

國立政治大學 社會科學學院

行政管理碩士學程第十九屆碩士論文

指導教授 黃柏鈞 博士

併購壽險業對金融業董監事薪酬的影響

*The Impact of M&A Life Insurance Industry on the Compensation of
Financial Industry Directors and Supervisors*

研究生：謝佩修 撰

中華民國一〇八年六月

摘要

「金融控股公司法」施行後，金融企業商品變成有許多面向，銀行銷售保單的保費佔比也逐漸取代傳統保險業務通路，許多研究實證指出金融控股公司若併購壽險子公司會對於公司經營績效有正面效果，然而併購與否關鍵來自於董監事的決策，而併購後的效益能否直接對於董監事帶來實質效應，進而促成金融控股公司的併購策略將會是本研究的主要要探討的方向。

研究樣本以 2010 年到 2017 年金融控股公司，使用歷年的財報數字，並用多元迴歸分析，實證結果得知:影響董監事酬勞與是否併購壽險公司、每股盈餘、長期投資比例、員工流動率、董監事擁有股份多寡與獨立董事佔董事席次都有顯著相關。

關鍵詞：董監事酬勞、併購壽險公司、金控體系

目錄

摘要	I
目錄	II
表目錄	IV
圖目錄	V
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究目的與動機	3
第三節 研究架構與方法	4
第二章 文獻回顧	5
第一節 董監事薪酬的定義	6
第二節 企業併購相關定義	11
第三節 公司經營績效與董監事酬勞之相關因素	18
第三章 併購壽險業對金融業經營績效的現況分析	28
第四章 實證模型設定	35
第一節 變數說明及預期影響方向	35
第二節 實證模型的建立	39
第五章 實證結果與分析	40
第一節 各解釋變數與相關係數分析	40
第二節 實證研究結果分析	41

第六章 結論與建議.....46

參考文獻.....48



表目錄

表 2-1 併購保險公司相關文獻彙總表.....	17
表 2-2 公司績效與董監事報酬相關文獻彙總表.....	19
表 2-3 資產管理相關文獻彙總表.....	22
表 2-4 公司管理因素的相關文獻彙總表.....	26
表 3-1 各變數之敘述統計量.....	29
表 4-1 實證模型相關變數說明表.....	38
表 5-1 各解釋變數間相關係數分析表.....	41
表 5-2 併購壽險公司金融業董監事酬勞之決定因素.....	43

圖目錄

圖 2-1 我國金融控股公司組織圖.....	15
圖 2-2 公司經營績效與董監事酬勞相關圖示.....	20
圖 3-1 併購壽險公司與否與董監事平均酬勞關係圖.....	31
圖 3-2 資本適足率與董監事平均酬勞關係圖.....	32
圖 3-3 長期投資佔總資產比例與董監事平均酬勞關係圖.....	32
圖 3-4 負債資產比與董監事平均酬勞關係圖.....	33
圖 3-5 員工流動率與董監事平均酬勞關係圖.....	34
圖 3-6 董監事持股比例與董監事平均酬勞關係圖.....	34
圖 3-7 獨立董事比例與董監事平均酬勞關係圖.....	35

第一章 緒論

第一節 研究背景

疲弱的經濟成長動能和已壅擠的市場，致使台灣金融業處於經營困難環境。為緩解經營困頓，金管會主導兩次金融整併，也積極鼓勵銀行打亞洲盃，期盼透過銀行合併，突破機構數過多、規模太小及國際化不足的窘境，為金融業注入強心針。而台灣剛開放銀行設立時數量較多，以致容易產生不良債權等問題，為拓展市場、加速轉型及強化競爭力，金融業整併與參股海外金融機構已經是世界趨勢，台灣金融業者因應政府新南向政策開拓東南亞市場，面對瞬息萬變的經濟環境，併購策略風險的評估動輒牽引交易成敗，不可不慎。

近年來政府為協助台灣金融業順利進軍亞洲盃，除鼓勵金融機構透過整併及成立子行模式布局國外，為面對各國法令規定不一，因地制宜的營運模式外最近更配合新南向政策而放寬銀行海外授信總額。因為購併是再造與再生的策略，這是併購過程中最難懂、也最具有重要性的一環，建議金融業應及早投入資源在跨足海外併購前，針對財務稅務盡職調查、併購策略、交易執行價值評估等進行縝密判斷，也建立完善的法遵機制來定期檢視各項業務是否符合法令規定，將企業各流程當中落實法遵的查核與監督，才能於版圖拓展時沒有違法問題。

由行政院所主導的兩次金融改革，依循「除弊」與「興利」等階段性重點目標，建立起「金融六法」等法源依據，有效解決過去金融業逾放比過高的問題，並逐步提升金融業者資本適足率。

為成為永續的發展企業規劃，金融業全球擴展腳步仍需努力前進。但是整併並非解決問題的最好方法。併購存在著不同角度的困難，在反全球化等聲浪下，金融業若要成功進行策略佈局有下列關鍵：

第一，可於中國大陸地區或於東南亞各國複製台灣的成功經驗，例如於大陸申請成立分行，甚至到印尼、越南、泰國各國以成立分行、參股、辦事處及合作備忘錄簽訂等方式進行。第二，需調整產品結構、創意加值服務來優化本業服務，提供數位化與追求穩定投資收益。第三，需鬆綁政法規及政策，例如開放投資項目或提高投資限額與資本適足率門檻的降低；藉由支持「金融控股公司」跨足海外成為區域性指標金融機構來鼓勵良性整併。

但是，為協助金融機構實現跨越式增長、低成本擴張、並完善風險管理機制，快速拓展不同產品及品牌，所以還必須明確擬定合作專案且整體評估和他方企業合作的好處與缺點，也需擬定完整方案，才能為企業帶來加乘的加分效益。

從企併法、金併法、金控法來觀察台灣的金融整併規定，已努力改變並強化，已具有相當的進步。台灣正邁向併購法制的進步從此三項法規的演進可具體看出。為使金融併購環境更臻完善，台灣仍需依照各國情形釐清制定具備合理性、公平性及可預期性的相關政策來全面審慎的評估企業組織制度。

第二節 研究目的與動機

107年9月11日金管會公布由金控、銀行發動的「金金併」法規修正案，訂出合意與敵意併購的遊戲規則，到現在為止通過4項可惡意併購條件的「富邦金」、「中信金」、「國泰金」、「玉山金」、「台新金」等5家「金融控股公司」及「北富銀」、「中國信託商銀」、「國泰世華銀行」、「玉山銀行」、「台新銀」、「上海商銀」六家銀行被視為第一波「買家」名單。目前市場上被併購的好標的屈指可數，近年來擁有壽險子公司的民營金控資產規模一路扶搖直上，截至今年6月底合併總資產，國泰金資產衝破9.2兆，穩居第一大金控寶座，其次是富邦金控7.1兆；中信金以5.5兆居第三大金控。看起來金融業透過併購壽險業來壯大其規模是最迅速的。

金管會推動金融整併，若是能成功併購，就能創造出「大者恆大」的效果，但問題是公司是否要併購，併購的標的為何？其實都需要透過董事會來決議。所以董事會掌握併購與否的關鍵，董監事們掌握併購時間、併購標的與併購支付方式的主要決定權。所以既然決策者在董事，併購完成之後對董事是否有實質利益，是否真能讓公司績效提升？提升績效後對董監事酬勞是否增加好讓讓主事者有誘因去併購？若併購後公司績效有提升但對董監事酬勞沒有顯著正相關，那董監事當然對於併購意願就不會高，這可以解釋為何現在金融併購動力不足，若研究實證後為正相關更可提供董監事誘因來鼓勵金融併購。

第三節 研究架構與方法

本研究分六章節論述，第一章緒論，說明研究的背景與動機、目的以及架構；第二章文獻回顧，說明董監事薪酬的定義與相關理論、併購定義與相關策略動機，並彙整董、監事與公司經營表現相關著作分析及研究；第三章為金融業董監事酬勞的現況分析，從「是否併購保險公司」、「資產管理能力」及「公司管理」三構面，分析各因素董監事酬勞的影響；第四章實證模型的設定，定義研究變數，歸納各影響因素和公司獲利之預期關係；第五章實證結果分析；第六章結論與建議，依實證結果作結論，並提出建議供後面研究方向參考。



第二章 文獻回顧

企業為達到創造股東之獲利最終目標，故會訂定目標來將企業利潤極大化，為達成此一目的進而只能透過不斷透過擴大的方式來成長。而公司的成長可以是利用公司的內部盈餘，直接投資、研發商品、增加銷售據點或擴大廠房生產、來使內部成長，達到透過經濟規模來降低成本。也可能是企業用資金方法購買或議定以同業、異業同盟的方式，或者為達到增加佔有率、增加營業分店或異業結合而運用企業外部購併或策略聯盟。而早在十九世紀末的美國企業購併就已經成為潮流。在世界化競爭環境下，到了二十世紀隨著資金在國際間迅速流動，因為全球化、金融自由化，為擁有快速進入市場的優勢必須加快技術的獲取、營銷單位迅速增長，快速取得原料通路、人力資源、設備，因此使得全球的公司使用購買其他企業來達成外部成長，這也形成一股熱潮。在追求外部成長的流行下，雖然合併使公司擴大規模，但依據研究來看追求外部成長並不會一定具有較好的表現。

當企業規模發展到某一種程度，若以內部成長例如創新投資和資本投資或研發新產品等方式已達瓶頸，無法達到快速成長目的時，使用併購、權益性策略聯盟如合資，或非權益性策略聯盟等外部成長方式就成為組織達到擴張的重要方式。

為了突破現有無法成長的困境，並且必須有所因應。當今企業大部分無法避免併購其他公司、被收購、或是看到同業相互合併而帶來的新競局，併購就成了經營策略上或商業發展的考量之一。而且，併購也常不失為一個策略解方在面對各種經營上的挑戰時可被運用，甚至成為擴張的動力。就大方向來說，為避免產能增加的競爭壓力，併購的優點在於能節省時間、以很快的速度越過產業進入障礙。但是根據一些專業機構的研究，已失敗併購的企

