

# 股份控制權和盈餘分配權的偏離程度 會影響以績效為基準的考核制度 誘因效果嗎？

戴怡蕙\*

銘傳大學會計學系

## 摘要

本文採用 2000 年至 2013 年上市櫃公司資料測試股份控制權和盈餘分配權的偏離程度是否會影響以績效為基準的考核制度的誘因效果，實證結果支持勾結假說。當控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，以績效為基準的考核制度的誘因效果會下降，此時總經理及副總經理的獎酬及替換都與績效間呈現顯著負相關；且不論是考量內生性抑或區分控制股東是否兼任總經理下，此一負向關聯性均成立，顯示控制股東與總經理及副總經理間會互相勾結，並進而削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果。此外，本研究亦發現，當公司的績效表現越差，控制股東的股份控制權和盈餘分配權偏離程度與以績效為基準的考核制度誘因效果之負向關聯性將更顯著。

**關鍵詞：**股份控制權與盈餘分配權偏離程度、以績效為基準的考核制度、控制股東、總經理

---

\* 通訊作者電子信箱：yhtai@mail.mcu.edu.tw。地址：臺北市中山北路五段 250 號。

收稿日：2015年5月

接受日：2016年4月

二審後接受

主審領域主編：蔡揚宗教授

DOI: 10.6552/JOAR.2017.65.1

# Does the Separation of Ownership and Control Affect the Incentive Intensity of Executive Performance-based Compensation?

Yi-Hui Tai\*

Department of Accounting  
Ming Chuan University

## Abstract

This study uses the firms listed in the Taiwan Stock Exchange and the OTC stock exchange from 2010 to 2013 to investigate whether the separation of control and share rights is related to the incentive of performance-based evaluation. This research finds evidence to support the collusion hypothesis. The results suggest that the controlling shareholder with excess control rights will collude with the CEO and vice general manager through weakening the incentive of performance-based evaluation; meanwhile, the separation of control and share rights is negatively associated with the CEO and vice general manager pay-performance and turnover-performance sensitivity. The regression results by controlling for endogeneity or considering the controlling shareholder who serve as CEO are consistent with my previous findings. Furthermore, the negative relation between the separation of control and share rights and the incentive of performance-based evaluation is more pronounced in less profitable firms.

**Keywords:** *Separation of control and share rights, Performance-based evaluation, Controlling shareholder, CEO.*

---

\* Corresponding author, email: yhtai@mail.mcu.edu.tw. Address: No.250, Sec. 5, Zhongshan N. Rd., Shilin District, Taipei City, Taiwan (R.O.C.)

## 壹、前言

過去研究指出控制股東<sup>1</sup>的股份控制權通常大過於盈餘分配權<sup>2</sup>，因此控制股東有誘因透過侵占少數股東的權益來擴張自我利益（陳麗如、彭金隆與王儷玲 2010；劉若蘭、許永聲與劉力維 2014；La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer 1999；Claessens, Djankov, and Lang 2000；Claessens, Djankov, Fan, and Lang 2002），且當股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，侵占行為會更嚴重（Du and Dai 2005）。除此之外，過去不少台灣的公司治理研究都有探討控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度這項變數，因為此項變數的平均值並不低且通常具統計上的顯著性（葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠 2003；湯麗芬 2010；陳麗如等 2010）。另一方面，控制股東的存在是一種普遍的現象（La Porta et al. 1999），其中 Claessens et al. (2000)發現東亞 9 國中有 57%的企業存在控制股東；而葉銀華等(2003)以台灣企業為研究對象，發現約有 64%的企業存在控制股東，因此高比例存在控制股東為台灣一大企業組織特色。彙總而言，若以台灣上市櫃公司為研究樣本，則「控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度」此項變數具研究意義。

一般而言，控制股東的股份控制權會大於盈餘分配權（La Porta et al. 1999；Claessens et al. 2000；Faccio, and Lang 2002），而超額控制權的存在容易讓公司產生代理問題（Johnson, La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer 2000；Claessens et al. 2002；Fan and Wang 2002；Conyon and He 2011）。然而，當控制股東要完成前述的代理行為時需要經理人的配合，又因為控制股東通常為公司之大股東、董事長、總經理或其家族成員及其經營團隊，因此可以透過取得董事會的席次而進入董事會，進而任命經理人，因此經理人有可能為了保有自身職位而聽命於控制股東；然而另一方面，也因為經理人是公司的內部人員，清楚了解公司的經營狀況並且要對公司的最終經營成果負責，因此經理人是否會跟控制股東勾結而達成前述代理行為，實屬一個值得探討的議題；換言之，若控制股東的股份控制權與盈餘分配權存在偏離程度時，經理人是否會和控制股東勾結，為本研究欲探討的研究議題。

文獻大多以代理理論來探討獎酬與績效之間的關聯性（Jensen and Meckling 1976；Mirrlees 1976；Holmstrom 1979），代理理論指出經理人的獎酬應該與其績效表現相關聯，且當經理人的獎酬與公司面臨之不確定及績效衡量之配適度越好時，公司營運績效表現越好（李佳玲、史雅男與蔡宜伶 2011）。換言之，不

<sup>1</sup> 本文將控制股東定義為：「對公司決策具有最大及最後影響力者」。通常為公司之大股東、董事長、總經理或其家族成員及其經營團隊。其中，本研究所有樣本公司的控制股東都擔任公司的董事職務。

<sup>2</sup> 股份控制權又稱投票權，即最終控制者之直接持股率加上間接持股率，本文係採 LaPorta 作法，以控制鏈最末端持股率為其間接持股率。而盈餘分配權又稱現金流量請求權，係指最終控制者之直接盈餘分配權再加上各控制鏈之間接持股率乘積。

同的組織型態適合採用不同的考核制度，因此設計一套獎酬契約來激勵代理人以主理人最終利益為決策考量，為代理理論提出的解決代理問題的方法。然而，文獻上獎酬是否和績效真的呈現正相關，也出現不一致的研究結論，顯示有其他中介效果會影響獎酬與績效之間的關聯性(Chen, Lin, Lu, and Zhang 2015)，故本研究欲探討控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度是否會影響以績效為基準的考核制度的誘因效果。

彙總前述討論，本研究認為在控制股東的股份控制權與盈餘分配權存在偏離程度的組織型態中，是否控制股東會與經理人勾結，而造成以績效為基準的考核制度較不具誘因效果，為本文之研究主旨；換言之，若控制股東的股份控制權與盈餘分配權存在偏離程度，而控制股東和經理人之間不存在勾結行為，此時以績效為基準的考核制度仍具誘因效果，故控制股東會以經理人的績效表現來決定其獎酬與替換。反之，如果控制股東和經理人之間存在勾結行為，此時會造成以績效為基準的考核制度較不具誘因效果，因此控制股東較不會以經理人的績效表現來決定其獎酬與替換。至於經理人是否會選擇和控制股東勾結，文獻上有兩派看法，其中一派提出經理人會和控制股東勾結(Zhang, Gao, Guan, and Jiang 2014)，此項論點是建立在控制股東和經理人的利益觀點一致的情況下。然而，第二派學者認為經理人和控制股東的利益觀點可能不一致，因為經理人必須承擔經營風險，且對於最終利益的分配權也比控制股東少很多，除此之外，公司的最終經營成果又帶有經理人不可控制的雜訊，換言之，公司的最終經營成果無法無偏誤的衡量出經理人的決策能力及投入努力(Wang and Xiao 2011; Zhang, Gao, Guan, and Jiang. 2014)，因此經理人必須承擔因為雜訊而影響公司績效表現，進而造成自身獎酬和投入努力間不對稱的風險。更甚者，代理問題也會減少公司的績效表現及股東權益（戴怡蕙、曾智揚與柯承恩 2015；Claessens et al. 2002; Lemmon and Lins 2003; Zhang et al. 2014），而此項公司績效表現或股東權益的減少會影響經理人的獎酬，因此經理人可能會拒絕和控制股東勾結，因為經理人選擇勾結的好處可能遠小於控制股東因為勾結行為而得到的巨額私利。簡言之，本研究預計以台灣上市櫃公司為研究樣本，探討當控制股東的股份控制權與盈餘分配權存在偏離程度時，經理人是否會選擇和控制股東勾結？由於本研究對象為台灣上市櫃公司，因此其經理人之獎酬與替換，除非公司章程有較高規定者，否則係由「董事會」決定之，因此控制股東確實可以透過操弄董事會的決議來決定經理人的獎酬及替換。再者，實際執行董事會決策、並經營日常營運事務的又是經理人，因此控制股東也可以透過與經理人的勾結而達到圖利自己的目的，另一方面，經理人也存在討好控制股東，並與其相互勾結而保有經理人職務並進一步獲取更高額獎酬與特權的動機。因此本研究以台灣上市櫃公司為樣本，探討控制股東的股份控制權和盈餘分配權的偏離程度對於以績效為基準的考核制度誘因效果之影響性，樣本選取上適宜，議題也具學術與實務意義。

本文採用台灣上市櫃公司民國 99 年至 102 年的資料進行研究，本文實證結果支持勾結觀點，亦即控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，總經理與副總經理的獎酬及替換都會和績效間呈現顯著負相關。此項負關聯性不論是考量內生性還是區分控制股東是否兼任總經理，結果都成立。顯示當控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度越大時，越會削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果。除此之外，本研究並進一步考量公司異質性的議題；本研究發現當公司的績效表現越差的情況下，前述負向關聯性會更顯著，此項結論和 Zhang et al. (2014) 研究一致。顯示勾結行為的強度在控制股東削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果的成本較低時，會更顯著。最後，本文也發現不論控制股東與總經理是否是同一人，前述負向關聯性都存在。

本文對於學術文獻，有下列四項貢獻。首先，本文探討經理人這個角色對於代理理論中控制股東與小股東之關聯性的影響，而本研究發現台灣上市櫃公司的控制股東確實會和總經理及副總經理勾結來剝奪小股東的權益，此點和 Zhang et al. (2014) 以中國大陸資料進行的實證結論相同，也補充了過去文獻<sup>3</sup>忽略經理人對於控制股東與小股東之間代理問題的觀點。

而本文第二項貢獻在於補充有關於股份控制權與盈餘分配權偏離程度對於經濟後果影響之文獻。過去文獻，如 Fan and Wang (2002)、Lee and Yeh (2004)、Chen, Firth, Gao, and Rui (2006)、Liu and Lu (2007) 提出股份控制權與盈餘分配權偏離程度越高，公司的盈餘品質會越差；Lin, Ma, and Xuan (2011) 則認為股份控制權與盈餘分配權偏離程度越高，公司的融資限制就會越多；Liu and Tian (2012) 發現股份控制權與盈餘分配權偏離程度越高，則公司會超額融資，且投資效益會較差(Wei and Zhang 2008; Jiang, Kim, and Pang 2011)、資金成本也會上升(Aslan and Kumar 2012)，最後則會降低公司的績效表現及股東權益金額(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny 1998; Claessens et al. 2002; Volpin 2002; Lemmon and Lins 2003; Marchica and Mura 2005)。而本研究實證結果和 Zhang et al. (2014) 一致，都是當股份控制權與盈餘分配權偏離程度越高時，以績效為基準的考核制度的誘因效果會下降。換言之，本文對於文獻上股份控制權與盈餘分配權偏離程度愈高對公司績效有不利影響，提供了一項新的解釋與證據，即控制股東股份控制權與盈餘分配權偏離程度會影響經理人獎酬契約之效率。

再者，本研究的第三項研究貢獻是：探討「獎酬契約」對於績效表現之關聯性。過去文獻大多認為當績效考核制度的雜訊較多時，經理人的獎酬與替換就較不會考量績效表現的好壞(Lambert and Larcker 1987; Kaplan and Atkinson

<sup>3</sup> 過去文獻大多忽略經理人對於控制股東與小股東間代理問題的影響性，而其中有考量經理人之中介效果的文章並不多，例如：Burkart, Panunzi, and Shleifer (2003) 以家族企業為研究樣本，並以理論模型來探討創辦人與經理人之間的勾結行為對於公司監督機制的影響。而 Wang and Xiao (2011) 研究則指出資產的移轉會削弱獎酬與績效的關聯性。此外，Zhang et al. (2014) 以中國大陸實證資料進行研究，結論也發現經理人確實會與控制股東勾結而削弱獎酬與績效及替換與績效間的關聯性。

1989; Sloan 1993; Aggarwal and Samwick 1999; Baber, Kang, and Kumar 1999)。而前述文獻也分別提出一些會影響績效考核雜訊多寡的因素，例如：績效觀察期長短(Lambert and Larcker 1987)、公司規模大小(Lambert and Larcker 1987)、公司未來的成長機會(Aggarwal and Samwick 1999)亦或是盈餘的持續性是否減弱(Baber et al. 1999)。而本研究則提出另一種會影響績效考核雜訊多寡的因素：「控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度。」除此之外，過去文獻指出股東同時享有(1)分享利益(Shared Benefits)及(2)自我利益(Private Benefits)。因此，控制股東在兩股反向力量拉鋸下，是否真的會犧牲小股東的權利而來成就自己的私利並不可知，故本研究第四項研究貢獻，係探討當控制股東與總經理是同一人時，控制股東是會選擇圖利自己的總經理身分而增加自我利益(Private Benefits)，還是選擇不和自己的總經理身分勾結，並藉由提升分享利益(Shared Benefits)而增加自身的最終價值，藉以補充相關文獻的不足。

