal of Corporate Finance*, 18 (2): 291-310.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., and Gutierrez, I. 2001. The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44 (1): 81-95.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., and Makri, M. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46 (2): 226-237.
- Grafton, J., Lillis, A. M., and Widener, S. K. 2010. The role of performance measurement and evaluation in building organizational capabilities and performance. *Accounting, Organizations and Society*, 35 (7): 689-706.

- Gregg, P., Machin, S. J., and Szymanski, S. 1993. The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance. *British Journal of Industrial Relations*, 31 (1): 1-9.
- Hartzell, J. C., and Starks, L. T. 2003, Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, 58 (6): 2351-2374.
- Hermalin, B. E. 2005. Trends in corporate governance. *The Journal of Finance*, 60 (5): 2351-2384.
- Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9 (1): 7-26.
- Hoitash, R., Hoitash, U., and Johnstone, K. M. 2012. Internal control material weaknesses and CFO compensation. *Contemporary Accounting Research*, 29 (3): 768-803.
- Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1): 74-91.
- _____. 1982. Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*, 13 (2): 324-340.
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J., and López-de-Foronda, Ó. 2008. The contest to the control in European family firms: How other shareholders affect firm value. *Corporate Governance: An International Review*, 16 (3): 146-159.
- Jensen, M. C., and Murphy, K. J. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2): 225-264.
- John, K., and Senbet, L. W. 1998. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22 (4): 371-403.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., and Ellstrand, A. E. 1996. Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22 (3): 409-438.
- Kaplan, D. 1990. Evaluating and modifying covariance structure models: A review and recommendation. *Multivariate Behavioral Research*, 25 (2): 137-155.
- Kato, T., Kim, W., and Lee, J. H. 2007. Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: Evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15 (1): 36-55
- Kato, T., and Kubo, K. 2006. CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of Japanese and International Economies*, 20 (1): 1-19.
- Kerr, J., and Bettis, R. A. 1987. Boards of directors, top management compensation, and shareholder returns. *Academy of Management Journal*, 30 (4): 645-664.

- Kets de Vries, M. 1993. The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news. *Organizational Dynamics*, 21 (3): 59-71.
- Kosnik, R. D., and Bettenhausen, K. L. 1992. Agency theory and the motivational effect of management compensation: An experimental contingency study. *Group and Organization Management*, 17 (3): 309-330.
- Lafond, R., and Roychowdhury, S. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 46 (1): 101-135.
- LaPorta, R., Lopez-De-Silanes, F., and Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54 (2): 471-517.
- Lausten, M. 2002. CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20 (3): 391-414.
- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., and Tan, L. 2007. Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China?. *Research in International Business and Finance*, 21 (1): 32-49.
- Lin, Y. F. 2005. Corporate governance, leadership structure and CEO compensation: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (6): 824-835
- Main, B. G. M. 1991. Top executive pay and performance. *Managerial and Decision Economics*, 12 (3): 219-229.
- Makri, M., Lane, P. J., and Gomez-Mejia, L. R. 2006. CEO incentives, innovation, and performance in technology-intensive firms: A reconciliation of outcome and behavior-based incentive schemes. *Strategic Management Journal*, 27 (11): 1057-1080.
- Mangel, R., and Singh, H. 1993. Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations. *Accounting and Business Research*, 23 (supplement 1): 339-350.
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12 (2): 321-341.
- Mayers, D., Shivdasani, A., and Smith Jr, C. W. 1997. Board composition and corporate control: Evidence from the insurance industry. *The Journal of Business*, 70 (1): 33-62.
- McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson Jr., G. V., and Mishra, C. S. 1998. Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7 (1): 1-19.

- McMahon, R. G. P., and Stanger, A. M. J. 1995. Understanding the small enterprise financial objective function. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19 (4): 21-39.
- Mitchell, T. R. 1982. Motivation: New directions for theory, research, and practice. *The Academy of Management Review*, 7 (1): 80-88.
- Mizruchi, M. S. 1983. Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations. *The Academy of Management Review*, 8 (3): 426-435.
- Murphy, K. J. 1999. Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3 (Part B): 2485-2563.
- Musteen, M., Datta, D. K., and Herrmann, P. 2009. Ownership structure and CEO compensation: Implications for the choice of foreign market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 40 (2): 321-338.
- Ozkan, N. 2011. CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management*, 17 (2): 260-285.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20: 237-265.
- Rechner, P. L. 1989. Corporate governance: Fact or fiction?. *Business Horizons*, 32 (4): 11-15.
- Ross, S. A. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63 (2): 134-139.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., and Buchholtz, A. K. 2001. Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12 (2): 99-116.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., and Dino, R. N. 2002. Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and Decision Economics*, 23 (4-5): 247-259.
- _____. 2003. Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (4): 473-490.
- Sciascia, S., Mazzola, P., Astrachan, J. H., and Pieper, T. M. 2012. The role of family ownership in international entrepreneurship: Exploring nonlinear effects. *Small Business Economics*, 38 (1): 15-31.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., and Gersick, K. E. 2012. 25 years of family business review: Reflection on the past and perspectives for the future. *Family Business Review*, 25 (1): 5-15.

- Shaw, K. W., and Zhang, M. H. 2010. Is CEO cash compensation punished for poor firm performance?. *The Accounting Review*, 85 (3): 1065-1093.
- Shyu, Y. W., and Lee, C. I. 2009. Excess control rights and debt maturity structure in family-controlled firms. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (5): 611-628.
- Sias, R. W., and Starks, L. T. 1997. Return autocorrelations and institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 46 (1): 103-131.
- Skinner, B. F. 1948. *Walden Two*. New York, NY: The Macmillan company.
- _____. 1953. *Science and Human Behavior*. New York, NY: The Macmillan company.
- _____. 1969. *Contingencies of Reinforcement: A Theoretical Analysis*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D., and Solomon, A. 2003. Corporate governance in Taiwan: Empirical evidence from Taiwanese company directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (3): 235-248.
- Sunder, S., and Cyert, R. M. 1997. *Theory of Accounting and Control*. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing.
- Tagiuri, R., and Davis, J. 1996. Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9 (2): 199-208.
- Tsai, W. H., Hung, J. H., Kuo, Y. C., and Kuo, L. 2006. CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: An agency theory perspective. *Family Business Review*, 19 (1): 11-28.
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44 (3): 619-656.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17 (3): 207-221.
- Watts, R. L., and Zimmerman, J. L. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53 (1): 112-134.
- _____. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woidtke, T. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2 (1-2): 21-48.
- Yen, G. F. 1996. A research on cultural-structural relationship of Taiwan family enterprises: The dual-seystem model and some related managerial problems. *Chung Yuan Journal*, 24 (4): 1-9.

- Zahra, S. A. 2005. Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family Business Review*, 18 (1): 23-40.
- Zapalska, A. M., and Edwards, W. 2001. Chinese entrepreneurship in a cultural and economic perspective. *Journal of Small Business Management*, 39 (3): 286-292.

Author Biography

***Li-Jin Huang**

Li-Jin Huang is an assistant professor of Accounting at Shih Chien University Kaohsiung Campus.

Ying-Fen Lin

Ying-Fen Lin is a professor of Accounting at National Dong Hwa University.

*E-mail: amber@g2.usc.edu.tw