業遠高於成功的案例，因此強化併購後的整合，包含確切的新營運方案與注重人力資源的考量與整理、整合創造公司文化、領導團隊有長遠見地並互相信任、留置適合人員等等。還有須評估合併前的審查工作，包含「會計查核 (Accounting due diligence)」及「法律查核 (Legal due diligence)」還有執行完整的「業務查核 (Business due diligence)」，如可以具備上面合併的要素，就可以大幅增加成功合併的機率。

第一節首先探討文獻中對董、監事薪酬的定義與相關理論，第二節說明企業併購的相關文獻，第四節探討影響董監事薪酬的相關文獻探討，最後結合實證敘述與相關理論與以作為本研究之參考。

第一節 董監事薪酬的定義

現代大型公司由於投資者非常多、股份不夠集中，所以必須委託具有管理專才的經理人或董事為所有股東來管理公司，就發生所謂「經營與所有分離(separation of ownership and control)」的狀況。但是，因為沒有辦法讓每個持有股票的投資者親身參加企業的日常管理業務，就因此產生所謂的「代理關係(agency relationship)」。而董事的薪酬，就是為了這種代理關係所給的報酬。

關於董事的報酬及酬勞，在中文的意義上，有所謂的報酬、酬勞、薪資、薪水、獎金、紅利等不一而足。同時，在引用外文文獻時，對於所謂的「compensation/ remuneration」、「bonus」、「salary」、「wages」等字義，又有不同的解釋或者互相代用的情形，以致於造成對於上述這些名詞有混淆的情況。

英美法系對於報酬的定義，其上位的概念為「compensation」一詞，亦即董事、外部董事或獨立董事因任職於董事會或其他功能性委員會，而支付與

董事之金錢利益或非金錢利益，同時為了表現其包含內容的多樣化與複雜性，通常用「compensation package」來表示。也許各個學者或實務上對於「compensation package」的內容及實際項目分類上有所小差異，但不影響對於「compensation package」的概念。其分類，大致尚可分為四類：

一、固定或基本的薪資 (a fixed or base salary)

此部分的定義為，由公司董事會中的「報酬委員會 (compensation committee)」所議定給付與主要經理人 (senior managers) 或者「高階經理人 (top executive)」的基本薪資。此部分為報酬最主要的部分，同時也是最大部分。

二、各種費用 (fee)

這裡所謂各種費用，包括董事出席董事會或各種委員會所給與的費用、出任董事會或各種委員會主席所另外給付的費用。此外，尚有其他因各種任務完成而給與之費用。性質上與下述我國實務上與學說上所謂之「車馬費」相同。

三、短期或年度獎金給付 (a short-term or annual bonus payment)

此部分的報酬，係與公司過去年度的業績表現產生聯繫，該報酬多寡必須視公司過去業績表現來決定。其標準大致上有「績效評估 (performance measure)」、個人及團體標準或目標的達成，及達到經營目標給付系統等。

績效評估包括了一項或多項的「財務報告 (financial statement)」。基本上，一些會計計算收入的方式會被採用，例如「稅前及利息前淨利 (earnings before interest and taxes, EBIT)」、「稅前淨收入 (net income before taxes)」、「稅後淨收入 (net income after taxes)」或是「每股盈餘 (earnings per share, EPS)」等衡量標準。

上述這些衡量標準，由公司董事會或報酬委員會所制訂不同之獎金計畫而採用不同的標準，譬如有所謂的「績效單位 (performance units)」及「績效分紅 (performance shares)」，對採用不同的標準，同時，其評估及衡量目標達成的期間，亦有所不同，分別為一到二年不等。此部分的評估工作，係交由公司的報酬委員會來評估與制訂獎金計畫 (bonus plan)。以這樣的比例給與報酬擴大了公司的規模，同時更增加了管理階層與公司的利害關係。

四、長期獎金或績效報酬(a long-term bonus or performance payment)

此部分報酬係結合部分管理階層報酬與公司長期的業績表現來做量。其衡量的標準，可能是與短期獎金計畫相同，以會計上的各種衡量方式，或者是公司股價的表現。若是以會計方式來做衡量，其衡量期間當必較前述短期獎金計畫為長。

我國董事報酬及酬勞的定義與分類依經濟部之函示見解，其將董事「報酬」定義為『按公司與董事、監察人之關係依公司法第一九二條、第二一六條規定，係屬民法上之委任關係。復按公司法第一九六條、第二二七規定，董事、監察人之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定。是以，所謂董事、監察人之報酬，應係指董事、監察人為公司服務應得之酬金而言。自此之後，實務上對於董事報酬之定義，便無不同之見解』。

依經濟部之函示對於董事「酬勞」之性質認為係「董事酬勞屬紅利性質，股息及紅利之分派基準日除分派股息、股東紅利及員工紅利外，亦包括董事酬勞之分派。另董事酬勞應以董事監察人為分配對象，而其受配比例或金額，則屬公司內部自治事項。」亦即經濟部商業司對於董事酬勞之性質，係將其歸類為盈餘分派之項目。至於董事酬勞之定義，經濟部商業司並未有所著墨，

僅於其所發佈之函示中表示「至於董事酬勞則為盈餘分配項目，尚非公司法第 196 條規定之範圍。」若依此見解，可以有兩種解釋方式：第一、董事酬勞為董事報酬之一種，僅其適用之規範及董事之請求權依據，非公司法第 196 條之規定。第二、董事酬勞非屬董事報酬，其為董事報酬之外，公司給與董事之另外一種金錢利益。

若依經濟部商業司函示之文義解釋，應係採第二種解釋。然而，若係採第二種解釋，則無法說明董事酬勞之定義為何，亦無法解釋董事向公司請求董事酬勞之依據為何。○公司何以將屬於股東利益之盈餘分配與董事○相反的，若係採第一種解釋，亦即將董事酬勞認係董事報酬之一種，則其即屬於董事服務於公司所生之酬金。惟若係如此認定董事酬勞，則經濟部商業司並未說明董事酬勞之請求權依據為何。

董監師的功能是審視並指導公司相關重大計畫的執行、風險政策的評估、檢視年度預算計畫與重大商業專案執行效果與相關策略，並監督公司營運績效與重大資資流動，確保公司依據當地法令合法經營並應將與所有股東的利益列為優先並公平對待每位股東的投資權益。

本研究參考「台灣經濟新報資料庫 (TEJ)」中對將董監師報酬定義為「一種外部報酬中的直接薪酬」。董監師酬勞的分類，比較常見呈現三種方式：(一)最近年度之董監師報酬也屬董監師為企業管理所應該獲取的報酬，通常包括職務加給、董監師薪資、退休金、離職金及其他名義的獎勵等，和無關乎公司盈餘分配，這些在「營利事業所得稅查核準則」規範得列舉為「薪資所得」的部分等，上述可說是董監師固定的報酬。(二)「業務執行費用」：是指「最近年度董監師相關業務執行費用，包括車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等，於營利事業所得稅申報時，可實報實銷列為費用，所以無須經公司章程明定或股東會開會議定。」

(三) 公司所得盈餘分配之酬勞：這方面歸類為「盈餘分配」項目，「其數為提撥某一成數之稅後盈餘，提撥成數應由公司章程明訂，或由股東會開會議定。」這大多是企業最近年度獲利分配以提議在投資者開會前經「董事會」通過預計發放之董監事獎金數字，目前依稅法規範不能列為「費用」或「損失」。

由於董監事酬勞是依照股東會通過的組織章程，依盈餘比例分配來鼓勵董監事依同努力來提升公司的經營績效，為所有股東帶來更高的投資報酬，也代表投資者對負責公司經營成敗的董監事的年度辛苦的感謝。所以董監事酬勞的高低，大部分代表對董監事對經營肯定與否定。當然若公司當年度經營績效好，就應該對董監事提供較高的酬勞，反之若公司經營績效不佳甚至虧損時，就應該減發或停發董監事酬勞。

近年來國內報紙媒體，報導大股東兼董事長，坐領公司高額酬勞，績效卻不見得提升，例如：商業周刊曾以董事長自肥為主題，引起非常廣泛的討論與批評。為使董監事與股東間利益趨於一致，所以董監事酬勞的規劃為投資者使用好的酬謝制度與利益約定來達成。但是因為我國「股東會」在核決董監事獎金數字後，對於可以怎麼發放的部分，「公司法」沒有規範，再加上酬勞為股東會或依據公司章程決定，形成在實際運作上是為「董事會」核決獎金數字之狀況，會讓有能力主導的董監事據其權力可自肥。(張椿柏，2012)

第二節 企業併購相關定義

企業的併購常涉及龐大的交易數量與金額，而影響公司併購因素也相當複雜併購因常涉及龐大的交易數量與金額，影響併購因素也相當複雜，不僅在實務上高度影響公司的投資策略與價值，在學術上亦吸引許多學者投入研究，並發展一系列理論與假說探討併購的相關因素。

併購若為公司經由收購、出讓股權或和其他公司之融合，使公司能很快擴張之方法，以字義來看可分為「合併與收購(Mergers and acquisitions, M&A)」。

就實務而言，公司與策略結盟的機構與企業互相的購買也包含多方種類的公司合併、轉移資產、獲取股權。所以，公司併購的表現與實質狀況，通常會因為被使用的當時狀況與環境會有差異。就我國之『企業併購法第四條第一項第二款對併購有如下之定義:所謂併購係指公司之合併、收購及分割之行為。』而根據『企業併購法第四條第一項第四款之規定，其將企業收購之立法定義為:公司因企業併購法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得它公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。』

吳芳銘(2006)認為只要關於公司經營移轉和合作就可稱之廣義之併購;而若只獲得股權，讓渡經營和規範上的企業合併為手段的公司管理轉換與合作行為稱之屬狹義的併購。常見的併購有下列兩種:

一、 收購(Acquisitions):

主要指買家向出售家的公司購入股份、財產或銷售單位，但並不一定要買入出售端所持有的全額財產及股票。而收購依購買標的之不同可以分成股份收買與財產收購兩種:

(一) 「股權收購(Stock Acquisitions, Purchase of Stock)」

即指購買對象企業的整體或一些之股票，而把它合併到轉投資企業。然被購買企業還可以獨立法人持續營業，購買者變成被購買企業之投資者。吳青松(2002)通常這種形式，是取得 30%的股權後「股權收購」即成立。

(二) 資產收購(Asset Acquisitions Purchase of Assets)

即指收購目標公司之財產，比較像是一般財產之購買與售出。所以部分財產購買對象不須負責目標公司的負債，但是購買股份就得接受被購買企業的全部權利與責任。

二、「合併(Mergers)」，又稱「法令合併(Statutory Mergers)」：即指二個或多於二個的公司在符合法規要件下，依照法定程序結合而成一個法律實體。以購買股份方式或財產得方式獲取標的的經營管理權利。吳芳銘(2006)認為合併又可分成「吸收合併」及「創立合併」兩種：

(一) 「吸收合併(Statutory Merger)」：又可稱為「存續合併」或「直接合併」，即指或二個以上之公司融合，以其中一家繼續營業，剩下皆結束，繼續的公司全部接受被消滅公司之全部財產與欠債。

(二) 「創新合併(Statutory Consolidation)」：又可稱為「創設合併」、「設立合併」或「新設合併」，意指二個或以上之企業融合，所有公司皆結束營業，而重新開一家新的企業以來接受所有正負資產以及相關的權利和義務。

若以金融業的併購類型，Miguel (2002) 更進一步指出以歐洲銀行與保險業的合作模式為例，主要合作類型分為以下五種：

一、純粹通路協定 (Pure Distributor Model) :

指銀行同時與多家壽險公司合作，本身僅扮演提供顧客指保險公司間之媒介角色。此種模式對銀行而言，最大優點是銀行僅需要請保險公司提供新商品，不用另外花費成本商品研發，可專心銷售業務上，對資本小、資源少而不能從事購併擴張業務的小銀行最為有利。Miguel(2002)研究指出保險公司而言稍有弊端，原因是可能造成壽險公司對通路的掌握度不足，或提供之商品若非針對銀行客戶所設計，將太過於複雜導致合作結果不如預期。

二、策略聯盟 (Strategic Alliance Model) :

指銀行銷售自身的銀行商品以及一家保險公司的保險商品。銀行於某一時期挑選品牌形象優良或佣獎勵條件較優的保險公司策略聯盟，除聚焦單一品牌產品、減少投資風險，具有潛在綜效；保險公司也可以藉此取得銀行客戶而不用透過購併或其他投資方式。

此種模式最大的缺點是壽險公司與銀行仍處於低度整合階段，受限於單一品牌商品，可能不願意銷售壽險商品。兩家策略聯盟之壽險公司與銀行間的興趣或目標若不一致，將導致顧客認知混淆，產生負面之印象將有可能雙方連帶受到影響。

三、合資 (Joint Venture Model) :

指銀行投資保險公司，並透過銀行網絡銷售自身商品以及壽險商品。互相擁有彼此的客戶與商品，透過客戶資料互相分享，追求交叉銷售的效果，保險公司也可以針對銀行通路設計符合販售的簡單商品。不過部分保險業者認為此種模式將使其失去通路上的選擇權，使保險公司經營風險提高。

四、垂直整合 (Vertically Integrated Model) :

主要分為兩種模式，一為銀行銷售販售自身品牌之銀行保險商品，二為銀行銷售自身品牌的銀行商品外，亦同時銷售其他保險公司品牌的壽險商品。在我國第一種模式類似台北富邦銀行與國泰世華銀行，只銷售自家富邦人壽與國泰人壽保險商品；第二種就類似中國信託銀行除了自家台灣人壽商品外也銷售其他家的保險商品。除了這兩種類型外，有些保險公司會配合銀行需求的客製化套裝式商品，與銀行通路協調銷售數量與獨賣壟斷的時間，走向客製化的商品行銷路線。

五、全面整合 (Integrated Model) :

以金融集團的服務模式，提供一系列的整合性產品。由於目標一致，提供給消費者之產品來源明確，銀行行員販售意願較高，將可達到交叉銷售的綜效。

簡單來說 Miguel (2002) 彙整銀行保險的施行狀況，提出以下五種運作模式皆符合現代銀行保險 (Bancassurance) 的定義：

- (1) 銀行擁有壽險公司，並銷售其保險商品給予銀行客戶，此乃最常見模式。
- (2) 銀行旗下的壽險公司銷售保險商品給予非銀行客戶。
- (3) 壽險公司擁有銀行，並銷售銀行商品給壽險客戶。
- (4) 壽險公司旗下的銀行銷售銀行商品給非壽險客戶。
- (5) 銀行替一家或多家壽險公司銷售保險商品。

目前台灣金融業為維持業務成長並達到共同行銷、降低商品風險、服務及行銷通路共享的效果，與垂直產業的合資(Joint Ventures)、策略聯盟(Strategic

Alliances)之案例也越來越多。傳統業務員通路的調整彈性明顯小於銀行保險通路；銀行通路可利用現有營業分行的財務顧問或行員來賣保單給客戶，所以壽險公司毋須自行建置通路。因此壽險公司只要跟金融機構建立策略關係，就可以順速增加保費收入，有效的增加通路策略運用上的彈性。不同於過去，壽險公司若要增加市場佔有率，需仰賴自身的業務員通路。在效率上比建置自有銷售部隊要快速太多。

因為不同的銷售渠道擅長銷售的保險種類也不同，銀行保險在保險策略運用上有它的必要性，直營業務可以主要銷售較專業的保險商品，如保障型、醫療險等，而銀保通路則是主要銷售投資型保單與儲蓄型保單等，為應付市場激烈的競爭，所以保險公司不能只採取單一通路，為對抗同業競爭與穩定業績的重要策略，因此銀行保險通路已成保險公司非常重要的業績來源。

圖 2-1 我國之「金融控股公司組織圖」



註：單一公司持股需低於 5%，不具控制權，同時投資非金融相關事業總金額不得超過金控公司資本額之 15%(金控法第 37 條)

董監事之酬勞常有一部分是以公司獲利或股價來作為評斷標準，故合併後股價的高低也會影響董監事所獲取之酬勞，不同形式之併購方式與支付方式也會反映公司之價值與股價波動。

陳書賢(2012)觀察在股權交換、現金收購及混和支付方式的平均股價變動率中，結果顯示現金收購的變動率高於其他支付方式的變動率，因此現金收購的股價異常獲利比上其他支付方式具有較優的獲利。而公司主導人員比較偏好以現金或舉債來取代以發行新的股票來做併購支付方式，是因為以新股方式來購併其他公司很有可能會稀釋公司內部人員持股比例，甚而因持股比例降低喪失公司經營之主導權(Amihud, 1990)。

然而主併公司在出價階段考量以何種方式來決定支付方式，主要是基於兩個角度，第一個是主要購併公司的大股東所擁有的股權投票權的多寡，第二個是考慮發動併購的公司自己本身的財務狀況以及採用不同方式支付的後續狀況與結果。而若單純主要以發動併購企業的大股東考量對公司的掌握度時，若大股東對公司的股權掌握持股在 20%~60%之間時，為避免因發行新股造成失去公司控制權時，會選擇使用現金收購，在財務狀況方面能提供的擔保品越多越會使用現金收購、而財務槓桿越多越會使用股票交換，若總資產越高則會使用以現金支付為收購的方式。

研究也顯示當主併公司股價被高估時，因預期股價將下跌，公司主事者會傾向以股權交換的方式來降低預期的損失(Stewart and Nichols, 1984)，而當主要併購的公司股價被低估時，因預期股價將會上升，這時主併公司的決策者就會傾向以現金收購方式來降低損失，而若股價與換股比率不確定比率時，主事者會選擇使用現金收購來降低不確定性。

影響國內企業併購的支付方式的決定因素顯示，在負債比率較低，且目標公司為子公司或併購企業為跨國公司、跨產業交易時，發起併購的一方公司主事者傾向使用現金交易，另也發現本研究所主要研究產業金融業所發起的併購支付方式也較傾向由現金來支付被併購公司(古永嘉與胡珮高,2008)。

除併購支付方式會影響公司股東報酬外，據實證文獻也顯示併購的型態也會影響併購公司的財務綜合績效。併購的型態依據文獻顯示區分水平、垂直與複合購併，而依據實證研究顯示水平購併於購併後一~三年在財務所顯示之綜效較為明顯，垂直併購於購併購在財務上的績效並不明顯，複合併購則要於第二年以後才會漸漸顯示出發動併購的實際績效(鄭麗麗，1998)

表 2-1 併購保險公司相關文獻彙總表

研究者及年份	研究發現或結論
Graham (1998)	銀行合併保險公司後，可以享有「降低風險」、「提高報酬率」的效果；兩者因產業相關係數低能分散潛在風險效益，和其他金融業合併後反而會提高風險。
賴惠瑛 (2001)	金融控股母公司可影響壽險子公司的經營或管理，達到增加保險業務，且在經營效率上能達到一定程度「綜效」。
Miguel (2002)	透過與保險公司的整合，銀行以集團的服務模式由於目標一致，提供給消費者之產品資訊透明且多元，客戶接受意願較高，將可達到「交叉銷售」的綜效。
鍾素霞 (2005)	在金融控股公司組織下之子保險公司，相對經營效率較穩定成長。

資料來源：本研究整理。

第三節 公司經營績效與董監事酬勞之相關因素

企業所出現代理問題是因跟著投資人數增多，必須所有權和經營權分離，所以股東為了解決經營困難而選出董監事來行使經營與管理公司的管理者工作，為了酬謝董監事，企業給予董監酬勞來激勵其認真管理公司之責。

薪酬規則在董事會上使用，會讓董監事會認真督導，進一步彰顯董事會功能。董監事的功能是審視並指導公司相關重大計畫的執行、風險政策的評估、檢視年度預算計畫與重大商業專案執行效果與相關策略，並監督公司營運績效與重大資資流動，確保公司依據當地法令合法經營並應將與所有股東的利益列為優先並公平對待每位股東的投資權益。