另一方面，雖然本研究議題和 Zhang et al. (2014)相似，都是探討控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度對於以績效為基準的考核制度誘因效果之影響。然而，本研究因為下列五項理由，故仍具研究意義。第一，Zhang et al. (2014)以中國大陸上市公司為研究樣本，而本研究以台灣上市櫃公司為研究樣本。其中，中國大陸是一個新興經濟體，經濟成長率遠大於台灣市場，且中國大陸市場經濟發展方向是由中央統一計畫規範，和台灣自由經濟市場結構並不相同；La Porta et al.(1998)研究指出個別國家的經濟與法律規範會影響在該市場中運作的公司對於股東權益的保護程度，因此，相似的議題以台灣上市櫃公司為研究樣本仍具研究意義。第二，La Porta et al.(1998)及 Claessens et al. (2000)研究都指出，股權分散程度會影響控制股東的勾結行為，而中國大陸上市櫃公司的控制股東所持有的股份控制權平均為 39%(Zhang et al. 2014)，這個比率遠高於本研究樣本-台灣上市櫃公司的控制股東所持有的股份控制權中位數 29%。而當控制股東所持有的股份控制權越高時，越有能力進行剝奪小股東權益的行為 (Firth, Fung, and Rui 2006; Conyon and He 2011; Cullinan, Wang, Wang, and Zhang 2012)，換言之，因為台灣上市櫃公司的控制股東平均股份控制權低於中國大陸上市櫃公司的股份控制權，因此以台灣上市櫃公司為研究樣本，可以補充股份控制權高低是否會影響控制股東的股份偏離程度與以績效為基準的考核制度誘因效果之關聯性的相關文獻。再者，當股份控制權與盈餘分配權的偏離程度越嚴重時，控制股東越有剝奪小股東權益的動機，例如：進行關係人交易(Cheung, Jing, Lu, Rau, and Stouraitis 2009; Peng, Wen, and Yang 2011)、關聯企業間的借貸(Berkman 2009)、亦或是宣告有利的股利發放政策(Chen, Jian, and Xu 2009)。而中國大陸的上市公司股份控制權與盈餘分配權的偏離差平均數為 6% (Zhang et al. 2014)，遠高於台灣上市櫃公司的股份控制權與盈餘分配權偏離差中位數 1.8%，因此，若以股份控制權與盈餘分配權偏離程度較低的台灣樣本重新進行研究，是否結論仍相同，具研究意義。第四，中國大陸的公司治理機制普遍比其他東亞國家還差(Firth et al. 2006; Conyon and

He 2011; Cullinan et al. 2012)，且績效考核制度缺乏誘因效果(Chen et al. 2006)，因此以績效為基準的考核制度的誘因效果通常落後於其他國家(Firth et al. 2006; Fan, Wong, and Zhang 2007)。除此之外，中國大陸公司法規定，公司必須同時設立董事會及監事會，且由監事會負責監督董事會的運作，然而，監事會的監督績效，平均而言並不好 (Firth et al. 2006)，且有關於投資人保護的法律觀念也是較薄弱的 (Jiang, Lee, and Yue 2010)；反觀台灣市場，根據亞洲公司治理協會 2013.9.19 發佈的 2012 年亞洲公司治理調查報告，台灣排名第 6，而中國大陸排名第 9，且在所有受評公司中，又以台積電的公司治理評分為全亞洲第一名，因此普遍而言，台灣上市櫃公司的公司治理機制比中國大陸上市公司好，故以台灣市場資料重新進行研究，具研究意義。最後，台灣學術界尚未有類似研究供學術界及實務界參考，且本文延伸 Zhang et al. (2014) 的研究，並將樣本公司區分為控制股東是否和總經理同一人，來進一步探討主理人與代理人是否同一人對於本研究議題之影響，此項結論可以補充分享利益(Shared Benefits)與自我利益(Private Benefits)相關文獻的不足。

而本文研究架構說明如下：除第壹部分為研究動機、目的及預期貢獻外，第貳部分則是文獻回顧與研究假說發展、第參部分說明研究設計、第肆部分為實證結果、第伍部分則提出本文之結論、未來研究建議與研究限制。

## 貳、文獻回顧與研究假說發展

代理理論指出經理人的獎酬與替換應該視其績效表現而定，並且透過以績效為基準的考核制度的誘因效果來讓股東與經理人的利益達成一致(Jensen and Meckling 1976; Shleifer and Vishny 1977)。除此之外，代理理論也指出在設計經理人的獎酬契約時，必須考量經理人所要承擔的風險和可以取得的獎酬(Holmstrom 1979; Jin 2002)。當控制股東的股份控制權大於盈餘分配權時，表示控制股東承受的風險比其可以取得的利益還小(Aslan and Kumar 2012)，並且也有能力干涉經理人的獎酬與替換，所以經理人暴露在可能承擔潛在風險的環境中(Burkart, Gromb, and Panunzi 1997)。換言之，如果經理人的獎酬與替換都是依據績效表現，則當控制股東的股份控制權大於盈餘分配權時，就可以干涉公司的投資決策(Wei and Zhang 2008)、籌資決策(Aslan and Kumar 2012)、亦或是資訊揭露方式(Fan and Wong 2002)，前述的這些干涉行為都會對公司的經營表現帶來雜訊，因此會削弱經理人的投入與產出間的關聯性(Wang and Xiao 2013; Zhang et al. 2014)，故經理人可能會因為他們的獎酬與替換是取決於有雜訊的績效表現而承受潛在風險。

除此之外，控制股東與經理人間的勾結行為也會減損公司的績效表現及股東權益(Claessens et al. 2002; Volpin 2002; Chang 2003; Lemmon and Lins 2003; Marchica and Mura 2005; Zhang et al. 2014)。因此，當公司是以減損後的績效表

現來評估經理人投入時，經理人的獎酬可能會減少，且經理人在業界的評價也可能會受損；故有潛力的經理人可能會拒絕和控制股東勾結。再者，過去不少文獻也支持經理人的獎酬與公司績效間具有關聯性，例如：Groves, Hong, McMillan, and Naughton (1995)、Bai and Xu (2005)、Kato and Long (2006)、Li, Moshirian, Nguyen, and Tan (2007)、Buck, Liu, and Skovoroda (2008)、Wang and Xiao (2011)、Canyon and He (2011)；另一方面，Salancik and Pfeffer (1980)、Allen (1981)、Boeker (1992)、Ocasio (1994)、Westphal and Zajac (1995)文中也都指出經理人的替換與績效表現間具相關性。而控制股東會想和經理人勾結的誘因強度會隨著股份控制權與盈餘分配權偏離程度上升而提升(Claessens et al. 2002; Faccio and Lang 2002; Lin, Ma, Malatesta, and Xuan 2013; Zhang et al. 2014)；此時，以績效為基準的考核制度的誘因效果也會因為勾結行為而減少，因此經理人會承受潛在的風險，當此風險超過經理人能夠承受的範圍時，經理人會選擇揭露勾結這項行為(Zhang et al. 2014)。故控制股東會將經理人可能承受的潛在風險大小列入考量，因此會降低使用以績效為基準的考核制度的可能性，因為如此做可以降低經理人拒絕勾結的強度。然而，當控制股東降低使用以績效為基準的考核制度的可能性時，也會承受額外的風險，因為此時經理人的獎酬與替換較不取決於績效表現，因此較難以獎酬高低或任期長短來激勵經理人提升未來績效表現，所以控制股東未來可以取得的私利、獎酬也可能較少，故以這個觀點來推論，控制股東也有可能不願意降低以績效為基準的考核制度的誘因效果，並且不會選擇和經理人勾結。

總結前述討論，控制股東會權衡降低以績效為基準的考核制度的誘因效果的成本與效益而決定是否和經理人勾結。換言之，若對控制股東而言，降低以績效為基準的考核制度的誘因效果的效益大於其成本時，控制股東會選擇與經理人勾結，並為了降低經理人因為以績效為基準的考核制度的誘因效果下降而帶來的潛在風險，而減少使用以績效為基準的考核制度的可能性，故此時考核制度的誘因效果就會下降，因此控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度會和以績效為基準的考核制度的誘因效果呈負相關，亦即支持控制股東會和經理人勾結的觀點。反之，若降低以績效為基準的考核制度的誘因效果為控制股東帶來的成本大於其效益時，控制股東會選擇提高以績效為基準的考核制度的誘因效果，此時不會選擇和經理人勾結，故此時控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度會和以績效為基準的考核制度的誘因效果呈現非負相關，並且不支持控制股東會和經理人勾結的觀點。據此本研究建立假說 1 及假說 2。



假說 1：控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度會和經理人的獎酬與績效關聯性呈現負相關。

假說 2：控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度會和經理人的替換與績效關聯性呈現負相關。

## 參、研究設計

### 一、樣本與資料來源

考量本研究變數資料取得的可行性<sup>4</sup>，本研究以民國 99 年至 102 年的上市櫃公司為研究樣本。茲將樣本篩選過程列示於表 1。首先，本文先從 TEJ 資料庫選取民國 99 年底、100 年底、101 年底及 102 年底上市、上櫃公司的資料，其次刪除不存在總經理、副總經理獎酬與總經理替換資料的樣本公司，接續再刪除遺漏變數值的樣本公司，最後共取得 5,047 筆觀察值。

表 1 樣本篩選過程

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	合計
原始樣本（民國 99 年至 102 年底上市、上櫃公司家數）	1,715	1,760	1,793	1,809	7,077
步驟一：刪除該樣本公司無總經理及副總經理獎酬資料	(213)	(168)	(198)	(207)	(786)
步驟二：刪除該樣本公司無總經理替換資料	(117)	(136)	(125)	(141)	(519)
步驟三：刪除變數資料不全					
－遺漏股份控制權與盈餘分配權偏離程度	(63)	(88)	(79)	(47)	(277)
－遺漏其他變數資料	(112)	(132)	(124)	(80)	(448)
最終樣本	1,210	1,236	1,267	1,334	5,047
最終樣本佔原始樣本比率(%)	71%	70%	71%	73%	71%

### 二、變數定義

#### (一) 應變數

本研究共有兩項應變數，分別為總經理及副總經理獎酬(LNPAY)及總經理或副總經理是否替換(TURNOVER)。民國 93 年修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」，規定年報必須記載最近年度支付董事、監察人、總經理及副總經理之獎酬，但得採彙總方式申報之。因此，本研究期間的樣本公司財報中僅有總經理及副總經理之獎酬合計數。除此之外，總經理及副總經理獎酬可能是非線性型態(Bushman, Indjejikian, and Smith 1996)，故取自然對數進行分析（洪

<sup>4</sup> 本研究有採用資產報酬率的標準差(ROASD)及股票報酬率標準差(RETSD)這兩項變數，而這兩項變數是以樣本期間的前三年為標準差計算期，假若本研究欲取得民國 99 年度的 ROASD 及 RETSD 變數資料，則必須以民國 98 年至 96 年的相關報酬率為計算基準，故每一樣本年度的變數資料都必須往前回溯 4 年，而且必須樣本公司在選樣期間持續存在，否則會因為標準差資料遺漏不全，而將該樣本公司剔除，故若將樣本期間設定太長，則樣本公司會大幅減少；除此之外，依法規規定上市櫃公司的年報必須在次年度的 3 月 31 日前公告，而 103 年度的財務數字在本研究撰寫期間尚未公告。彙總前述理由，本研究將樣本期間訂為民國 99 年至 102 年。

玉舜與王泰昌 2008；Murphy 1985；Sloan 1993；Anderson, Banker, and Ravindran 1999）。而本研究的總經理及副總經理獎酬(LNPAY)包含薪資、退職金、獎金、特支、現金股利及股票股利。

此外，因為總經理或副總經理是否被替換只有兩種可能性：是及否，因此本研究以名義尺度的方法來定義應變數-總經理或副總經理是否替換(TURNOVER)。若當期總經理或副總經理和前期總經理、副總經理為不同人，則總經理或副總經理是否替換(TURNOVER)設為 1，否則設為 0。

## (二) 自變數

本研究共有兩項自變數，分別為股份控制權與盈餘分配權偏離程度(SEP)及總經理績效。其中，股份控制權與盈餘分配權偏離程度(SEP)，本研究以股權盈餘比(股份控制權/盈餘分配權)做為衡量方式(蔡信夫、鍾惠民與林詩韻 2003；La Porta et al. 1999；Claessens, Djankov, and Klapper 1999)。而其中股份控制權又稱投票權，即最終控制者之直接持股率加上間接持股率，本文係採 LaPorta 作法，以控制鏈最末端持股率為其間接持股率。而盈餘分配權又稱現金流量請求權，係指最終控制者之直接盈餘分配權再加上各控制鏈之間接持股率乘積。

本研究參考過去文獻，如 Ittner and Larcker (1998)，以樣本公司的資產報酬率(ROA)來代表總經理的經營績效。其中，資產報酬率(ROA)定義為：稅前息前折舊前淨利/總資產。

## (三) 控制變數

### 1. 模型 1

代理理論提出經理人的獎酬金額應該是績效的遞增函數(Holmstrom 1979)。又獎酬高低會考量績效變異程度，而一般會以不確定性來衡量變異程度(Prendergast 2000；Miller, Wiseman, and Gomez-Mejia 2002)，而本研究將不確定性分為複雜度及風險兩個構面。因此，本研究推論總經理及副總經理獎酬(LNPAY)高低會受(1)績效；(2)複雜度；(3)風險等三因素影響。因此本研究模型 1 的控制變數係考量這三大因素。

首先，本研究以資產報酬率(ROA)、股票報酬率(RET)作為公司經營績效的代理變數，但因為資產報酬率(ROA)已是應變數，因此本研究在模型 1 中再加入股票報酬率(RET)這項控制變數。此外，本研究也加入權益市值帳面值比(MB)來控制成長機會或未入帳的無形資產，藉以控制資產報酬率(ROA)作為短期會計績效指標之限制。再者，「複雜度」衡量方式和過去文獻一致，例如：Rosen (1982)、Smith and Watts (1992)、Core, Holthausen, and Larcker (1999)及 Brick, Palmon, and Wald (2006)，故以銷貨收入(LSALES)作為營運模式複雜度的代理變數，其中，為避免銷貨收入是非線性型態，故取自然對數進行分析。除此之外，當經營風險越大時，經理人獎酬就應該越高(Banker and Datar 1989；