由於董監事酬勞是依照股東會通過的組織章程，依盈餘比例分配來鼓勵董監事依同努力來提升公司的經營績效，為所有股東帶來更高的投資報酬，也代表投資者對負責公司經營成敗的董監事的年度辛苦的感謝。所以董監事酬勞的高低，大部分代表對董監事對經營肯定與否定。當然若公司當年度經營績效好，就應該對董監事提供較高的酬勞，反之若公司經營績效不佳甚至虧損時，就應該減發或停發董監事酬勞。且行政院金融監督管理委員會於 2004 年 11 月通過「上市(櫃)制度及上市(櫃)後管理制度改革方案」，規定要求自 2005 年開始上市(櫃)公司董監事酬勞都需要在公開資訊觀測站、年報、公開說明書與財務報告書中揭露。且為加強公開發行公司給付公司董事、監察人等酬金全揭露，金管會更於當年度修改規定，如公司當年度營運有稅後純益者，合併報表內給付給董事與監察人報酬占合併報表「稅後純益」不低於競爭者水準還有公司「稅後盈餘」不高於競爭者平均；每年結算盈餘後屬稅後出現赤字者，公司支付每位董監事酬金水準高於新台幣 100 萬以上者；當合併報表為稅後虧損，合併報表內支付每位董監事平均酬勞大於新台幣 200 萬元以上者，證交所與櫃買中心將在每年 7 月在公開資訊觀測站上公開公司名稱。

優良之公司的管理規範最好能避免太高或不對等之獎金制度，提供的董監事獎酬規範須要和企業的表現來做連動，董監事獎金必須要受到公司表現的影響所以董監事之獎金的被核決數字絕大多數應該與公司表現連動，但是從文獻整理中，發現對於經營表現與董監事獎酬之探討很少，以前的探討大部分重點都在在公司表現和高級經營人之獎金關聯上。Canyon and Leech (1994) 研究董監事獎酬與公司經營利益關聯，所得到結論是公司的增加率是定案董監事報酬的關鍵因子。Mainet la. (1996) 認為董監事報酬和企業的發展為正相關。Rafel and Gispert (2003) 研究顯示董監事報酬和公司表現中的「資產報酬率」呈現正向連動。洪榮華、陳香如與王玉珍(2005)、呂學焜(2005)、陳在鴻(2008)等在國內的研究方面，有志一同皆認同公司經營獲利和董監事報酬有正向關聯。

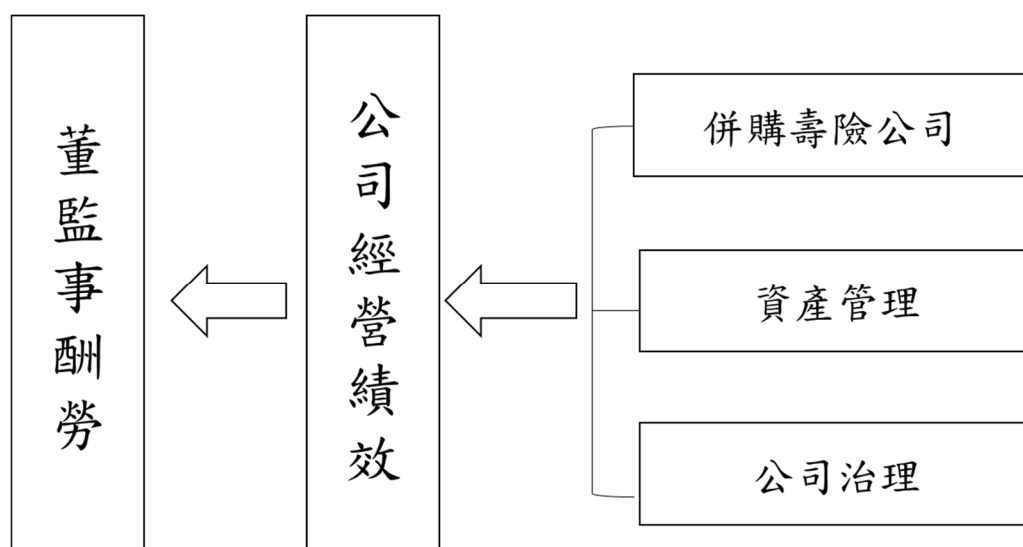
表 2-2 公司績效與董監事報酬相關文獻彙總表

研究者及年份	研究發現或結論
Byrd and Hickman (1992)等	認為外部董事持股及董監事規模與併購績效之間無顯著關係之論點
Mainet la. (1996)	研究結果顯示董事酬勞和公司的經營表現為正相關
Rafel and Gispert (2003)	董監事薪酬與公司績效評估變數中的「資產報酬率」呈現顯著正向連動
洪榮華等(2005) 陳在鴻(2008)	研究結果也顯示企業經營獲利與董監事報酬有正向關聯，表現評估的是「員工生產力」、「工作滿意度」等，而財務相關的表現評估方式，指的是如「每股盈餘」、「資產報酬率 (ROA)」、「淨值報酬率 (ROE)」。
蕭瓊枝 (2006)	研究董事會結構與董監酬勞對於公司績效的影響中，發現董監酬勞對公司經營表現有高度激勵的關聯。

資料來源：本研究整理。

從這些學者著作可得知「公司經營績效」對於「董監事酬勞」的相關性影響，故本研究亦探討併購壽險公司後金融控股公司的經營績效對於董監事酬勞的影響。

圖 2-2 公司經營績效與董監事酬勞相關圖示



資料來源：本研究整理。

董監事策畫併購壽險業動機，主要希望達到兩項目的一則增加獲利、二來降低風險，經營者皆是希望透過併購後來提升營運績效與財務效率，本研究將會用「資產管理」與「公司治理」兩個面相來衡量董監事決策如何提升公司經營績效，其中如何有效的透過資產配置與投資，茲就「每股盈餘」、「資本適足率」、「長期投資佔總資產比例」、「負債資產比」與「總資產報酬成長率」等面向，去探討金控公司資產運用的效率性的其關係說迷如下：

(一)「資本適足率(Bank of International Settlement ratio；BIS ratio)」

《指自有資本除以風險性資產總額=自有資本/風險性資產》

「資本適足率」主要代表金融機構的投入成本當作抵銷呆帳虧損的多寡，簡單來說就是金融機構對於其風險性資產所應有最好的投入成本的數字。實證顯示資產負債比與「資產報酬率」愈高(陳俊銘, 2003)，相對的「資本適足率」也會更好，顯示金融機構資產風險降低；「資本適足率」高的金融機構，其無清償能力風險指數愈高且其財報表現越好，反之「資本適足率」越低的金融機構，無清償能力低且財報表現不好(張清山, 2001)。

(二) 長期投資佔總資產比例(Long-term investment)

目前金融機構都須面對短期投資獲利短少，投資獲利沒有辦法實現給客戶的報酬。為解決此一問題，金融機構大多用較長期資產支應短期負債，但短期資產則支應較長期負債。另外，保險公司投資基礎建設債券已成為今日之星，因為基礎建設債券可以付出很好的殖利率，並且是存續期間更長的資產。

對於經營者而言，「長期投資」對於企業經營相對其他性質的投資方式而言的風險程度比較高，其中學者 Bourke (1989); Molyneux 和 Thornton (1992); Barth et al. (2003); Demirgüç-Kunt et al. (2003) 使用流動資產除以總資產比率，以衡量公司流動性風險的代理變數，換句話說若長期投資部位高表示金控公司風險愈高，資產運用上容易出現問題。

(三) 「負債資產比(Debt Asset ratio)」

「資產負債率」是「公司負債總額占企業資產總額的百分比」。這個數字顯示了公司舉債經營的能力，衡量全部資產中由債權人提供的資產的占比多寡，亦反映了債權人向企業提供信貸資金的風險程度。從管理的人角度來觀察，企業可能因為借貸的金額超過債權者接受的範圍，可能造成無法融資的結果。但反觀，企業借入資金越大也是顯示企業經營具企圖心，透過適度的

借貸來增加生產數量、開疆闢土並加強公司周轉，來得到更好的獲利。王珮珊(2006)實證結果發現負債比率對銀行績效之相關性是非線性的存在關係，當負債比率增加時，會使銀行績效提高，但再進一步增加負債時，其績效反而會下降。Myers (2001)隨著負債比率的提高，提出另一個觀點是債權人的風險也提高，所以會加重債權人與股東間的不信任的問題，經營績效也因而降低。

表 2-3 資產管理相關文獻彙總表

構面及影響因素	研究者及年份	研究發現或結論
資本適足率	陳俊銘 (2003)	實證顯示資產負債比與資產報酬率愈高，相對的「資本適足率」也會更高，顯示金融機構資產風險降低
	簡安棻 (2002)	「資本適足率」及風險水準之關聯呈負相關。所以當「資本適足率」越好，企業資金結構愈健全其績效愈佳，使信用評等上升的可能性大增，讓企業全體經營表現有正面的關聯。
	張清山 (2001)	「資本適足率」高的金融機構，其無清償能力風險指數越高且其財報表現越佳，反之「資本適足率」越低的銀行，無清償能力低且財務績效不佳。
長期投資佔總 資產比例	Bourke 等 (1989)	流動資產除以總資產比率，以衡量公司流動性風險的代理變數，流動資產率愈高表示金控公司風險愈低，不容易出現問題。
負債資產比	王珮珊 (2006)	負債比率對銀行績效之相關性呈現非線性關係，當負債比率增加時，會使銀行績效提高，但若負債增加一定程度，其績效反而會下降。
	Brander、 Spencer (1987)	當公司負債比率增加程度若導致企業破產機率提升時，經營者的判斷水準會下降，因此對經營績效會產生造成負面效果。

構面及影響因素	研究者及年份	研究發現或結論
	Myers (2001)	隨著負債比率的提高，提出另一個觀點是債權人的風險也提高，所以會加重債權人與股東間的不信任的問題，經營績效也因而降低。

資料來源：本研究整理。

二、公司治理

本研究茲就「員工流動率」、「董監事持股比例」、「獨立董事比例」三面向，來探討董監事薪酬是否因為其公司經營決策結果而有所影響，其說明如下：

(一) 員工流動率

《當月受僱員工流動率 = (當月進入率 + 退出率) / 2》

「員工流動率」是評估公私單位與職工是否定著的關鍵因素 Price(1989)亦指出當組織內員工流動率高時，為了處置隨之發生的聘僱和技術訓練狀況，會加深單位經營上的困擾；Mobley(1982)研究也指出員工流動率高，亦可能扼殺某些單位以後的表現；另也有學者指出公司內部應該保有適度的員工替換以保持企業內部競爭，如王瑤芬（2004）研究中探討的組織內部適度員工流動率，某種程度上可以幫助於企業內部作業產生新陳代謝的作用。赫淑幸（2014）組織適度流動率，可以避免組織僵化與老化，有助於提升企業的经营效率。

(二) 董監事持股比例

董事會是企業決策的主要核心，主要的責任是在管理、督導企業運行並引導企業未來的發展策略。顧啟聖（2001）在固定、變動規模報酬下，董監事擁有股權數越多，管理表現越好；Jensen & Meckling（1976）為董事會之董事持股越大，比較有利益去讓管理者用心思來達成企業最大獲利；Huang Li-Ying et al.（2007）也說明董監事擁有股權多寡是有正向關聯，顯示經營階層擁有股份數量與內部人擁有股權數字和保險公司年報是產生正相關的技術效率。

Morcket al.(1988)的實證結果顯示出董事會的擁有的股權數量與企業的管理表現間並非顯示直線性關係，當持股率在 0~5%之間時，持股率增多，企業的管理表現越好；持股率介於 5~25%時，則持股率愈高，公司表現反而不佳；但若持股率大於 25%時，持股率與績效之間又呈現正向關係。張明峰(1991)的研究指出，若董事會有較高之股權率的狀況，對於督導經營企業的意願也跟著提升，所以董事會的持股率與企業的管理表現會呈現正相關。

董監事擁有股權數量是評估管理團隊對企業的擁有股權數量的高低，「證期會」規定在董監事持股必須達到一定成數就是為了防止公司派掏空公司的機會，目前已規範依照公開發行公司股本大小不同，董事合計持股不得低於公司股本的 1%至 15%。董事會主要的職責是在控制、監督企業運作並指導公司未來的發展策略，它也是企業決策的主要核心。顧啟聖（2001）在固定、變動規模報酬下，董監事持股比率愈高，經營效率愈佳；Jensen & Meckling（1976）為董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化；Huang Li-Ying et al.（2007）也顯示出董監事持股比率具有正相關之關係，發現管理者持股與內部人持股和保險公司年限呈現正相關技術效率。

另一派學者研究則是提出反面意見，如 Jensen & Ruback, 1983 管理者持

股比例和經營績效呈現負相關，亦即持股愈集中於少數管理者或大股東之手，他們會利用其股權來維護本身地位與利益，進而減損公司價值

(三) 獨立董事比例

獨立董事在企業的併購案件均扮演非常重要的角色，依照企併法規定，公開發行公司進行併購時，應由獨立董事組成特別委員會或審計委員會審議；目標公司則由獨立董事組成審議委員會，審議公開收購人的身分與財務、條件與資金來源，並就該收購對股東提出建議。獨立董事主要義務是加強企業內部控制，利用角色上的獨立性不受利益牽制，在公司政策上給予客觀的建議，且獨立董事因參與董事會的決議過程，容易形成有效的監督，即前端的防弊。影響董監事酬勞的因素除了公司績效，與董事會結構、董事會持股比例也有關係(呂學焜，2008)，研究顯示獨立董事席次占董事會席次比例與整體董事酬勞有負向關係，表示獨立董事會考量專業聲譽，利害關係會與股東一致，注意董事會的自利行為。

張訓華(1991)的研究發現，外部董事持股比率低於 25%時，對企業財務績效不具影響力，但當持股比例在 25%~40%則對於企業財務績效有正向顯著性影響，然而當持股比率超過 40%以上，其對於企業財務績效反而有負面的影響。胡鈞婷(2007)研究認為整體董事會持股比例與整體董事酬勞有負向關係，藉著董事持股比例的升高，董事會感覺自身利益與股東越趨於一致，因此會有較強的誘因注意自己的自利行為。而公司營運現金流量與公司規模，同為決定董監酬勞金額的影響要素。

另外，有學者認為獨立董事最大的功能為監理監督，但是在過度監督下可能與經營績效呈現負相關，如 Weisbach (1988)獨立董事佔董事會的席次比例並不會影響公司績效，但是能有效監督管理者、王美娟(2002) 獨立董事席次

比例愈高雖然能有效率的監督公司，但相對的保守會使財務與績效預估無法過於樂觀。

表 2-4 影響公司經營績效因素的相關文獻彙總表

構面及影響因素	研究者及年份	研究發現或結論
員工流動率	Price (1989)	組織內員工流動率高時，為了處理因之產生的招募與訓練問題，將增加組織管理上的負擔
	Mobley (1982)	員工流動率高，亦可能牽制了某部分組織未來發展的方向與機會
	王瑤芬 (2004)	研究中探討的組織內部適度員工流動率，某種程度上可以幫助於企業內部作業產生新陳代謝的作用。
	赫淑幸 (2014)	組織適度流動率，可以避免組織僵化與老化，有助於提升企業的經營效率。
董監事 持股比例	顧啟聖 (2001)	固定、變動規模報酬下，董監事持股比例愈高，經營效率愈佳。
	Jensen & Meckling (1976)	董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化。
	Huang Li-Ying et al. (2007)	顯示出董監事持股比例具有正相關之關係，發現管理者持股與內部人持股和保險公司年限呈現正相關技術效率。
	Morcket al.(1988)	董事會的持持股率與公司的經營績效間並非呈現直線性關係
	Jensen &	董事會之董事持股越大，有更大的利

構面及影響因素	研究者及年份	研究發現或結論
	Meckling (1976)	潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化
	Jensen & Ruback, 1983	管理者持股比例和經營績效呈現負相關，亦即持股愈集中於少數管理者或大股東之手，他們會利用其股權來維護本身地位與利益，進而減損公司價值。
獨立董事比例	陳瑞斌等 (2007)	認為獨立董監事具備多樣的背景、技術及對經營決策之看法，以至於決策品質較佳，有助於提升企業的效率
	Pearce and Zahra (1992)	實證結果得出獨立董事的席次比例和企業經營績效呈現正相關。
	呂學焜 (2008)	獨立董事席次占董事會席次比例與整體董事酬勞有負向關係，獨立董事會考量專業聲譽，利害關係會與股東一致，注意董事會的自利行為。
	Weisbach (1988)	獨立董事佔董事會的席次比例並不會影響公司績效，但是能有效監督管理者。
	王美娟 (2002)	獨立董事席次比例愈高雖然能有效率的監督公司，但相對的保守會使財務與績效預估無法過於樂觀。
	張訓華(1991)	外部董事持股比率低於 25%時，對企業財務績效不具影響力，但當持股比例在 25%~40%則對於企業財務績效有正向顯著性影響

資料來源：本研究整理。

第三章 併購壽險業對金融業經營績效的現況分析

本研究原始樣本係以臺灣上市上櫃公司為對象，資料來源台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫，使用資料年度自 2010 年至 2017 年，扣除資料不齊全的樣本，實際樣本數為 1,680 筆，各年度樣本數 210 筆，本研究主要研究金融產業中共 14 間金融控股公司為主，本國金融控股公司應總計 16 間，但因其中合庫金與台灣金於 TEJ 資料庫不完整，故刪除不納入本研究討論。

本研究主要是想併購壽險公司後對於金融控股公司董監事酬勞的影響，且經由文獻參考得知董監事酬勞與公司經營績效也具有相關性，故除了探討併購壽險公司隊董監事酬勞是否有顯著影響外，會利用「資產管理」與「公司治理」兩面向來代表「公司經營績效」進而來討論對於董監事酬勞的影響。

各變數之敘述統計量詳見表 3-1，觀察表 3-1 得知，被解釋變數「董監事平均酬勞(百萬)」平均值為 8.02，解釋變數「有無併購壽險公司」為虛擬變數，該金融控股公司若沒有併購壽險公司則為「0」，若金融控股公司有併購壽險公司則為「1」，其餘解釋變數均為連續變數。

表 3-1 各變數之敘述統計量

變數	平均值	標準差	最大值	最小值
董監事平均酬勞(百萬)	8.02	6.53	46.85	0.70
資本適足率(%)	141.75	21.98	225.81	104.91
長期投資/總資產(%)	28.50	15.55	64.44	5.45
負債資產比(%)	90.34	6.10	96.14	61.37
員工流動率(%)	10.21	10.24	64.00	1.00
董監持股(%)	14.09	14.64	59.54	0.99
獨董佔董事	31.27	9.33	66.67	20.00

資料來源：本研究整理

本研究使用 TEJ 資料庫的資料，延續前一章節就「併購保險公司」、「資產管理」及「公司管理」三構面，分析各因素對董監事酬勞的影響，以下謹就各構面因素的現況分別說明之。

一、壽險公司合作模式

(一) 併購保險公司

此為本研究的虛擬樣本數，金控若有併購壽險公司則為 1；反之則為 0。由圖 3-1 顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線呈現微幅的上升，顯示金融控股公司有無併購保險公司對於董監事平均酬勞有不顯著的正向關係。