Smith and Watts 1992; Core 1997; Cyert, Kang, Kumar, and Shah 1997; Core et al. 1999)，而本研究以資產報酬率的標準差(*ROASD*)及股票報酬率的標準差(*RETS*)來作為公司經營風險的代理變數。另一方面，考量財務與市場績效指標對未來績效影響具有時間落後的現象（蔡柳卿 2003；Hayes and Schaefer 2000），因此本研究的績效指標也放入前一期的數值，故模型中加入前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )、前期股票報酬率( $RET_{t-1}$ )、前期權益市值帳面值比( $MB_{t-1}$ )。

最後，本研究新增三項控制變數：上市櫃別(*D*)、年度別(*YEAR*)、產業別(*INDUSTRY*)來控制上市櫃、年度與產業的影響性。然而本研究僅將產業別(*INDUSTRY*)設定為一虛擬變數，即電子工業公司設為 0、非電子工業公司則設為 1，並無再細分產業分類，其原因在於「股票報酬率標準差(*RETS*)」變數，已包含市場整體風險、產業風險及個別公司風險三項因素考量。

## 2. 模型 2

依據 Engel, Hayes, and Wang (2003)、Chi and Wang (2009)及 Zhang et al. (2014)的研究，總經理的替換和公司結構因素相關，例如：當公司規模越大、負債比越低、且未來成長可能性越高時，總經理越不會被公司替換 (Frinkelstein, and Hambrick 1996; Cheng, Li, and Tong 2008)，因此本研究的模型 2 中加入公司規模(*SIZE*)、公司負債比(*LEV*)、及公司的 Tobin's Q 數值(*TOBINQ*)三項控制變數。除此之外，總經理權力大小，也會影響總經理是否被替換 (Engel et al. 2003; Chi and Wang 2009; Zhang et al. 2014)，例如：當總經理越有能力干涉總經理任命權時，越不容易被替換 (Goyal and Park 2002; Chang and Wong 2009; Finkelstein, Hambrick, and Cannella 2009; Shen, Gentry, and Tosi Jr 2010)，故模型 2 中加入董事長兼任總經理(*DUAL*)、總經理持股率(*MSHARE*)兩項控制變數。再者，Brunello, Graziano, and Parigi (2003)、Kato and Long (2006)及 Fan et al. (2007)研究都指出董事會結構也會影響總經理被替換的可能性，因此本研究參考前述文獻，在模型 2 中加入董事會人數(*SOD*)、獨立董事占董事席次百分比(*IND*)、最終控制者個人董事席次(*SOCD*)三項控制變數。另一方面，公司的股權結構也會影響總經理被替換的可能性，因為當控制股東的股權比重越高時，越有權力決定總經理的替換 (Shleifer and Vishny 1986; Volpin 2002)，故本研究加入控制股東持股率(*CONTROL*)這項控制變數；相反的，當次大股東的股權比重較高時，控制股東對於總經理替換的影響性也會下降 (Hoskisson, Johnson, and Moesel 1994; Fan et al. 2007)，故本研究也加入次大股東持股率(*SSHARE*)這項控制變數。

最後，如同模型 1 的論述，本研究新增三項控制變數：上市櫃別(*D*)、年度別(*YEAR*)及產業別(*INDUSTRY*)來控制上市櫃、年度及產業之影響性。

### 三、實證模型

#### (一) 假說一之檢測

本研究以模型 1 來測試假說 1。假說 1 提出：「控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度會和經理人的獎酬與績效關聯性呈現負相關。」因為本研究係將經理人績效定義為會計績效（如 ROA），因此若假說 1 成立，則模型 1 的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(SEP)與資產報酬率(ROA)的交乘項估計係數將顯著為負。茲將模型 1 列示如下。

$$\begin{aligned} LNPAY_t = & \beta_0 + \beta_1 SEP_t + \beta_2 ROA_t + \beta_3 SEP_t \times ROA_t + \beta_4 RET_t + \beta_5 MB_t \\ & + \beta_6 ROA_{t-1} + \beta_7 RET_{t-1} + \beta_8 MB_{t-1} + \beta_9 LSALES_t + \beta_{10} ROASD_t \\ & + \beta_{11} RETSD_t + \beta_{12} D_t + \beta_{13} YEAR_t + \beta_{14} INDUSTRY_t + \varepsilon_t. \end{aligned} \quad (1)$$

其中，

<i>LNPAY</i>	= 總經理及副總經理獎酬合計數取自然對數；
<i>SEP</i>	= 股份控制權與盈餘分配權偏離程度，本研究以股權盈餘比（股份控制權／盈餘分配權）作為衡量方式；
<i>ROA</i>	= 資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/總資產；
<i>RET</i>	= 股票報酬率，係指年報酬率，而年報酬率等於當年的所有日報酬率連乘；
<i>MB</i>	= 權益市值帳面值比；
<i>LSALES</i>	= 銷貨收入淨額取自然對數；
<i>ROASD</i>	= 資產報酬率的標準差；其中，資產報酬率係指年報酬率且標準差係以之前追溯三年為估計期；
<i>RETSD</i>	= 股票報酬率的標準差；其中，股票報酬率係指年報酬率，且標準差係以之前追溯三年為估計期；
<i>D</i>	= 上市櫃別；上市公司為 1，上櫃公司為 0；
<i>YEAR</i>	= 民國 99 年至 102 年，依序為 0 至 3；
<i>INDUSTRY</i>	= 若是電子工業公司，則取 0；反之，則取 1；
<i>t</i>	= 代表第 t 年，本文期間為 99 至 102 年；
$\beta_i$	= 模型係數，其中 $i=1\sim 14$ ；
$\varepsilon_t$	= 模型殘差項。

#### (二) 假說二之檢測

本研究以模型 2 來測試 2。其中假說 2 提出：「控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度會和經理人的替換與績效關聯性呈現負相關。」若假說 2 成立，則模型 2 的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(SEP)與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數將顯著為正。茲將模型 2 列示如下。

$$\begin{aligned}
\text{TURNOVER}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{SEP}_t + \beta_2 \text{ROA}_{t-1} + \beta_3 \text{SEP}_t \times \text{ROA}_{t-1} + \beta_4 \text{SIZE}_t + \beta_5 \text{LEV}_t \\
& + \beta_6 \text{TOBINQ}_t + \beta_7 \text{DUAL}_t + \beta_8 \text{MSHARE}_t + \beta_9 \text{SOD}_t + \beta_{10} \text{IND}_t \\
& + \beta_{11} \text{SOCD}_t + \beta_{12} \text{CONTROL}_t + \beta_{13} \text{SSHARE}_t + \beta_{14} D_t + \beta_{15} \text{YEAR}_t \\
& + \beta_{16} \text{INDUSTRY}_t + \varepsilon_t.
\end{aligned} \tag{2}$$

其中，

- TURNOVER* = 總經理或副總經理是否替換，有則設為 1；反之，則取 0；
- SEP* = 股份控制權與盈餘分配權偏離程度，本研究以股權盈餘比（股份控制權／盈餘分配權）作為衡量方式；
- ROA* = 資產報酬率，稅前息前折舊前淨利／總資產；
- SIZE* = 總資產取自然對數；
- LEV* = 負債比，總負債／總資產；
- TOBINQ* = Tobin's Q 數值，（權益市值＋總負債帳面值）／總資產帳面值；
- DUAL* = 董事長兼任總經理，有則取 1；反之，則取 0；
- MSHARE* = 總經理持股率；
- SOD* = 董事會人數；
- IND* = 獨立董事占董事席次百分比；
- SOCD* = 最終控制者個人董事席次百分比，控制股東擁有的董事席次／總董事席次；
- CONTROL* = 控制股東直接持股率；
- SSHARE* = 次大股東持股率；
- D* = 上市櫃別；上市公司為 1，上櫃公司為 0；
- YEAR* = 民國 99 年至 102 年，依序為 0 至 3；
- INDUSTRY* = 若是電子工業公司，則取 0；反之，則取 1；
- t* = 代表第 t 年，本文期間為 99 至 102 年；
- β<sub>i</sub>* = 模型係數，其中 i=1~16；
- ε<sub>t</sub>* = 模型殘差項。

## 肆、實證結果

### 一、研究假說檢定

#### (一) 敘述統計值

茲將模型 1 及模型 2 的敘述統計值列示於表 2 及表 3。透過表 2 可發現，總經理及副總經理獎酬合計數取自然對數(*LNPAY*)的平均值為 7.012、中位數約為 6.988。而控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)，即股權盈餘比（股份控制權／盈餘分配權）的平均值約為 2.831，表示股份控制權約為盈

餘分配權的 3 倍。再者，前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )及前期權益市值帳面值比( $MB_{t-1}$ )和本期的資產報酬率( $ROA_t$ )及本期權益市值帳面值比( $MB_t$ )平均數相似；然而，前期股票報酬率( $RET_{t-1}$ )和本期股票報酬率( $RET_t$ )的平均數相差了快 4 倍，此項特性也和股票報酬率標準差( $RETS_D$ )的平均數遠大於資產報酬率標準差( $ROAS_D$ )的平均數的特性相符。除此之外，上市櫃別( $D$ )平均數為 0.622，表示樣本中上市公司約佔六成；而產業別( $INDUSTRY$ )的平均數為 0.435，表示非電子工業公司約占樣本的 44%。

另一方面，由表 3 也可以觀察到總經理或副總經理是否替換( $TURNOVER$ )這項虛擬變數的平均值為 0.208，表示約有 21%的樣本公司有更換總經理或副總經理。再者，董事長兼任總經理( $DUAL$ )平均值為 0.324，表示樣本公司中約有三成的公司具雙元性。而總經理持股率( $MSHARE$ )約為 1.2%、樣本公司的董事會人數( $SOD$ )平均為 7 人、獨立董事占董事席次百分比及最終控制者個人董事席次百分比( $SOCD$ )都大約為 20%。最後，控制股東持股率( $CONTROL$ )大約是 11%，遠大於總經理持股率( $MSHARE$ )的 1.2%；而次大股東持股率( $SSHARE$ )大約是 7%，與控制股東持股率( $CONTROL$ )大概相差了 3%。至於和模型 1 相同的變數，其敘述統計值都一樣，茲不贅述。

## (二) 相關係數

茲將模型 1 及模型 2 的 Spearman 相關係數列示於表 4 及表 5。由表 4 可以發現總經理及副總經理獎酬合計數取自然對數( $LNPAY$ )與控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度( $SEP$ )呈現顯著負相關；而總經理及副總經理獎酬合計數取自然對數( $LNPAY$ )與本期的資產報酬率( $ROA_t$ )呈現顯著正相關，因此初步推論本研究實證結果支持假說 1。除此之外，總經理或副總經理是否替換( $TURNOVER$ )與控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度( $SEP$ )呈現顯著負相關；而總經理或副總經理是否替換( $TURNOVER$ )與前期的資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )呈現顯著正相關，因此初步推論本研究實證結果支持假說 2。雖然相關係數分析和假說 1 及 2 相符，但仍需以迴歸方式控制其他變數之影響效果，才能更了解控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度和獎酬與績效及替換與績效之間的關聯性，因此本研究下一節將進行迴歸分析。

表 2 模型 1 各變數之敘述性統計(N=5,047)

Variable	Mean	Med	Std.Dev.	Max	Min
1. $LNPAY_t$	7.012	6.988	0.472	9.118	4.633
2. $SEP_t$	2.831	1.112	4.053	5.831	1
3. $ROA_t$	0.077	0.075	0.097	0.965	-0.717
4. $RET_t$	0.087	0.015	0.535	8.506	-0.881
5. $MB_t$	1.526	1.177	1.586	55.386	-8.916
6. $ROA_{t-1}$	0.078	0.076	0.095	0.464	-0.717
7. $RET_{t-1}$	0.366	0.076	0.983	8.889	-0.860
8. $MB_{t-1}$	1.568	1.243	1.353	28.675	-10.139
9. $LSALES_t$	9.525	9.478	0.727	12.597	4.806
10. $ROASD_t$	0.034	0.025	0.032	0.402	0
11. $RETS D_t$	0.724	0.565	0.600	4.327	0.011
12. $D_t$	0.622	1	0.485	1	0
13. $YEAR_t$	1.540	2	1.121	3	0
14. $INDUSTRY_t$	0.435	0	0.496	1	0

註：變數定義如下：LNPAY=總經理及副總經理獎酬合計數取自然對數。SEP=股份控制權與盈餘分配權偏離程度，本研究以股權盈餘比（股份控制權／盈餘分配權）作為衡量方式。ROA=資產報酬率，稅前息前折舊前淨／總資產。RET=股票報酬率，係指年報酬率，而年報酬率等於當年的所有日報酬率連乘。MB=權益市值帳面值比。LSALES=銷貨收入淨額取自然對數。ROASD=資產報酬率的標準差。其中，資產報酬率係指年報酬率且標準差係以之前追溯三年為估計期。RETS D=股票報酬率的標準差。其中，股票報酬率係指年報酬率，且標準差係以之前追溯三年為估計期。D=上市櫃別。上市公司為1，上櫃公司為0。YEAR=民國99年至102年，依序為0至3。INDUSTRY=若是電子工業公司，則取0；反之，則取1。t=代表第t年，本文期間為99至102年。

表 3 模型 2 各變數之敘述性統計(N=5,047)

Variable	Mean	Med	Std.Dev.	Max	Min
1.TURNOVER <sub>t</sub>	0.208	0	0.355	1	0
2.SEP <sub>t</sub>	0.793	0.914	0.264	1	0
3.ROA <sub>t-1</sub>	0.078	0.076	0.095	0.464	-0.717
4.SIZE <sub>t</sub>	9.590	9.501	0.647	12.364	7.389
5.LEV <sub>t</sub>	0.412	0.411	0.186	2.573	0.001
6.TOBINQ <sub>t</sub>	1.386	1.129	0.986	28.836	0.251
7.DUAL <sub>t</sub>	0.324	0	0.468	1	0
8.MSHARE <sub>t</sub>	0.012	0.004	0.022	0.227	0
9.SOD <sub>t</sub>	6.916	7	2.030	27	2
10.IND <sub>t</sub>	0.192	0.25	0.174	0.667	0
11.SOCD <sub>t</sub>	0.195	0.167	0.181	1	0
12.CONTROL <sub>t</sub>	0.107	0.069	0.122	0.752	0
13.SSHARE <sub>t</sub>	0.073	0.063	0.047	0.4	0.004
14.D <sub>t</sub>	0.622	1	0.485	1	0
15.YEAR <sub>t</sub>	1.540	2	1.121	3	0
16.INDUSTRY <sub>t</sub>	0.435	0	0.496	1	0