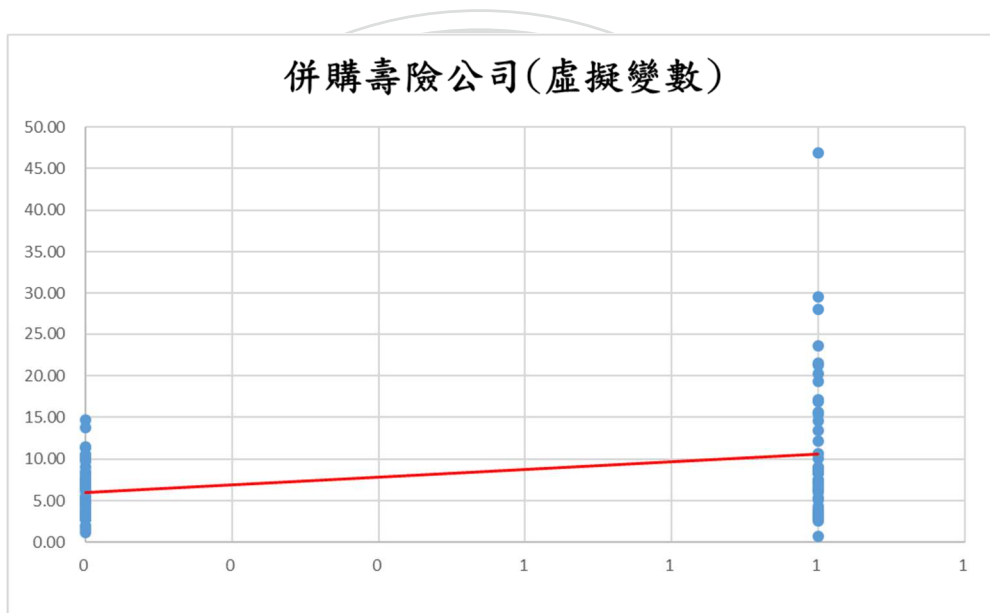


圖 3-1 併購壽險公司與否與董監事平均酬勞關係圖

二、資產管理

(一) 資本適足率

根據本研究的樣本數，資本適足率平均值為 141.75，最大值 228.81，最小值為 104.91，大多數分布於 140 至 160 之間。由圖 3-3 結果顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線呈現微幅下降的趨勢，資本適足

率對於董監事平均酬勞為負向關係，顯示資本適足率愈高，董監事平均酬勞呈現減少的趨勢。

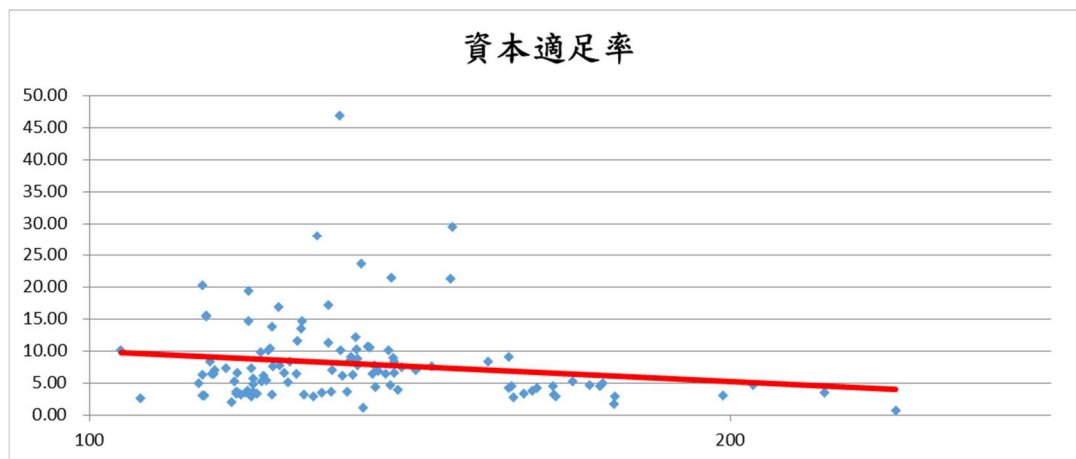


圖 3-2 資本適足率與董監事平均酬勞關係圖

(二) 長期投資佔總資產比例

根據本研究的樣本數，長期投資佔總資產比例平均值為 28.5%，最大值 64.44%，最小值為 5.45%，大多數分布於 5%至 30%之間。由圖 3-4 結果顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線呈現微幅上升的趨勢，長期投資佔總資產比例對於董監事平均酬勞有不太明顯的正向關係，顯示長期投資佔總資產比例與董監事平均酬勞沒有顯著關係。

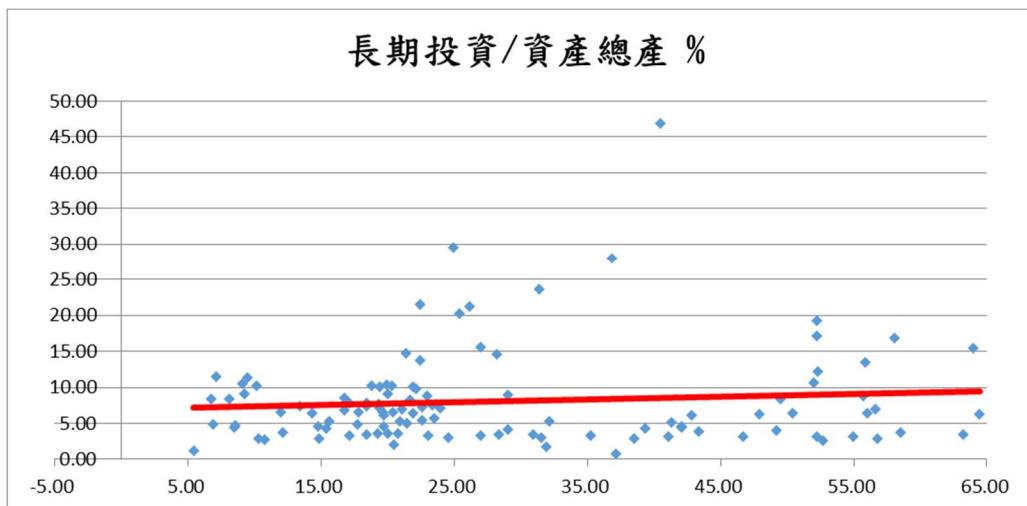


圖 3-3 長期投資佔總資產比例與董監事平均酬勞關係圖

(三) 負債資產比

根據本研究的樣本數，負債資產比平均值為 90.34%，最大值 96.14%，最小值為 61.37%，大多數分布於 90%至 97%之間。由圖 3-5

結果顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線呈現上升的趨勢，負債資產比對於股東權益報酬率為正向關係，顯示負債資產比愈高，有利於公司經營績效，董監事平均酬勞會增加

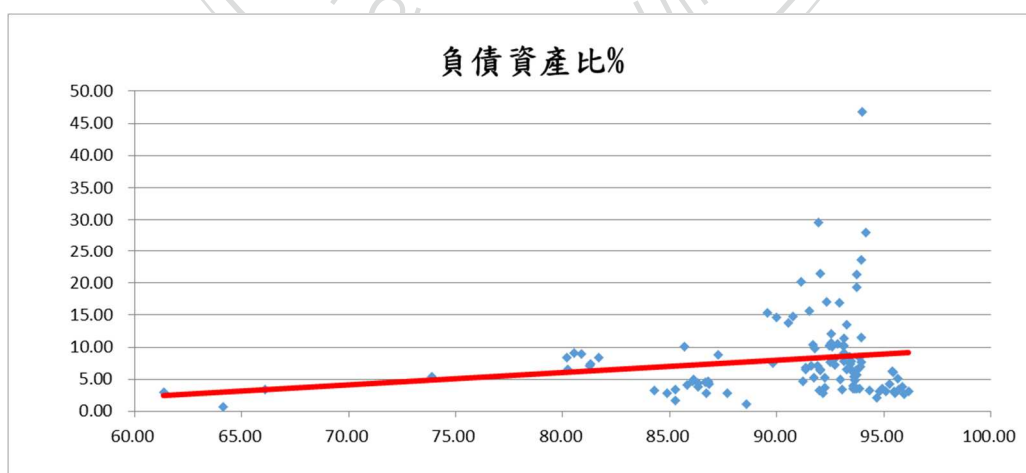


圖 3-4 負債資產比與董監事平均酬勞關係圖

三、公司管理

(一) 員工流動率

根據本研究的樣本數，員工流動率平均值為 10.21%，最大值為 64%，大多數分布於 10% 以下。由圖 3-7 結果顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線雖呈現上升，經員工流動率對董監事平均酬勞產生為正向關係，顯示員工流動率若越高，董監事平均酬勞則越高。

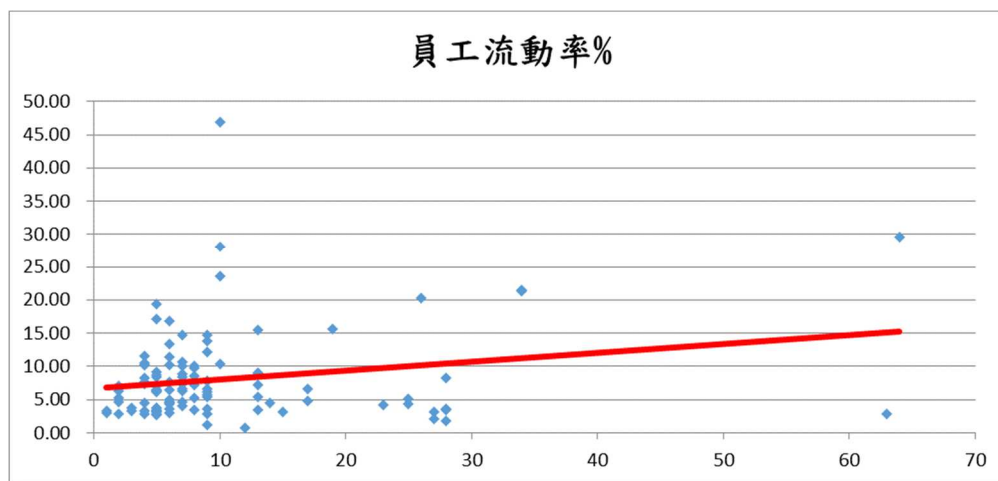


圖 3-5 員工流動率與董監事平均酬勞關係圖

(二) 董監事持股比例

根據本研究的樣本數，董監事持股比例平均值為 14.09%，最大值為 59.54%，持股比例大多數分布於 10% 以下。由圖 3-8 結果顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線雖呈現下降，經董監事持股比例董監事平均酬勞呈現負向關係，顯示董監事持股比例若越低，董監事平均酬勞則越高。

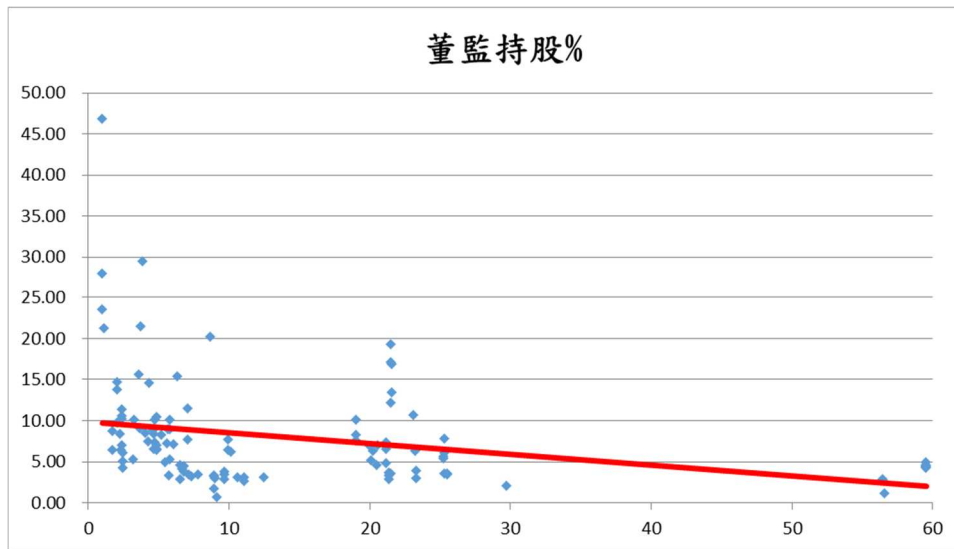


圖 3-6 董監事持股比例與董監事平均酬勞關係圖

(三) 獨立董事比例

根據本研究的樣本數，獨立董事比例平均值為 31.27%，最大值為 66.67%，最小值為 20%，大多數分布於 35% 以下。由圖 3-9 結果顯示，在未控制其它條件不變下，董監事平均酬勞趨勢線雖呈現上升，獨立董事比例對股東權益報酬率產生的正向關係，顯示獨立董事比例比例若越高，有助於公司的經營績效，董監事平均酬勞呈現增加。

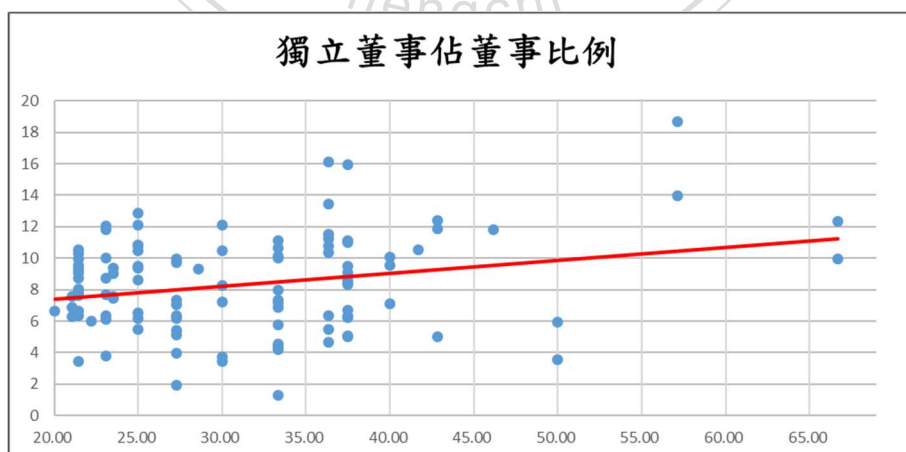


圖 3-7 獨立董事比例與董監事平均酬勞關係圖

第四章 實證模型設定

本文主要探究併購壽險業對金融業董監事酬勞的影響，本章將依第二章所彙整影響董監事酬勞各種因素的相關實證文獻，以及第三章的現況分析作為基礎。第一節將定義變數及預期影響符號，並於第二節建構實證模型。

第一節 變數說明及預期影響方向

一、被解釋變數

本項變數即稅後淨利扣除特別股股利後除以加權平均流通在外股數。本研究使用台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫，2010年至2017年臺灣金融控股公司資料，被解釋變數為資料庫「TEJ Finance DB/以合併為主簡表(累計)-全產業」中「董監事平均酬勞」，作為董監事酬勞的被解釋變數。先探討併購壽險業對於董監事酬勞的影響，再探討用資產管理與公司管理代表公司經營績效，進而討論對董監事酬勞之影響。

二、解釋變數

綜合第二章及第三章的實證文獻與現況分析，本章解釋變數延續從「併購壽險公司」、「資產管理」及「公司管理」三構面分析，並歸納各影響因素與董監事酬勞的預期關係。

(一) 壽險公司合作模式

1、併購保險公司 (INS)

本項變數為虛擬變數。Miguel(2002)認為銀行透過與保險公司的整合，將可達到交叉銷售的綜效、Graham(1998)認為銀行唯有合併保險公司，才可以真正享有降低風險、提高報酬率的效果。故研判併購保險公司與董監事酬勞

的預期關係為正向。

(二) 資產管理

1、資本適足率 (RBC)

本項變數即自有資本與風險性資產之比率。在相關文獻中資本適足率越高，顯示銀行資產風險降低，資金結構愈健全其績效愈佳。故研判資本適足率與董監事酬勞的預期關係為正向。

2、長期投資佔總資產比例 (LITA)

長期投資性質多為長期股票或債券的投資，由於近期保險公司因市場長期利率與投資環境不佳，故將長期頭資佔比調高，故本研究將此變數納入討論。因過去文獻較無長期投資之研究，Bourke (1989)等認為流動資產率愈高表示金融控股公司風險愈低，不容易出現問題。故研判長期投資佔總資產比例與董監事酬勞的預期關係為不確定。

3、負債資產比 (TLTA)

負債資產比為公司企業負債總額占企業資產總額的百分比。先前的研究報告指出負債資產比與經營績效呈現非線性的關係，當負債比率增加時會使銀行績效提高，但再進一步增加負債時其績效反而會下降，一般而言負債資產比越低，代表企業償債風險較低；但若該數值過低亦代表企業可能在創新或擴張的積極度不高，故研判負債資產比與董監事酬勞的預期關係為不確定。

(三) 公司管理

1、員工流動率 (ET)

研究也指出員工流動率高，因為人員無法安穩亦可能牽制了某部分組織未來發展的方向與機會；亦有研究認為組織適度流動率，有助於提升企業的經營效率。但由於金融業多數屬於業務性質，且進入障礙不高可能適度組織的新陳代謝可以提升整體績效，故初步研判員工流動率與董監事酬勞的預期關係為正向。

2、董監事持股比例 (BOSS)

本項變數即公司之董監事持股數佔比，研究指出董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化；但另有學者提出若董監事持股比例過大，恐利用其股權來維護本身地位與利益，進而減損公司價值。故初步研判董監事持股比例與董監事酬勞的預期關係為不確定。

3、獨立董事比例 (ID)

過去研究認為獨立董監事具專業技術及對經營決策之看法，有助於提升企業的效率。故研判獨立董事比例與董監事酬勞的預期關係為正向。

表 4-1 實證模型相關變數說明表

變數名稱	代號	變數定義	預期符號
被解釋變數			
董監事酬勞	Y	董監事平均酬勞	
解釋變數			
壽險公司合作模式			
併購壽險公司	INS	1=是 0=否	+
資產管理			
資本適足率	RBC	自有資本/風險性資產	+
長期投資佔 總資產比例	LITA	一年以上不準備轉變為 現金的投資部位/總資 產	?
負債資產比	TLTA	負債總額/資產總額	?
公司管理			
員工流動率	ET	人力資源變動人數/員工總 數	-
董監事持股比例	BOSS	董監事持有股數/總發行股 數	?
獨立董事比例	ID	獨立董事人數/總董事人數	+

資料來源：本研究整理。

第二節 實證模型的建立

本研究主要探討影響臺灣金融控股公司董監事酬勞的決定因素，因本研究將被解釋變數設定為董監事平均酬勞，故本研究實證模型採用最小平方法(OLS)的多元回歸模型進行研究驗證。使用 OLS 前提系研究母體樣本符合常態分配、自變數間沒有共線性存在、殘差項必須符合常態分配，故將依據第一節各變數，本研究實證模型設定如下：

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 INS_i + \beta_2 RBC_i + \beta_3 LTIA_i + \beta_4 TLTA_i + \beta_5 ET_i + \beta_6 BOSS_i + \beta_7 ID + \varepsilon_i$$

其中 Y_i 代表第*i*家公司董監事平均酬勞， $i=1, 2, 3, \dots, 112$ ； α_0 為常數項； β_j 為解釋變數之係數， $j=1, 2, 3$ ；INS 是否併購保險公司；RBC 代表資本適足率；LTIA 代表長期投資佔總資產比例；TLTA 代表負債資產比；ET 代表員工流動率；BOSS 代表董監事持股比例；ID 代表獨立董事比例； ε 為誤差項。

第五章 實證結果與分析

本章節透過相關係數分析，衡量各變數間的相關程度。以利了解各變數間是否存在共線性問題(線性關係)，如有，則將選具有替代性的變數，使迴歸式更具有解釋能力，避免迴歸結果產生偏誤。再將購併壽險公司後評估經營績效的統計資料以 Stata 計量軟體利用 OLS 模型進行實證分析，最後針對實證結果加以分析並詳細說明。