註：TURNOVER=總經理是否替換，有則設為1；反之，則取0。SEP =股份控制權與盈餘分配權偏離程度，本研究以股權盈餘比（股份控制權／盈餘分配權）作為衡量方式。ROA=資產報酬率，稅前息前折舊前淨利／總資產。SIZE= 總資產取自然對數。LEV =負債比，總負債／總資產。TOBINQ =Tobin's Q數值，（權益市值＋總負債帳面值）／總資產帳面值。DUAL=董事長兼任總經理，有則取1；反之，則取0。MSHARE=總經理持股率。SOD=董事會人數。IND=獨立董事占董事席次百分比。SOCD =最終控制者個人董事席次百分比。CONTROL=控制股東直接持股率。SSHARE=次大股東持股率。D=上市櫃別。上市公司為1，上櫃公司為0。YEAR=民國99年至102年，依序為0至3。INDUSTRY=若是電子工業公司，則取0；反之，則取1。t代表第t年，本文期間為99至102年。



表 4 模型 1 各變數之 Pearson 相關係數 (N=5,047)

Variable	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.
1. $LNPAY_t$	1													
2. $SEPT$	-0.136**	1												
3. $ROA_t$	0.174**	-0.027*	1											
4. $RET_t$	0.012	0.035**	0.206**	1										
5. $MB_t$	0.005	-0.003	0.02	0.080**	1									
6. $ROA_{t-1}$	0.184**	-0.033**	0.681**	0	0.037**	1								
7. $RET_{t-1}$	0.047**	0.013	0.145**	-0.01	0.072**	0.122**	1							
8. $MB_{t-1}$	0.003	0.005	0.032**	-0.011	0.058**	0.012	0.060**	1						
9. $LSALES_t$	0.005	0.136**	0.260**	0.006	0.022	0.263**	0.067**	0.031**	1					
10. $ROASD_t$	-0.124**	0.023	-0.069**	-0.061**	0.031**	-0.037**	0.016	0.021	0.104**	1				
11. $RETSD_t$	0.049**	0.038**	0.008	-0.124**	0.023	0.030*	0.365**	0.069**	0.155**	0.021	1			
12. $D_t$	0.115**	-0.058**	-0.025*	-0.036**	-0.029*	-0.012	-0.043**	-0.031**	-0.006	-0.105**	-0.097**	1		
13. $YEAR_t$	-0.001	0.017	-0.077**	0.183**	0.01	-0.058**	-0.424**	-0.02	-0.004	-0.050**	-0.238**	-0.005	1	
14. $INDUSTRY_t$	-0.072**	0.108**	-0.037**	0.102**	0.016	-0.051**	-0.030*	0.004	-0.222**	-0.127**	-0.192**	0.130**	0.013	1

註：

1. 變數定義請見表 2。

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

表 5 模型 2 各變數之 Pearson 相關係數 (N=5,047)

Variable	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.
1. <i>TURNOVER<sub>t</sub></i>	1															
2. <i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.033*	1														
3. <i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.134**	-0.033**	1													
4. <i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.058**	0.136**	0.138**	1												
5. <i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.032*	0.130**	-0.035**	0.672**	1											
6. <i>TOBINO<sub>t</sub></i>	-0.03	0.034**	0.117**	0.432**	0.170**	1										
7. <i>DUAL<sub>t</sub></i>	-0.067**	0.179**	-0.055**	0.055**	0.042**	0.011	1									
8. <i>MSHARE<sub>t</sub></i>	-0.045**	0.047**	0.079**	-0.037**	-0.026*	0.002	0.060**	1								
9. <i>SOD<sub>t</sub></i>	0.034*	-0.156**	0.025*	-0.081**	-0.085**	-0.037**	-0.161**	-0.121**	1							
10. <i>IND<sub>t</sub></i>	-0.001	-0.046**	0.087**	-0.046**	-0.057**	0.075**	0.017	0.108**	0.055**	1						
11. <i>SOC<sub>t</sub></i>	-0.095**	0.322**	0.040**	0.129**	0.091**	0.007	0.116**	0.02	-0.195**	-0.116**	1					
12. <i>CONTROL<sub>t</sub></i>	-0.076**	0.388**	0.038**	-0.009	0.011	-0.003	0.150**	0.257**	-0.226**	0.025*	0.551**	1				
13. <i>SSHARE<sub>t</sub></i>	0.019	0.105**	0.009	-0.033**	0.005	0.040**	0.001	0.069**	-0.089**	0.002	-0.063**	0.197**	1			
14. <i>D<sub>t</sub></i>	-0.002	-0.058**	-0.012	0	0.024*	-0.082**	-0.071**	-0.006	0.142**	-0.220**	-0.041**	-0.061**	-0.009	1		
15. <i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.122**	0.017	-0.058**	0.054**	0.032**	0.042**	0.027*	0.008	0.030*	0.094**	-0.036**	-0.001	0.034**	-0.005	1	
16. <i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	0.001	0.108**	-0.051**	-0.132**	-0.050**	0.005	-0.093**	-0.014	0.157**	-0.284**	-0.011	0.080**	0.102**	0.130**	0.013	1

註：

1. 變數定義請見表 3。

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

### (三) 迴歸分析

本研究模型 1 的應變數是  $LNPAY$  (總經理及副總經理獎酬合計數取自然對數)，為一項連續變數，因此模型一的迴歸方法是採用普通最小平方法 (Ordinary least squares method)；然而，模型 2 的應變數  $TURNOVER$  (總經理或副總經理是否有替換)，為一項名義尺度變數，因此本研究參酌過去文獻，如：Geiger and Raghundandan (2002) 及 Geiger et al. (2006)，以 Logistic 迴歸模型來測試假說 2。茲將模型 1 及模型 2 的實證結果列示於表 6。

首先，由表 6 的數值可以觀察到模型 1 中股份控制權與盈餘分配權偏離程度 (SEP) 的估計係數顯著為負，表示當控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，給予總經理及副總經理的獎酬就越低，表示控制股東和總經理及副總經理間並沒有經濟租分享行為 (Rent-Sharing Behavior)，此項實證結果和 Zhang et al. (2014) 以中國大陸上市櫃公司為樣本所得結果恰相反。而資產報酬率 (ROA) 的估計係數則顯著為正，顯示當公司績效表現越好時，總經理及副總經理的獎酬就越高，此項結論符合代理理論觀點-經理人的獎酬金額是績效的遞增函數 (Holmstrom 1979)。除此之外，股份控制權與盈餘分配權偏離程度 (SEP) 與資產報酬率 (ROA) 的交乘項估計係數為 -0.639， $t$  值為 -3.46，因此具統計上顯著負相關性，故支持假說 1<sup>5</sup>。表示當控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，經理人的獎酬與績效間的關聯性就越弱。

再者，模型 1 中其他控制變數的估計係數方向也和過去文獻相符。其中，資產報酬率 (ROA)、股票報酬率 (RET)、權益市值帳面值比 (MB) 這幾項控制變數除了股票報酬率 (RET) 的估計係數不具顯著性外，其餘變數的估計係數都顯著為正，和過去文獻所提出：「公司績效表現越好，經理人的獎酬就應該越高的結論一致」；而股票報酬率 (RET) 的估計係數不具顯著性也和過去文獻所提出：「市場指標，例如：股票報酬率，是由市場決定，除了公司績效外，還考慮其他市場因素，因此和經理人的獎酬關聯性的雜訊會較高的觀點一致」。此外，銷貨收入淨額取自然對數 (LSALES) 的估計係數顯著為正，表示公司營運複雜度越高，則總經理獎酬就越高，和 Rosen (1982)、Smith and Watts (1992)、Core et al. (1999) 及 Brick et al. (2006) 的結論一致；然而，過去文獻指出當經營風險越大時，經理人薪酬就應該越高 (Banker and Datar 1989; Smith and Watts 1992; Core 1997; Cyert et al. 1997; Core et al. 1999)，而本研究以資產報酬率的標準差 (ROASD) 及股票報酬率的標準差 (RETS) 來作為公司經營風險的代理變數，卻沒有發現這兩項變數的估計係數顯著為正，本研究認為這樣的發現恰好呼應了本研究支持假說 1 的實證結果，表示樣本公司總經理及副總經理的獎酬高低，

<sup>5</sup> 本研究另將模型 1 的應變數定義為：總經理及副總經理獎酬平均數取自然對數，實證結果發現股份控制權與盈餘分配權偏離程度 (SEP) 與資產報酬率 (ROA) 的交乘項估計係數為 -0.952， $t$  值為 -6.30，具統計上顯著負相關性。顯示不論將模型 1 的應變數定義為：平均獎酬還是總獎酬，都支持控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，經理人的獎酬與績效間的關聯性就越弱。

並沒有和公司經營風險成正相關，有勾結之嫌。最後，上市櫃別( $D$ )的估計係數顯著為正，表示上市公司給予總經理及副總經理的獎酬普遍比上櫃公司高；而產業別( $INDUSTRY$ )的估計係數顯著為負，表示電子工業公司給予總經理及副總經理的獎酬顯著高於非電子工業公司。

另一方面，由表 6 也可以觀察到模型 2 的前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的估計係數顯著為負，顯示當公司績效表現越差時，總經理或副總經理被替換掉的機率就越高，此項結論和過去文獻發現一致。除此之外，股份控制權與盈餘分配權偏離程度( $SEP$ )與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數為 0.351， $Wald$  值為 2.23，因此具統計上顯著正相關性，故支持假說 2。表示當控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，總經理或副總經理的替換與績效間的關聯性就會越弱；換言之，當控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，績效表現越差的公司，其總經理被替換掉的可能性反而越低，故支持勾結假說。

除此之外，模型 2 中的公司規模( $SIZE$ )的估計係數顯著為正，表示當公司規模越大，總經理或副總經理越不會被公司替換，和過去文獻如 Frinkelstein and Hambrick (1996)、Cheng et al. (2008)及 Zhang et al. (2014)一致。再者，董事長兼任總經理( $DUAL$ )及總經理持股率( $MSHARE$ )兩項控制變數的估計係數都顯著為正，表示當總經理或副總經理越有能力干涉總經理任命權，越不容易被替換，和過去文獻如 Goyal and Park (2002)、Chang and Wong (2009)、Finkelstein et al. (2009)及 Shen et al. (2010)一致。而最終控制者個人董事席次( $SOCD$ )越高，總經理或副總經理被替換的機率也越低，此項結論和 Brunello et al. (2003)、Kato and Long (2006)及 Fan et al. (2007)的研究提出董事會結構也會影響總經理或副總經理被替換的可能性相同。最後，Shleifer and Vishny (1986)、Volpin (2002)都提出公司的股權結構也會影響總經理或副總經理被替換的可能性，而本研究的控制股東持股率( $CONTROL$ )及次大股東持股率( $SSHARE$ )這兩項控制變數的估計係數都具顯著性，也和前述文獻觀點一致。至於年度別( $YEAR$ )這項控制變數顯著為負，表示近期總經理或副總經理被替換的機率相較於前期有下降趨勢。

表 6 模型 1 及模型 2 主要迴歸結果 (N=5,047)

Variable	Model 1	Model 2	
	$LNPAY_t$	$TURNOVER_t$	
	Parameter Estimate		Parameter Estimate
<i>Intercept</i>	0.897 (5.93) <sup>***</sup>	<i>Intercept</i>	0.488 (4.91) <sup>***</sup>
<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.086 (-3.65) <sup>***</sup>	<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.013 (-0.62)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	0.679 (4.08) <sup>***</sup>	<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.703 (-5.08) <sup>***</sup>
<i>SEP<sub>t</sub>×ROA<sub>t</sub></i>	-0.639 (-3.46) <sup>***</sup>	<i>SEP<sub>t</sub>×ROA<sub>t-1</sub></i>	0.351 (2.23) <sup>**</sup>
<i>RET<sub>t</sub></i>	0.007 (0.78)	<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.021 (-2.46) <sup>***</sup>
<i>MB<sub>t</sub></i>	0.0009 (1.82) <sup>*</sup>	<i>LEV<sub>t</sub></i>	0.002 (0.08)
<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	0.424 (5.82) <sup>***</sup>	<i>TOBINQ<sub>t</sub></i>	0.028 (0.70)
<i>RET<sub>t-1</sub></i>	-0.0006 (-0.11)	<i>DUAL<sub>t</sub></i>	-0.025 (-2.81) <sup>***</sup>
<i>MB<sub>t-1</sub></i>	0.001 (0.89)	<i>MSHARE<sub>t</sub></i>	-0.401 (-1.90) <sup>*</sup>
<i>LSALES<sub>t</sub></i>	0.394 (51.66) <sup>***</sup>	<i>SOD<sub>t</sub></i>	0.002 (0.93)
<i>ROASD<sub>t</sub></i>	-0.121 (-0.78)	<i>IND<sub>t</sub></i>	0.015 (0.51)
<i>RETS<sub>t</sub></i>	-0.029 (-3.21) <sup>***</sup>	<i>SOCD<sub>t</sub></i>	-0.123 (-3.80) <sup>***</sup>
<i>D<sub>t</sub></i>	0.033 (3.09) <sup>***</sup>	<i>CONTROL<sub>t</sub></i>	-0.097 (-1.92) <sup>*</sup>
<i>YEAR<sub>t</sub></i>	0.002 (0.47)	<i>SSHARE<sub>t</sub></i>	0.162 (1.62)
<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.157 (-15.46) <sup>***</sup>	<i>D<sub>t</sub></i>	0.007 (0.69)
		<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.032 (-7.49) <sup>***</sup>
		<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.011 (-0.98)
Adj $R^2$ /Cox & Snell $R^2$	0.4967		0.0440
F 值	356.9		14.18
Pr > F	<0.0001		<0.0001

註：

1. 變數定義見表 2 及表 3。

2. 模型 1 括弧內的數值為 t value、模型 2 括弧內的數值為 Wald value，且 \*\*\* 表示達 1% 的顯著水準；\*\* 表示達 5% 的顯著水準；\* 表示達 10% 的顯著水準。

## 二、敏感性分析

本研究正文的部分係探討控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度是否會影響以績效為基準的考核制度的誘因效果。而本文實證結果發現控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度與以績效為基準的考核制度的誘因效果間存在顯著負相關，故支持控制股東與總經理及副總經理間存在勾結行為。然而，不同的公司特質是否也會影響勾結行為的發生，為本文敏感性分析欲探討的第一項議題。而本文敏感性分析將探討兩類公司特質，其一為「公司績效表現」，而另一項為「控制股東與總經理是否為同一人」。首先，當公司的績效表現較好時，預期公司也會有較佳的現金流量表現(Aslan and Kumar 2012)，此時控制股東要操弄以績效為基準的考核制度的誘因效果時，操弄成本會上升，換言之，控制股東想要削弱經理人的獎酬與績效及替換與績效間的關聯性的成本會變高(Zhang et al. 2014)，故此時控制股東會和經理人勾結的誘因就會下降。除此之外，文獻指出股東同時享有(1)分享利益(Shared Benefits)-係指當公司價值提升時，股東可以分享的權益也會跟著提升，因此股東會以公司最終價值作為自己決策考量依據(Shleifer and Vishny 1986; Holderness 2003)；及(2)自我利益(Private Benefits)-係指股東會因為擁有股權優勢，而浪費公司資源，並侵蝕到較小股東的權益，此時股東的決策考量並非極大化公司最終價值，而是極大化自己的權益(Barclay and Holderness 1989; Holderness 2003)。故控制股東在兩股反向力量拉鋸下，是否真的會犧牲小股東的權利而來成就自己的私利並不可知，因此本研究進一步探討當控制股東與總經理是同一人或不是同一人時，控制股東會選擇圖利自己的總經理身分而增加自我利益(Private Benefits)，還是選擇不和自己的總經理身分勾結，並藉由提升分享利益(Shared Benefits)而增加自身的最終價值。

除此之外，社會科學的研究，並不像自然科學的研究，可以有明確的實驗結果，因此本研究敏感性分析欲探討的第二項議題，係依據不同的觀點來定義實證模型的變數組成與定義，期許為本研究提供更完整的實證分析。

### (一)以公司績效表現高低區分樣本公司

本研究以前一期產業資產報酬率( $INDROA_{t-1}$ )的中位數作為樣本公司績效高低的區分標準值，並藉此將樣本公司區分為績效較好及績效較差的兩組。由表 7 可以發現，績效較好的組別，其模型 1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度( $SEP$ )與資產報酬率( $ROA$ )的交乘項估計係數為 0.104、 $t$  值為 0.3，並不具統計上的顯著性；然而，績效較差的組別，其模型 1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度( $SEP$ )與資產報酬率( $ROA$ )的交乘項估計係數為-1.202、 $t$  值為-3.77，具統計上的負顯著性，支持假說 1，亦即支持勾結觀點。另一方面，績效較好的組別，其模型 2 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度( $SEP$ )與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數為 0.385、 $Wald$  值為 1.41，不具統計上的正顯著性；然而，績效較差的組別，其模型 2 中的股份控制權與盈餘分配權偏

離程度(*SEP*)與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數為 0.989、*Wald* 值為 2.69，具統計上的正顯著性，支持假說 2，亦即支持勾結觀點。彙總前述討論可發現，本研究第一項敏感性分析結果和 Zhang et al. (2014) 研究結論相符，亦即支持當公司的績效表現較好時，控制股東要操弄以績效為基準的考核制度的誘因效果的成本會上升，而此時控制股東選擇和經理人勾結的誘因就會下降。因此第一項敏感性分析支持公司績效表現好壞會影響控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度對於以績效為基準的考核制度的誘因效果之影響性。

## (二)以控制股東與總經理是否為同一人區分樣本公司

再者，本研究以控制股東與總經理是否為同一人將樣本公司區分為兩組。由表 7 亦可觀察到，控制股東與總經理為同一人的組別，其模型 1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與資產報酬率(*ROA*)的交乘項估計係數為 -0.553、*t* 值為 -2.9，具統計上的負顯著性；而控制股東與總經理不為同一人的組別，其模型 1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與資產報酬率(*ROA*)的交乘項估計係數為 -3.366、*t* 值為 -4.16，亦具有統計上的負顯著性。前述實證結果顯示不論控制股東與總經理是否為同一人，控制股東與總經理間都存在勾結行為，都支持假說 1，亦即控制股東追求自我利益(*Private Benefits*)的動機顯著大於極大化分享利益(*Shared Benefits*)的動機。另一方面，控制股東與總經理為同一人的組別，其模型 2 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數為 0.368、*Wald* 值為 2.19，具統計上的正顯著性；然而，控制股東與總經理不為同一人的組別，其模型 2 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數為 0.125、*Wald* 值為 0.21，不具統計上的正顯著性。代表當控制股東與總經理不為同一人時，控制股東較能依據績效表現而替換掉總經理或副總經理；然而，當控制股東與總經理是同一人時，勾結行為又會發生，此時總經理或副總經理的替換與績效間的關聯性會減弱。

## (三)更改實證模型變數組成與定義

首先，本研究內文因為係將經理人績效定義為會計績效(*ROA*)，所以模型 1 中僅加入股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與資產報酬率(*ROA*)的交乘項，然而控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)可能也會與市場績效(如 *RET*)有交互關係，故模型 1 中也加入股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與股票報酬率(*RET*)的交乘項。再者，在經理人獎酬相關文獻中，影響特定績效誘因強度之主要因素為其訊息雜訊比(*signal-noise ratio*)。其中，控制權與盈餘分配權之偏離程度為影響誘因強度的因素之一，至於其他影響誘因強度之因素如成長機會在模式中也應加以控制，且應與績效變數 *ROA* 有交乘項。又過去文獻提及權益市值帳面值比(*MB*)可以作為成長機會的替代變數，因此本研究在模型 1 中新增「績效變數 *ROA* 與成長機會 *MB* 的交乘項」。另一方面，也有文獻提

到以總資產來作為規模的代理變數，因此本文將模型 1 中的銷貨收入淨額取自然對數(*LSALES*)改為總資產取自然對數(*SIZE*)。再者，不同文獻對於資產報酬率有不同的定義，因此也將資產報酬率的定義由「稅前息前折舊前淨利／總資產」(*ROA*)改為「稅後淨利／總資產」(*ROAI*)。此外，公司治理相關變數（如獨立董事席次比率與董事會規模等）及總經理持股等可能也會影響總經理獎酬，因此也在模型 1 中加入 *MSHARE*（總經理持股率）、*SOD*（董事會人數）、*IND*（獨立董事占董事席次百分比）三項控制變數。最後，董事長兼任總經理(*DUAL*)對於股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)對於總經理及副總經理獎酬與績效及總經理替換與績效間的關聯性也是一項重要研究議題，因此也在模型 1 中加入董事長兼任總經理(*DUAL*)、並在模型 1 及模型 2 中加入股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與董事長兼任總經理(*DUAL*)的交乘項。

修改後的模型 1 及模型 2 稱為模型 1-1 及模型 2-1，而模型 1-1 及模型 2-1 的變數定義和模型 1 及模型 2 相同。實證結果列示於表 8。

$$\begin{aligned} LNPAY_t = & \beta_0 + \beta_1 SEP_t + \beta_2 ROA_t + \beta_3 RET_t + \beta_4 MB_t + \beta_5 SEP_t \times ROA_t + \beta_6 SEP_t \times RET_t \\ & + \beta_7 ROA_t \times MB_t + \beta_8 DAUL_t + \beta_9 SEP_t \times DAUL_t + \beta_{10} ROA_{t-1} + \beta_{11} RET_{t-1} \\ & + \beta_{12} MB_{t-1} + \beta_{13} SIZE_t + \beta_{14} ROASD_t + \beta_{15} RETSD_t + \beta_{16} MSHARE_t \\ & + \beta_{17} SOD_t + \beta_{18} IND_t + \beta_{19} D_t + \beta_{20} YEAR_t + \beta_{21} INDUSTRY_t + \varepsilon_t. \end{aligned} \quad (1-1)$$

$$\begin{aligned} TURNOVER_t = & \beta_0 + \beta_1 SEP_t + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 SEP_t \times ROA_{t-1} + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t \\ & + \beta_6 TOBINQ_t + \beta_7 DUAL_t + \beta_8 SEP_t \times DUAL_t + \beta_9 MSHARE_t \\ & + \beta_{10} SOD_t + \beta_{11} IND_t + \beta_{12} SOCD_t + \beta_{13} CONTROL_t + \beta_{14} SSHARE_t \\ & + \beta_{15} D_t + \beta_{16} YEAR_t + \beta_{17} INDUSTRY_t + \varepsilon_t. \end{aligned} \quad (1-2)$$

由表 8 可以觀察到，模型 1-1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與資產報酬率(*ROAI*)的交乘項估計係數為-1.281、*t* 值為-6.40，具統計上的負顯著性，因此支持假說 1，顯示控制股東與總經理及副總經理間具有勾結行為；而模型 2-1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與資產報酬率(*ROAI*)的交乘項估計係數為 0.462、*Wald* 值為 2.61 具統計上的正顯著性，因此支持假說 2，也顯示控制股東與總經理及副總經理間具有勾結行為。再者，模型 1-1 及模型 2-1 中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與董事長兼任總經理(*DUAL*)的交乘項估計係數都具統計上的負顯著性（*Wald* 值分別為-3.72、-2.48），顯示當董事長兼任總經理時會破壞總經理及副總經理獎酬、替換與績效間的關聯性。

彙總而言，本項敏感性分析實證結果和內文相符，都是支持控制股東與總經理及副總經理間具有勾結行為，且和第二項敏感性分析一致，顯示當控制股東亦或是董事長和總經理是同一人時，勾結行為會更明顯。簡言之，本項實證結果和其他內文一致，凸顯出本文實證結果之代表性。



表 7 模型 1 及模型 2 敏感性分析結果 (N=5,047)

	以前期產業資產報酬率(INDROA <sub>t-1</sub> )的中位數區分				以控制股東與總經理是否為同一人區分			
	Model 1		Model 2		Model 1		Model 2	
	低於中位數 LNPAY <sub>t</sub>	高於中位數 LNPAY <sub>t</sub>	低於中位數 TURNOVER <sub>t</sub>	高於中位數 TURNOVER <sub>t</sub>	同一人 LNPAY <sub>t</sub>	不同一人 LNPAY <sub>t</sub>	同一人 TURNOVER <sub>t</sub>	不同一人 TURNOVER <sub>t</sub>
Intercept	0.789 (5.29)***	0.768 (5.11)***	0.432 (4.22)***	0.441 (4.10)***	0.623 (5.01)***	0.631 (4.71)***	0.402 (4.03)***	0.413 (4.12)***
SEP <sub>t</sub>	-0.116 (-4.19)***	-0.108 (-1.94)*	-0.069 (-0.30)	-0.035 (-0.59)	-0.095 (-3.91)***	0.077 (0.71)	-0.018 (-0.70)	0.020 (0.29)
ROA <sub>t</sub>	0.848 (2.99)***	0.302 (0.98)	-1.328 (-4.10)***	-0.478 (-1.96)*	0.579 (3.40)***	3.733 (4.71)***	-0.743 (-5.23)***	-0.378 (-0.89)
SEP*ROA <sub>t</sub>	-1.202 (-3.77)***	0.104 (0.30)	0.989 (2.69)***	0.398 (1.46)	-0.553 (-2.90)***	-3.366 (-4.16)***	0.368 (2.19)**	0.125 (0.21)
RET <sub>t</sub>	0.001 (0.15)	0.015 (0.68)	-0.041 (-2.62)***	-0.006 (-0.47)	0.001 (0.01)	-0.038 (-0.93)	-0.028 (-2.59)***	-0.008 (-0.32)
MB <sub>t</sub>	0.0001 (1.06)	0.020 (1.70)*	0.001 (0.39)	-0.021 (-0.56)	0.0001 (1.74)*	0.035 (1.74)*	0.012 (0.48)	-0.099 (-1.26)
ROA <sub>t-1</sub>	0.172 (1.41)	0.650 (3.77)***	-0.003 (-0.52)	0.001 (0.28)	0.419 (5.52)***	0.054 (0.20)	0.003 (0.62)	0.007 (0.72)
RET <sub>t-1</sub>	0.014 (1.59)	-0.021 (-2.48)**	-0.041 (-2.92)***	-0.013 (-1.09)	-0.001 (-0.29)	-0.009 (-0.54)	-0.021 (-2.27)**	-0.048 (-2.11)**
MB <sub>t-1</sub>	-0.002 (-1.84)*	0.020 (1.84)*	-0.333 (-0.99)	-0.366 (-1.32)	0.001 (0.77)	-0.0001 (-0.03)	-0.545 (-1.87)*	-0.097 (-0.29)
LSALES <sub>t</sub>	0.367 (34.06)***	0.454 (38.01)***	0.001 (0.32)	0.006 (0.32)	0.397 (50.12)***	0.374 (12.74)***	0.002 (0.86)	0.004 (0.77)
ROASD <sub>t</sub>	0.124 (0.53)	-1.081 (-4.08)***	-0.024 (-0.51)	0.073 (1.79)*	-0.078 (-0.49)	-1.280 (-2.20)**	0.027 (0.89)	-0.070 (-0.89)
RETS <sub>t</sub>	-0.022 (-1.77)*	-0.021 (-1.54)	-0.076 (-1.70)**	-0.124 (-2.82)***	-0.032 (-3.36)***	-0.005 (-0.20)	-0.122 (-3.50)***	-0.085 (-1.26)
D <sub>t</sub>	0.029 (2.00)**	0.020 (1.21)	-0.148 (-1.99)**	-0.055 (-0.81)	0.028 (2.48)**	0.043 (1.39)	-0.123 (-2.14)**	0.004 (0.05)
YEAR <sub>t</sub>	0.007 (1.00)	-0.003 (-0.50)	0.279 (1.69)*	0.169 (1.15)	0.0001 (0.15)	0.016 (1.19)	0.146 (1.35)	0.456 (1.18)
INDUSTRY <sub>t</sub>	-0.127 (-8.85)***	-0.168 (-10.97)***	-0.007 (-0.52)	0.028 (1.61)	-0.158 (-14.54)***	-0.148 (-4.96)***	0.009 (0.89)	-0.020 (-0.63)
INDUSTRY <sub>t-1</sub>			-0.031 (-5.48)***	-0.028 (-4.95)***			-0.009 (-7.19)***	-0.027 (-2.78)***
INDUSTRY <sub>t-2</sub>			-0.031 (-1.76)*	0.003 (0.23)			-0.009 (-0.89)	-0.018 (-0.59)
Adj R <sup>2</sup> /Cox & Snell R <sup>2</sup>	0.4239	0.5284	0.071	0.025	0.5127	0.3741	0.0398	0.0089
F 值	134.63	174.89	7.98	3.95	331.32	28.88	13.89	3.99
Pt > F	<0.0001	<.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001
N	2,588	2,459	2,588	2,459	4,440	607	4,440	607

1. 變數定義見表 2 及表 3。

2. 模型 1 括弧內的數值為 t value、模型 2 括弧內的數值為 Wald value，且\*\*\*表示達 1%的顯著水準；\*\*表示達 5%的顯著水準；\*表示達 10%的顯著水準。

表 8 模型 1-1 及模型 2-1 主要迴歸結果 (N=5,047)

Variable	Model 1-1	Model 2-1	
	$LNPAY_t$	$TURNOVER_t$	
	Parameter Estimate		Parameter Estimate
<i>Intercept</i>	0.881 (5.88) <sup>***</sup>	<i>Intercept</i>	0.476 (4.77) <sup>***</sup>
<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.043 (-1.90) <sup>*</sup>	<i>SEP<sub>t</sub></i>	0.013 (0.48)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	1.436 (7.92) <sup>***</sup>	<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.866 (-5.73) <sup>***</sup>
<i>RET<sub>t</sub></i>	-0.036 (-1.41)	<i>SEP<sub>t</sub>*ROA<sub>t-1</sub></i>	0.462 (2.61) <sup>**</sup>
<i>MB<sub>t</sub></i>	0.010 (5.67) <sup>***</sup>	<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.033 (-2.61) <sup>***</sup>
<i>SEP<sub>t</sub>ROA<sub>t</sub></i>	-1.281 (-6.40) <sup>***</sup>	<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.003 (-0.15)
<i>SEP<sub>t</sub>×RET<sub>t</sub></i>	0.041 (1.37)	<i>TOBINQ<sub>t</sub></i>	0.008 (1.49)
<i>ROA<sub>t</sub>×MB<sub>t</sub></i>	-0.007 (-1.80) <sup>*</sup>	<i>SEP<sub>t</sub>*DUAL<sub>t</sub></i>	-0.031 (-2.48) <sup>**</sup>
<i>DUAL<sub>t</sub></i>	5.935 (4.45) <sup>***</sup>	<i>MSHARE<sub>t</sub></i>	-0.576 (-2.35) <sup>**</sup>
<i>SEP<sub>t</sub>*DUAL<sub>t</sub></i>	-5.312 (-3.72) <sup>***</sup>	<i>SOD<sub>t</sub></i>	0.001 (0.72)
<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	0.486 (7.32) <sup>***</sup>	<i>IND<sub>t</sub></i>	0.008 (0.28)
<i>RET<sub>t-1</sub></i>	-0.007 (-1.26)	<i>SOCD<sub>t</sub></i>	-0.145 (-4.19) <sup>***</sup>
<i>MB<sub>t-1</sub></i>	-0.001 (-0.37)	<i>CONTROL<sub>t</sub></i>	-0.092 (-1.63)
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	0.441 (44.49) <sup>***</sup>	<i>SSHARE<sub>t</sub></i>	0.105 (0.97)
<i>ROASD<sub>t</sub></i>	-0.129 (-0.77)	<i>D<sub>t</sub></i>	0.014 (1.11)
<i>RETS<sub>t</sub></i>	-0.030 (-3.13) <sup>***</sup>	<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.035 (-6.89) <sup>***</sup>
<i>MSHARE<sub>t</sub></i>	-1.079 (-9.56) <sup>***</sup>	<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.003 (-0.21)
<i>SOD<sub>t</sub></i>	0.006 (2.51) <sup>**</sup>		
<i>IND<sub>t</sub></i>	0.112 (3.48) <sup>***</sup>		
<i>D<sub>t</sub></i>	-0.001 (-0.15)		
<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.008 (-1.58)		
<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.208 (-18.00) <sup>***</sup>		
<i>Adj R<sup>2</sup>/Cox &amp; Snell R<sup>2</sup></i>	0.4933		0.0401
F 值	216.23		14.28
Pr > F	<0.0001		<0.0001

註：

1. 變數定義見表 2 及表 3。

2. 因為模型 2-1 中的  $SEP_t \times DUAL_t$  變數的 VIF 值為 14.9317，故進行迴歸分析時刪除  $DUAL_t$  變數，刪除變數後的 VIF 值下降為 1.1319。

3. 模型 1 括弧內的數值為 t value、模型 2 括弧內的數值為 Wald value，且 \*\*\* 表示達 1% 的顯著水準；\*\* 表示達 5% 的顯著水準；\* 表示達 10% 的顯著水準。

### 三、內生性議題分析

本文的模型1及模型2可能會遭遇到下列兩項內生性問題，分別為：(1)遺漏同時會影響a.股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)；b.資產報酬率(*ROA*)與總經理獎酬(*LNPAY*)關聯性；c.資產報酬率(*ROA*)與總經理或副總經理替換(*TURNOVER*)關聯性的變數、(2)a與b、a與c間互為關連性。因此，本研究針對前述兩項內生性議題，分別以固定效果模型(Fixed Effect Model)來重新進行模型1及模型2的實證研究，以去除會同時影響a、b、c但又不隨時間變化的因素(Conyon and He 2011; Zhang et al. 2014)。除此之外，再以動態時間序列資料分析方法(Dynamic Panel Data Analysis)來重新進行模型1及模型2的實證研究，以去除會同時影響a、b、c但又隨時間變化的因素(Blundell and Bond 1998; Roodman 2009; Aslan and Kumar 2012; Zhang et al. 2014)。茲將實證結果列示於表9。

表9可以觀察到不論是固定效果模型(Fixed Effect Model)還是動態時間序列資料分析方法(Dynamic Panel Data Analysis)所得到的模型 1的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與資產報酬率(*ROA*)的交乘項估計係數都顯著為負(係數及 $t$ 值分別為-0.413(-1.95)及-0.162(-1.64))，且模型 2中的股份控制權與盈餘分配權偏離程度(*SEP*)與前期資產報酬率( $ROA_{t-1}$ )的交乘項估計係數也都顯著為正(係數及Wald值分別為0.351(2.19)及0.338(2.12))。顯示考量遺漏變數、股份控制權與盈餘分配權偏離程度與績效為基礎的考核制度誘因效果間互為關連性的兩項內生性問題後，本文實證結果仍和正文一致，仍支持控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度與以績效為基準的考核制度的誘因效果間存在顯著負向關聯性，換言之，支持控制股東會和總經理及副總經理進行勾結行為而削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果。因此本研究內文的實證結果具參考性。

表 9 模型 1 及模型 2 內生性議題分析結果 (N=5,047)

Fixed Effect Model		Dynamic Panel Data Analysis					
Model 1	Model 2	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2		
LNPA <sub>t</sub>	TURN <sub>t</sub>	LNPA <sub>t</sub>	TURN <sub>t</sub>	LNPA <sub>t</sub>	TURN <sub>t</sub>		
<i>Intercept</i>	0.721 (5.32) <sup>***</sup>	<i>Intercept</i>	0.412 (3.98) <sup>***</sup>	<i>Intercept</i>	0.734 (5.06) <sup>***</sup>	<i>Intercept</i>	0.453 (4.03) <sup>***</sup>
<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.170 (-6.31) <sup>***</sup>	<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.015 (-0.79)	<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.008 (-0.66)	<i>SEP<sub>t</sub></i>	-0.014 (-0.76)
<i>ROA<sub>t</sub></i>	0.891 (4.67) <sup>***</sup>	<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.710 (-5.19) <sup>***</sup>	<i>ROA<sub>t</sub></i>	0.349 (3.92) <sup>***</sup>	<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.679 (-5.12) <sup>***</sup>
<i>SEP<sub>t</sub> × ROA<sub>t</sub></i>	-0.413 (-1.95) <sup>*</sup>	<i>SEP<sub>t</sub> * ROA<sub>t-1</sub></i>	0.351 (2.19) <sup>**</sup>	<i>SEP<sub>t</sub> × ROA<sub>t</sub></i>	-0.162 (-1.64)	<i>SEP<sub>t</sub> * ROA<sub>t-1</sub></i>	0.338 (2.12) <sup>**</sup>
<i>RET<sub>t</sub></i>	-0.012 (-1.15)	<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.025 (-2.61) <sup>***</sup>	<i>RET<sub>t</sub></i>	0.029 (5.61) <sup>***</sup>	<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.025 (-2.56) <sup>**</sup>
<i>MB<sub>t</sub></i>	0.0008 (1.41)	<i>LEV<sub>t</sub></i>	0.002 (0.10)	<i>MB<sub>t</sub></i>	0.0008 (3.24) <sup>***</sup>	<i>LEV<sub>t</sub></i>	0.0009 (0.02)
<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	0.643 (7.71) <sup>***</sup>	<i>TOBINQ<sub>t</sub></i>	0.003 (0.72)	<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.103 (-2.62) <sup>***</sup>	<i>TOBINQ<sub>t</sub></i>	0.003 (0.81)
<i>RET<sub>t-1</sub></i>	-0.0005 (-0.08)	<i>DUAL<sub>t</sub></i>	-0.033 (-2.78) <sup>***</sup>	<i>RET<sub>t-1</sub></i>	0.016 (5.16) <sup>***</sup>	<i>DUAL<sub>t</sub></i>	-0.027 (-2.71) <sup>***</sup>
<i>MB<sub>t-1</sub></i>	-0.0005 (-0.38)	<i>MSHARE<sub>t</sub></i>	-0.410 (-1.91) <sup>*</sup>	<i>MB<sub>t-1</sub></i>	-0.003 (-5.05) <sup>***</sup>	<i>MSHARE<sub>t</sub></i>	-0.402 (-1.91) <sup>*</sup>
<i>LSALES<sub>t</sub></i>	0.176 (28.64) <sup>***</sup>	<i>SOD<sub>t</sub></i>	0.002 (0.93)	<i>LSALES<sub>t</sub></i>	0.063 (12.55) <sup>***</sup>	<i>SOD<sub>t</sub></i>	0.002 (0.87)
<i>ROASD<sub>t</sub></i>	-0.920 (-5.23) <sup>***</sup>	<i>IND<sub>t</sub></i>	0.017 (0.59)	<i>ROASD<sub>t</sub></i>	-0.029 (-0.36)	<i>IND<sub>t</sub></i>	0.013 (0.51)
<i>RETS<sub>t</sub></i>	-0.033 (-3.21) <sup>***</sup>	<i>SOCD<sub>t</sub></i>	-0.129 (-3.87) <sup>***</sup>	<i>RETS<sub>t</sub></i>	-0.004 (-0.97)	<i>SOCD<sub>t</sub></i>	-0.121 (-3.71) <sup>***</sup>
<i>D<sub>t</sub></i>	0.192 (16.62) <sup>***</sup>	<i>CONTROL<sub>t</sub></i>	-0.098 (-1.95) <sup>*</sup>	<i>D<sub>t</sub></i>	0.007 (1.29)	<i>CONTROL<sub>t</sub></i>	-0.099 (-1.95) <sup>*</sup>
<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.0001 (-0.02)	<i>SSHARE<sub>t</sub></i>	0.178 (1.68) <sup>*</sup>	<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.007 (-2.77) <sup>***</sup>	<i>SSHARE<sub>t</sub></i>	0.173 (1.62)
<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.159 (-13.63) <sup>***</sup>	<i>D<sub>t</sub></i>	0.007 (0.79)	<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.011 (-2.09) <sup>**</sup>	<i>D<sub>t</sub></i>	0.007 (0.79)
		<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.031 (-7.67) <sup>***</sup>	<i>LNPA<sub>t-1</sub></i>	0.857 (111.20) <sup>***</sup>	<i>YEAR<sub>t</sub></i>	-0.032 (-7.98) <sup>***</sup>
		<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.011 (-0.99)			<i>INDUSTRY<sub>t</sub></i>	-0.011 (-0.99)
						<i>TURN<sub>t-1</sub></i>	0.037 (2.71) <sup>***</sup>
AdjR <sup>2</sup> /Cox &	0.3378		0.0389		0.8548		0.0455
Snell R <sup>2</sup>							
F 值	184.90 <0.0001		14.51 <0.0001		199.70 <0.0001		14.76 <0.0001
Pr > F							

註：

1. 變數定義見表 2 及表 3。

2. 模型 1 括弧內的數值為 t value、模型 2 括弧內的數值為 Wald value，且 \*\*\* 表示達 1% 的顯著水準；\*\* 表示達 5% 的顯著水準；\* 表示達 10% 的顯著水準。

## 伍、結論、研究建議與限制

### 一、結論

本文採用台灣上市櫃公司民國 99 年至 102 年資料來測試控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度是否會影響以績效為基準的考核制度的誘因效果。本研究實證結果除了績效表現較好的樣本公司外，其餘實證結果皆支持勾結假說。換言之，當控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度越大時，總經理及副總經理的獎酬及替換都和績效間呈現顯著負相關。此項負關聯性不論是考量內生性還是區分控制股東是否兼任總經理，結果都成立。顯示控制股東與總經理及副總經理間會互相勾結，並進而削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果。除此之外，本研究並進一步發現，當公司的績效表現越差的情況下，控制股東與總經理及副總經理間的勾結強度會更強，此點結論和 Zhang et al. (2014)研究一致。

而本文對於學術文獻，有下列四項貢獻。首先，本文探討經理人這個角色對於代理理論中控制股東與小股東之關聯性的影響，而本研究發現台灣上市櫃公司的控制股東確實會和總經理及副總經理勾結來剝奪小股東的權益，此點和 Zhang et al. (2014)以中國大陸資料進行的實證結論相同。而本文第二項貢獻則在於補充有關於股份控制權與盈餘分配權偏離程度對於經濟後果影響之文獻；而本研究認為股份控制權與盈餘分配權偏離程度對於經濟後果的影響性是：「削弱以績效為基準的考核制度的誘因效果。」再者，本研究探討「獎酬契約」對於績效表現之關聯性為本研究的第三項研究貢獻，而本研究和 Zhang et al. (2014)相同，都提出「控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度」是一項會影響績效考核雜訊多寡的因素。而本研究的第四項研究貢獻係探討當控制股東與總經理是同一人或不是同一人時，控制股東是會選擇圖利自己的總經理身分而增加自我利益(Private Benefits)，還是選擇不和自己的總經理身分勾結，並藉由提升分享利益(Shared Benefits)而增加自身的最終價值；而實證結果顯示，控制股東追求自我利益(Private Benefits)的動機顯著大於極大化分享利益(Shared Benefits)的動機。

再者，本研究對於實務上的貢獻可作為小股東判斷公司的控制股東是否會和總經理勾結參考之用，當控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度越大時，小股東就應該認知到該公司的控制股東與總經理的勾結可能性會增加。除此之外，本文的實證結果也提供立法者制定公司治理相關法規時參考之用；因為一個好的公司治理機制所產生的效益不限於對公司內部股東的影響，亦能惠澤於外部關係人（賴蓉禾 2011），所以對於立法者而言，制定一個適宜的公司治理法規是件重要的事。簡言之，本文實證結果建議立法者在制定法規時，必須考量控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度可能為整個公司治

理機制所帶來的勾結誘因，並進而制定相關規範，例如：當控制股東的股份控制權與盈餘分配權的偏離程度超過某個百分比時，就不能由董事會來決定總經理及副總經理的獎酬與替換，而應將表決權向上移交至股東會。

彙總而言，本文實證結果可以補充台灣文獻的不足，並作為實務上小股東選擇投資標的及立法者制定公司治理相關規範時參考之用。

## 二、未來研究建議與研究限制

本研究提出兩項研究建議：(1) Zhang et al. (2014)以中國大陸的資料來探討控制股東與總經理間的勾結行為，而本研究則以台灣資料來進行該項議題的探討；本文建議未來學者可以再進一步探討亞洲其他國家的情況，並將結果進行多國比較。(2)本研究係探討控制股東是否會和總經理及副總經理進行勾結行為，然而實務上控制股東也有誘因跟其他人士勾結，例如：財務長、會計師、監察人、獨立董事等。因此，本文建議後續學者可以繼續研究控制股東與其他人士的勾結行為。

本文的研究限制有下列三項：(1)本文僅能透過年報上的揭露，獲取總經理及副總經理的獎酬金額，故若樣本公司實際給予的獎酬金額和年報上所揭露者不同，則本文亦無從判別。(2)本研究有採用資產報酬率的標準差(ROASD)及股票報酬率標準差(RETSD)這兩項變數，而每一樣本年度此兩項變數資料都必須往前追溯 4 年，若將樣本期間設定太長，則樣本公司會大幅減少；除此之外，103 年度的財務數字在本研究撰寫期間尚未公告，因此本研究僅能將樣本期間訂為民國 99 年至 102 年，此為本研究取樣上的時間限制。(3)以法律面來看，台灣法規並沒有清楚定義何謂經理人，而本研究係將經理人定義為總經理及副總經理，然而不同經理人定義可能會得到不同的實證結果，因此本研究實證結果僅適用於將經理人定義為總經理及副總經理的情況。

## 參考文獻

- 李佳玲、史雅男與蔡宜伶，2011，總經理薪酬與績效衡量及不確定性之配適度對公司營運績效的影響，*組織與管理*，第4卷（8月）：39-77。(Lee, C. L., Y. N. Shin., and Y. L. Tsai. 2011. The impact of the alignment between performance measures, uncertainty and CEO compensation on firm performance. *Organization and Management* 4 (August): 39-77.)
- 洪玉舜與王泰昌，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*，第46期（1月）：1-29。(Hung, Y. S., and T. C. Wang. 2008. An analysis of the relative importance of performance measures in top executive stock-based compensation contract. *International Journal of Accounting Studies* 46 (January): 1-29.)
- 陳麗如、彭金隆與王儷玲，2010，台灣保險業公司治理結構對風險決策行為的

- 影響，*管理評論*，第29卷（10月）：1-18。(Chen, L. R., J. L. Peng., and L. L. Wang. 2010. The impacts of corporate governance structures on risk taking by insurance companies in Taiwan. *Management Review* 29 (October): 1-18.) (DOI: 10.6656/MR.2010.29.4.CHI.1)
- 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠，2004，公司治理機制對於關係人交易的影響，*證券市場發展季刊*，第60期（2月）：69-106。(Yeh, Y. H., Y. H. Su., C. E. Ko., and T. K. Lee. 2003. The Effect of Corporate Governance on Related Party Transaction. *Review of Securities and Futures Markets* 60 (February): 69-106.)
- 湯麗芬，2010，家族企業特質與盈餘品質之關聯性，*當代會計*，第11卷（12月）：371-410。(Tang, L. F. 2010. Family-Controlled Firms Characteristics and Earnings Quality. *Journal of Contemporary Accounting* 11: 371-410.) (DOI: 10.6675/JCA.2010.11.S.04)
- 蔡信夫、鍾惠民與林詩韻，2003，控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究—以台灣上市公司為例，*當代會計*，第4卷（11月）：143-168。(Tsai, H. F., H. M. Chung., and S. Y. Lin. 2003. Ownership Structure and the Informativeness of Earnings: Evidence from Taiwan. *Journal of Contemporary Accounting* 4 (November): 143-168.) (DOI: 10.6675/JCA.2003.4.2.02)
- 蔡柳卿，2003，總經理薪酬、非財務績效指標與公司未來績效，*會計評論*，37期（7月）：85-116。(Tsai, L. C. 2003. CEO Compensation, Nonfinancial Performance Measures and Future Performance. *Journal of Accounting Review (International Journal of Accounting Studies)* 37 (July): 85-116.) (DOI: 10.6552/JOAR.2003.37.4)
- 劉若蘭、許永聲與劉力維，2014，在不同生命週期下董事會組成特性對公司經營績效之影響，*會計評論*，第58期（1月）：133-165。(Liu, J. L., Y. S. Hsu., and L. W. Liu. 2014. The Relationship between Characteristics of Board Directors and a Firm's Performance: A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting Review (International Journal of Accounting Studies)* 58 (January): 133-165.) (DOI: 10.6552/JOAR.2014.58.4)
- 賴蓉禾，2011，公司治理、夥伴選擇與策略聯盟績效-台灣與美國企業之比較，*組織與管理*，第4卷（8月）：1-38。(Lai, J. H. 2011. Corporate Governance, Partner Selection, and Alliance Performance: Comparison between U.S. and Taiwan. *Organization and Management* 4 (August): 1-38.)
- 戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015，內部董事超額薪酬和公司未來績效：隱性合約觀點之實證研究，*台大管理論叢*，第25卷（6月）：149-180。(Tai, Y. H.,

- C. Y. Tseng., and C. E. Ko. 2015. An Empirical Analysis of the Relation between Inside Director's Excess Compensation and Firm's Future Performance: Implicit Contract Perspective. *NTU Management Review* 25 (June): 149-180. (DOI: 10.6226/NTUMR.2015.Jan.R.11036)
- Aggarwal, R. K. and A. A. Samwick. 1999. Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence. *The Journal of Finance* 54 (December): 1999-2043. (DOI: 10.1111/0022-1082.00180)
- Allen, M. P. 1981. Managerial power and tenure in the large corporation. *Social Forces* 60 (December): 482-494. (DOI: 10.1093/sf/60.2.482)
- Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. Ravindran. 1999. Interrelations between components of executives' compensation and market and accounting based performance measures. Working paper, University of Texas. (DOI: 10.2139/ssrn.147206)
- Aslan, H. and P. Kumar. 2012. Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies* 25 (April): 2257-2299. (DOI: 10.1093/rfs/hhs062)
- Baber, W. R., S. Kang, and K. R. Kumar. 1999. The explanatory power of earnings levels vs. earnings changes in the context of executive compensation. *The Accounting Review* 74 (October): 459-472. (DOI: 10.2308/accr.1999.74.4.459)
- Bai, C. E. and L. Xu. 2005. Incentives for CEOs with multitasks: Evidence from Chinese state-owned enterprises. *Journal of Comparative Economics* 33 (September): 517-539. (DOI: 10.1016/j.jce.2005.03.013)
- Banker, R. D. and S. M. Datar. 1989. Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research*. 27 (Spring): 21-39. (DOI: 10.2307/2491205)
- Barclay, M. J. and C. G. Holderness. 1989. Private benefits from control of public corporate. *Journal of Financial Economics* 25 (December): 371-395. (DOI: 10.1016/0304-405X(89)90088-3)
- Berkman, H., R. A. Cole, and L. J. Fu. 2009. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance* 33 (January): 141-156. (DOI: 10.1016/j.jbankfin.2007.11.001)
- Blundell, R. and S. Bond. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87 (November): 115-143. (DOI: 10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Boeker W. 1992. Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top.



- Administrative Science Quarterly* 37 (November): 400-421. (DOI: 10.2307/2393450)
- Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald. 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12 (June): 403-423. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005)
- Brunello, G., C. Graziano, and B. M. Parigi. 2003. CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking and Finance* 27 (June): 1027-1051. (DOI: 10.1016/S0378-4266(02)00244-3)
- Buck, T., X. Liu, and R. Skovoroda 2008. Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies* 39 (July): 833-850. (DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8400386)
- Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi. 1997. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quarterly Journal of Economics* 112 (August): 693-728. (DOI: 10.1162/003355397555325)
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer. 2003. Family firms. *The Journal of Finance* 58 (September): 2167-2202. (DOI: 10.1111/1540-6261.00601)
- Bushman, R. M., R. J. Indjejikian, and A. Smith. 1996. CEO compensation: the role of individual performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics*. 21 (April): 161-193. (DOI: 10.1016/0165-4101(95)00416-5)
- Chang, E. C., and S. M. Wong. 2009. Governance with multiple objectives: Evidence from top executive turnover in China. *Journal of Corporate Finance* 15 (April): 230-244. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2008.10.003)
- Chang, S. J. 2003. Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea. *Academy of Management Journal* 46 (April): 238-253. (DOI: 10.2307/30040617)
- Chen, D., M. Jian, and M. Xu. 2009. Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China. *Pacific-Basin Finance Journal* 17 (April): 209-223. (DOI: 10.1016/j.pacfin.2008.05.002)
- Chen, G., M. Firth, D. N. Gao, and O. M. Rui. 2006. Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 12 (June): 424-448. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.09.002)
- Chen, S., B. Lin, R. Lu, and T. Zhang. 2015. Controlling shareholders' incentives and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from the split share structure reform in China. *Journal of International Financial Markets,*

*Institutions and Money* 34 (January): 147-160. (DOI: 10.1016/j.intfin.2014.10.003)

Cheng, P., J. L. Li, and W. H. Tong. 2008. What triggers top management turnovers in China? *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 4 (June): 50-87. (DOI: 10.1016/S1815-5669(10)70029-1)

Cheung, Y., L. Jing, T. Lu, P. R. Rau, and A. Stouraitis. 2009. Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal* 17 (June): 372-393. (DOI: 10.1016/j.pacfin.2008.10.001)

Chi, W., and Y. Wang. 2009. Ownership, performance and executive turnover in China. *Journal of Asian Economics* 20 (September): 465-478. (DOI: 10.1016/j.asieco.2009.04.009)

Claessens, S., S. Djankov, and L. Klapper. 1999. *Resolution of corporate distress: Evidence from East Asia's financial crisis*. Washington, D.C.: The World Bank. (DOI: 10.1596/1813-9450-2133)

Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asia corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (September) : 81-112. (DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57 (December): 2741-2772. (DOI: 10.1111/1540-6261.00511)

Conyon, M. J., and L. He. 2011. Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance* 17 (September): 1158-1175. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006)

Core, J. E. 2000. The directors' and officers' insurance premium: An outside assessment of the cost of weak corporate governance. *The Journal of Law, Economics and Organization* 16 (October): 449-477. (DOI: 10.1093/jleo/16.2.449)

Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (October): 371-406. (DOI: 10.2174/1874915100801010062)

Cullinan, C. P., F. Wang, P. Wang, and J. Zhang. 2012. Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 21 (February): 1-16. (DOI: 10.1016/j.intaccudtax.2012.01.001)

- Cyert, R., S. Kang, P. Kumar, and A. Shah. 1997. Corporate governance and the level of CEO compensation, Chicago Booth Research Paper No. 12-42, University of Chicago Booth School of Business, Chicago, U.S.A.
- Du, J., and Y. Dai. 2005. Ultimate corporate ownership structures and capital structures: Evidence from East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review* 13 (January) : 60-71. (DOI: 10.1111/j.1467-8683.2005.00403.x)
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36 (December): 197-226. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2003.08.001)
- Faccio, M., and L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial Economics* 65 (September): 365-395. (DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August) : 401-425. (DOI: 10.1016/S0165-4101(02)00047-2)
- Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics* 84 (May): 330-357. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.03.008)
- Finkelstein, S., and D. C. Hambrick. 1996. *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. 1<sup>st</sup> edition. New York: West Publishing. (DOI: 10.5465/AMR.1997.9708210727)
- Finkelstein, S., D. C. Hambrick, and A. A. Cannella. 2009. *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. 1<sup>st</sup> edition. Oxford: Oxford University Press.
- Firth, M., P. M. Fung, and O. M. Rui. 2006. Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance* 12 (December): 693-714. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.03.002)
- Goyal, V. K., and C. W. Park. 2002. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance* 8 (January): 49-66. (DOI: 10.1016/S0929-1199(01)00028-1)
- Groves, T., Y. Hong, J. McMillan, and B. Naughton. 1995. China's evolving

managerial labor market. *Journal of Political Economy* 103 (August): 873-892. (DOI: 10.1086/262006)

Hayes, R. M., and S. Schaefer. 2000. Implicit contracts and the explanatory power of top executive compensation for future performance. *The RAND Journal of Economics* 31 (Summer): 273-293. (DOI: 10.2307/2601041)

Holderness, C. G. 2003. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review* 9 (April): 51-64. (DOI: 10.2139/ssrn.281952)

Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*. 10 (Spring): 74-91. (DOI: 10.2307/3003320)

Hoskisson, R. E., R. A. Johnson, and D. D. Moesel. 1994. Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal* 37 (October): 1207-1251. (DOI: 10.2307/256671)

Ittner, C. D., and D. F. Larcker. 1998. Innovations in performance measurement: Trends and research implications. *Journal of Management Accounting Research* 10 (October): 205-238.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360. (DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jiang, G., C. Lee, and H. Yue. 2010. Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of Financial Economics* 98 (October): 1-20. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.05.002)

Jiang, L., J. Kim, and L. Pang. 2011. Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price. *Journal of Banking and Finance* 35 (November): 2856-2867. (DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.03.017)

Jin, L. 2002. CEO compensation, diversification, and incentives. *Journal of Financial Economics* 66 (October): 29-63. (DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00150-2)

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90 (May): 22-27. (DOI: 10.1257/aer.90.2.22)

Kaplan, R. S., and A. A. Atkinson. 1989. *Advanced management accounting*. 2<sup>nd</sup> edition. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall International.

Kato, T. K., and C. X. Long. 2006. Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and

- Shenzhen Stock Exchanges. *Economic Development and Cultural Change* 54 (July): 945-983. (DOI: 10.1086/503583)
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (April): 471-517. (DOI: 10.1111/0022-1082.00115)
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (December): 1113-1155. (DOI: 10.1086/250042)
- Lambert, R. A., and D. F. Larcker. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25 (supplement): 85-125. (DOI: 10.2307/2491081)
- Lee, T. S., and Y. H. Yeh. 2004. Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*. 12 (June): 378-388. (DOI: 10.1111/j.1467-8683.2004.00379.x)
- Lemmon, M. L., and K. V. Lins. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance* 58 (July): 1445-1468. (DOI: 10.1111/1540-6261.00573)
- Li, D., F. Moshirian, P. Nguyen, and L. Tan. 2007. Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China? *Research in International Business and Finance* 21 (January): 32-49. (DOI: 10.1016/j.ribaf.2005.12.003)
- Liu, Q., and Z. Lu. 2007. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance* 13 (December): 881-906. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2007.07.003)
- Liu, Q., and G. Tian. 2012. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese nontradable share reform. *Journal of Corporate Finance* 18 (September): 782-803. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2012.06.002)
- Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta, and Y. Xuan. 2013. Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. *Journal of Financial Economics* 109 (August): 517-534. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.03.006)
- Lin, C., Y. Ma, and Y. Xuan. 2011. Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation. *Journal of Financial Economics* 102 (November): 416-431. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.06.001)

- Marchica, M. T., and R. Mura. 2005. Direct and ultimate ownership structures in the UK: An intertemporal perspective over the last decade. *Corporate Governance: An International Review* 13 (January): 26-45. (DOI: 10.1111/j.1467-8683.2005.00401.x)
- Miller, J. S., R. M. Wiseman, and L. R. Gomez-Mejia. 2002. The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal*. 45 (August): 745-756. (DOI: 10.2307/3069308)
- Mirrlees, J. 1976. The optimal structure of incentives and authority within an organization. *Bell Journal of Economics* 7 (Spring): 105-131. (DOI: 10.2307/3003192)
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 11-42. (DOI: 10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Ocasio, W. 1994. Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly* 39 (June): 285-312. (DOI: 10.2307/2393237)
- Peng, W. Q., K. Wei, and Z. Yang. 2011. Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance* 17 (April): 306-325. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2010.08.002)
- Prendergast, C. 2000. What trade-off of risk and incentives? *American Economic Review* 90 (May): 421-425. (DOI: 10.1257/aer.90.2.421)
- Roodman, D. 2009. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal* 9: 86-136. (DOI: 10.2139/ssrn.982943)
- Rosen, S. 1982. Authority, control, and the distribution of earnings. *The Bell Journal of Economics* 13 (Autumn): 311-323. (DOI: 10.2307/3003456)
- Salancik, G., and J. Pfeffer. 1980. Effects of ownership and performance on executive succession in U.S. corporations. *Academy of Management Journal* 23 (December): 653-664. (DOI: 10.2307/255554)
- Shen, W., R. J. Gentry, and H. L. Tosi Jr. 2010. The impact of pay on CEO turnover: A test of two perspectives. *Journal of Business Research* 63 (July): 729-734. (DOI: 10.1016/j.jbusres.2009.05.008)
- Shleifer, A., and R.W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy* 94 (June): 461-488. (DOI: 10.1086/261385)
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The*

- Journal of Finance* 52 (June): 737-783. (DOI: 10.2307/2329497)
- Sloan, R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16 (January-July): 55-100. (DOI: 10.1016/0165-4101(93)90005-Z)
- Smith Jr, C.W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (December): 263-292. (DOI: 10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Volpin, P. F. 2002. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics* 64 (April): 61-90.
- Wang, K., and X. Xiao. 2011. Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 30 (January-February): 89-100. (DOI: 10.1016/j.jaccpubpol.2010.09.014)
- Wei, K. C., and Y. Zhang. 2008. Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis. *Journal of Corporate Finance* 14 (April): 118-132. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2008.02.002)
- Westphal, J. D., and E. J. Zajac. 1995. Who shall govern? CEO/Board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly* 40 (March): 60-83. (DOI: 10.2307/2393700)
- Zhang, M., S. Gao, X. Guan, and F. Jiang. 2014. Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review* 22 (November) : 440-459. (DOI: 10.1111/corg.12081)

# Does the Separation of Ownership and Control Affect the Incentive Intensity of Executive Performance-based Compensation?

## 1. INTRODUCTION

The control rights of controlling shareholders are generally larger than the share rights of controlling shareholders (La Porta et al. 1999; Claessens et al., 2000; Faccio, and Lang, 2002). These excess control rights induce controlling shareholders to engage in tunneling, such as the illegal transfer of assets (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000; Claessens et al., 2002; Fan and Wang, 2002; Conyon and He, 2012). However, controlling shareholders cannot undertake tunneling without the support of managers. Unlike controlling shareholders, managers suffer more risks and costs, but gain few benefits from tunneling; therefore a critical issue arises: Are managers willing to conduct tunneling with controlling shareholders after weighing their risks and benefits or do they choose to reject it? That is the research purpose of this study.

Past studies often discuss the pay-performance/turnover-performance sensitivity based on agency theory (Jensen and Meckling, 1976; Mirrlees, 1976; Holmstrom, 1979). Agency theory argues that the compensation of managers or the turnover of managers should be associated with their performance; however, not all findings of prior literature are consistent with this theory. Moderating variables may in fact play a role. As a result, this study expects to investigate whether the moderating variable, the separation of control and share rights of controlling shareholders, influences the relation between the pay/turnover of the CEO and vice general manager and their performances. In other words, if managers collude with controlling shareholders, then there is a negative relation between pay/turnover and performance. Moreover, if the separation of control and share rights of controlling shareholder is greater, then the incentive of performance-based evaluation will decrease. The findings of this research are consistent with the collusion hypothesis.

## 2. RESEARCH DESIGN

The sample consists of 5,047 firm-year observations from firms listed on the Taiwan Stock Exchange and OTC stock exchange with available data during the period from 2010 to 2013. Data for performance measures and compensation are obtained from the Taiwan Economic Journal (TEJ) database. This study proposes two hypotheses as follows: H1: There is a negative relation between the separation of control and share rights of controlling shareholders and pay-performance sensitivity; H2: There is a negative relation



between the separation of control and share rights of controlling shareholders and turnover-performance sensitivity. Model 1 is used to test H1. If  $\beta_3$  in Model 1 is significantly negative, then H1 will be supported. Moreover, H2 can be supported if the interaction item ( $SEP \times ROA_{t-1}$ ) in Model 2 is significantly positive. Model 1 and Model 2 are stated as follows.

$$\begin{aligned} LNPAI_t = & \beta_0 + \beta_1 SEP_t + \beta_2 ROA_t + \beta_3 SEP_t \times ROA_t + \beta_4 RET_t + \beta_5 MB_t \\ & + \beta_6 ROA_{t-1} + \beta_7 RET_{t-1} + \beta_8 MB_{t-1} + \beta_9 LSALES_t + \beta_{10} ROASD_t \\ & + \beta_{11} RETSD_t + \beta_{12} D_t + \beta_{13} YEAR_t + \beta_{14} INDUSTRY_t + \varepsilon_t. \end{aligned} \quad (1)$$

Where

- LNPAI* = Manager compensation measured as the natural logarithm of total compensation for CEO and vice general manager ;
- SEP* = The separation of control and share rights of controlling shareholders, which is defined as control rights/share rights ;
- ROA* = Return on assets, which is defined as net income before tax, interest, and depreciation divided by total assets ;
- RET* = Return on stock, which is defined as the multiplication of daily rate of return ;
- MB* = Market value of equity/book value of equity ;
- LSALES* = The natural logarithm of net sales revenue ;
- ROASD* = The standard deviation of ROA, calculated using the standard deviation of ROA from the past 3 years ;
- RETSD* = The standard deviation of RET, in which the standard deviation of ROA is calculated using the standard deviation of RET from the past 3 years ;
- D* = A dummy variable equal to 1 if the company is a TSE firm, and 0 otherwise ;
- YEAR* = A dummy variable that is coded as 1 for firm i in year t, and 0 otherwise ;
- INDUSTRY* = A dummy variable equal to 1 if the company belongs to the electronics industry, and 0 otherwise ;

$$\begin{aligned} TURNOVER_t = & \beta_0 + \beta_1 SEP_t + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 SEP_t \times ROA_{t-1} + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t \\ & + \beta_6 TOBINQ_t + \beta_7 DUAL_t + \beta_8 MSHARE_t + \beta_9 SOD_t + \beta_{10} IND_t \\ & + \beta_{11} SOCD_t + \beta_{12} CONTROL_t + \beta_{13} SSHARE_t + \beta_{14} D_t + \beta_{15} YEAR_t \\ & + \beta_{16} INDUSTRY_t + \varepsilon_t. \end{aligned} \quad (2)$$

Where

- TURNOVER* = Executive turnover, which equals 1 if CEO or vice general manager turnover takes place, and 0 otherwise ;
- SIZE* = The natural logarithm of total assets ;
- LEV* = Total liabilities/total assets ;
- TOBINQ* = Tobin's *Q*, defined as (market value of equity + book value of total liabilities)/book value of total assets ;
- DUAL* = A dummy variable equal to 1 if CEO duality exists, and 0 otherwise ;
- MSHARE* = The percentage shareholding of the general manager ;
- SOD* = The total number of directors on the board ;
- IND* = The ratio of independent directors on the board ;
- SOCD* = The ratio of board seats occupied by controlling shareholders ;
- CONTROL* = The percentage shareholding of controlling shareholders ;
- SSHARE* = The percentage shareholding of the second-largest shareholders ;

The definition of other variables are in Model 1.

### 3. FINDINGS

This study offers evidence consistent with the collusion hypothesis, which means that: if the separation of control and share rights of the controlling shareholder is greater, then the incentive of performance-based evaluation will decrease. In other words, there is a negative relation between CEO and vice general manager pay/turnover and performance. Furthermore, by employing techniques for endogeneity or considering the controlling shareholder who serves as general manager, the regression results are consistent with the collusion hypothesis. To summarize, the controlling shareholder with excess control rights generally will collude with the CEO or vice general manager and thus weaken the incentive for performance-based evaluation. The negative relation between the separation of control and share rights and the incentive of performance-based evaluation is also more pronounced in less profitable firms.

### 4. CONTRIBUTION

This paper makes several contributions. First, I incorporate the impact of managers, including the CEO and vice general manager, into the agency framework between controlling and minority shareholders. In other words, based on my findings, controlling shareholders generally collude with managers; therefore, managers truly play a role in the agency framework. Second, the results of this paper also contribute to the literature about the separation of control and share rights of controlling shareholders, because the findings illustrate that there is a negative relation between the separation of control and share rights and the incentive of performance-based evaluation; in other words, the controlling shareholder with excess control rights will collude with the CEO or vice general manager

and thus weaken the incentive of performance-based evaluation. Third, the evidence of this research shows that the separation of control and share rights of controlling shareholders will induce noise into the compensation contract, hence corroborating the compensation contract literature. Finally, no matter whether the controlling shareholder serves as CEO or not, the results are all consistent with the collusion hypothesis, meaning the controlling shareholder with excess control rights will collude with the CEO and vice general manager. In other words, the motivation for pursuing private benefits is larger than that for pursuing shared benefits for controlling shareholders.