第一節 各解釋變數與相關係數分析

表 5-1 各解釋變數間相關係數分析表

	INS	RBC	LITA	TLTA	ET	BOSS	ID
INS	1.00						
RBC	0.04	1.00					
LITA	0.62	-0.11	1.00				
TLTA	-0.17	-0.77	0.17	1.00			
ET	0.12	0.22	-0.11	-0.07	1.00		
BOSS	-0.35	0.26	-0.29	-0.02	0.06	1.00	
ID	0.27	0.22	0.06	-0.05	0.09	-0.10	1.00

資料來源：本研究整理

相關係數矩陣整理如表 5-1，相關係數為 Pearson 相關係數，當相關係數之絕對值介於 0 至 0.3 間為低度相關，0.3(含)以上未達 0.7 為中度相關，0.7(含)以上且小 1(含)則為高度相關。

表 5-1 中可以觀察出「負債資產比」(LITA)與「長期投資佔資產比例」(TLTA)與其他變數相關度較為顯著，故考慮於模型建立中逐步剔除，並觀察模型穩定性。

第二節 實證研究結果分析

另為求實證模型的穩定度，將相關係數較高的「長期投資佔資產比例」、「負債資產比」二項變數，模型二個別刪除「長期投資佔資產比例」，模型三則個別刪除「負債資產比」，最後模型四個則同時刪除上述兩個變數，實證結果顯示變數的估計值方向及顯著水準，與模型一的結果大部分一致。

綜模型一~四顯著狀況說明如下，說明本研究建立之模型相當穩定：

- 一、各模型個別刪除相關係數較高的變數，本文主要探討的變數「併購壽險公司」在模型一~四中均呈現顯著，故經由實證結果可以顯示變數「併購保險公司」為衡量董監事酬勞的重要因素。
- 二、「員工流動率」與「獨立董事佔董事比例」2個解釋變數，在各模型中均通過顯著水準的檢定，均為影響董監事酬勞的重要因素；「董監事持股比例」只在模型四時，顯著水準雖由顯著轉為不顯著，然此實證結果仍在預測的研究範圍內。

表 5-2 併購壽險公司金融業董監事酬勞之決定因素

解釋變數	預期 相關性	模型一	模型二	模型三	模型四
截距項		-17.2671 (0.072)	-1.5228 (17.2286)	12.5117 (3.5498)	10.5453 (3.2841)
併購保險公司	(INS) 正相關	4.5835*** (1.5606)	2.3569** (1.1329)	3.3910** (1.3884)	2.1892** (1.1057)
資本適足率	(RBC) 正相關	-0.0243 (0.0443)	-0.0579 (0.0417)	-0.0846*** (0.0244)	-0.0820*** (0.0245)
長期投資 佔資產比	(LITA) 不一定	-0.0968** (0.0474)		-0.0592 (0.0417)	
負債資產比	(TLTA) 不一定	0.2570 (0.1580)	0.1000 (0.1401)		
員工流動率	(ET) 正相關	0.0985* (0.0524)	0.1322** (0.0505)	0.1244** (0.0503)	0.1387*** (0.0495)
董監事 持股比例	(BOSS) 不一定	-0.0837** (0.0393)	-0.0671* (0.0390)	-0.0634* (0.0375)	-0.0601 (0.0376)
獨董佔 董事比例	(ID) 正相關	0.3211*** (0.0720)	0.3619*** (0.0702)	0.3644*** (0.0674)	-0.3759*** (0.0672)
R-squared		0.4249	0.4018	0.4103	0.3989
樣本數		896	784	784	672

資料來源：本研究整理

註：1. () 代表標準誤。

2. *代表 P 值 < 0.1, **代表 P 值 < 0.05, ***代表 P 值 < 0.01。

由上表 5-2 實證結果顯示於模型一，在「併購保險公司」、「長期投資展資產比」、「員工流動率」、「董監事持股比例」與「獨董佔董事比例」等 5 個變數有顯著性，以下將以實證模型之 7 個變數加以說明。

（一）壽險公司合作模式

1、併購保險公司（MIC）

本項變數預期符號為正相關，經實證結果之估計為正相關。代表金融控股公司在合併保險公司，可以真正享有降低風險、提高報酬率的效果。經實證結果具顯著性，代表併購壽險公司對於獲利報酬有正面影響，進而對於董監事報酬有正向幫助。

（二）資產管理

1、資本適足率（RBC）

本項變數預期符號為正相關，與經實證結果與董監事酬勞無顯著相關性。代表資本適足率於金融業體系僅能顯示資金運用穩健與安全程度，較不能直接衡量經營績效，亦不能直接衡量其與董監事酬勞的直接相關性。

2、長期投資佔總資產比例（LTIA）

本項變數預期符號為不一定，經實證結果之估計為負相關。且本項變數通過顯著水準，代表長期資產持有比例若過高，可能對於金融經營績效產生負面影響，進而影響董監事酬勞；證明礙於我國環境影響金融體系仍以流動性資產持有比例高，比較能提升經營績效。

3、負債資產比 (TLTA)

本項變數預期符號為不一定，經實證結果無顯著相關。雖然有研究報告指出負債資產比若高於一定程度，可以代表金融業內部資產運用與資金操作活躍；但此項因素與董監事酬勞較無直接相關，因負債資產比雖間接代表企業活動度，但與公司獲利較無法有直接相關性，再加上金融業在國內經營策略較與保守，故實證結果較無顯著。

(三) 公司管理

1、員工流動率 (ET)

本項變數預期符號為正相關，與經實證結果之估計為正相關。金融業大部分為業務性質，員工流動率雖然會造成客戶信任感降低，但由於金融業求職進入門檻不高，且適度的人力新陳代謝可以帶進新的客戶與業績，進而提升公司經營績效。經實證結果發現具顯著性，故員工流動率為金融業董監事酬勞的重要因素。

2、董監事持股比例 (BOSS)

本項變數預期符號為不一定，經實證結果之估計為負相關。Jensen & Ruback, 1983 認為若股權過度集中於董監事身上，有可能因為自身利益進而減損公司價值。由於本項變數通過顯著水準，實證結果推測在金融業董監事持股比例若過於集中，因自身所需承擔的風險將與股東一致，會較集中注意於監督責任，因為股息與紅利已相對可觀，故降低高薪酬的動機，故說明董監事持股比例對於董監事酬勞會呈現反向關係。

3、獨立董事比例 (ID)

本項變數預期符號為正相關，經實證結果之估計為相同。陳瑞斌等（2007）認為獨立董事具專業技術及經營看法，有助於提升企業的效率。由於本項變數通過顯著水準，代表獨立董事比例越高，越能表現監督公司治理的能力，進而提升公司經營績效，實證結果也反映獨立董事比例越高，反映在董監事酬勞上亦會越高。



第六章 結論與建議

本研究從「是否併購壽險公司」、「資產管理能力」及「公司管理」三構面，分析各因素對董監事酬勞(董監事平均酬勞)的影響

金融企業績效就過去研究、或是公司經營層面來看，合理層面上當然對於董監事酬勞有正向關聯性。目前金融控股公司因為衍生性金融商品利差較小，所以反觀保險商品的銷售，在這5年來確實已經成為銀行正要的佣金收入來源，從開始的與保險公司合作，到後期的整併策略，最主要的就是希望能納入保險公司後達到績效提升的綜效，故管理階層皆樂見其成，畢竟企業績效越好，董監事酬勞越高。

就資產管理能力「長期投資比例」則呈現負向，長期投資的比率，因為現行保險業需靠長期資產來彌補現實市場低報酬的缺口，但就於整體重視資金周轉率的金融業經營績效是負相關的結果。

最後公司管理的部分，金融業的員工流動率說明保有一定程度「員工流動率」對於金融業經營績效是好的，理財專員就業市場會在同一區域會因為薪資制度、銀行給予的客戶名單與資產狀況，而成就理財專員的穩定性。理財專員若無法開發既有客戶，保有一定程度的員工新陳代謝，對於銀行經營在某種程度上是可以提升經營效率的。

董監事通常都持有公司一定比例的股份，公司獲利好，當然董監事酬勞、股利與股息所帶來的獎勵會促使董監事更投入與公司經營與管理。在董監事的部分，「董監事持股比例」其持股比例若過於集中，因自身所需承擔的風險將與股東一致，會較集中注意於監督責任，因為股息與紅利已相對可觀，故

降低高薪酬的動機；且專業的「獨立董事」佔董事比例若較高，可以發揮其監督、策略制定的功能，可有效的提升金融業經營績效，進而提升董監事酬勞。

本研究建議，雖然實證後結果是併購壽險業對於董監事酬勞有顯著的正向結果，但有可能是因為金融控股公司在併購前的公司經營績效本來就較為突出進而使董監事有較高的酬勞，也是因為這樣的正向循環可能才使得該金融控股公司有條件去進行企業併購策略，未來研究建議若能加入併購前的相關資料作為資料參數，可以更增加整體實證結果的可信度。

另外金融產業的獲利能力與經營績效，除了公司營運內部各項經營決策的影響外，外部總體的經濟因素也會影響金融產業的投資獲利與績效，故整體的景氣指標與經營績效也存在一定程度的相關性。故未來研究亦建議可以加入景氣衡量指標，如經濟衡量指數、景氣燈號等，可以更增加驗證模型的完整性。

參考文獻

中文部分

莊春山(2002)，「金融控股法之經濟分析」，台灣大學財務金融研究所碩士論文。

陳太齡(2002)，金融控股公司關鍵成功因素之研究，政治大學企管研究所碩士論文。

伍忠賢(1999)，《企業併購聖經》，台北遠流出版公司。

陳穩仁(2004)，國內金融控股公司分併綜效之研究，銘傳國際企業學系研究所未發表碩士論文。

林子超(2003)，「我國金融控股公司特性與經營績效關係之研究」，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。

張清山(2001)，「資本適足率管制對銀行風險與財務績效關聯性之影響」，輔仁大學金融研究所未發表碩士論文。

簡安棻(2002)，「資本適足率與銀行風險關係之實證研究」，雲林科技大學財務金融研究所未發表碩士論文。

賴丞坡與李昇倫(2012)，「公司治理對產險公司經營績效影響之研究」，《保險專刊》，28(2)，169-185

翁渝微(2005)，「我國董監事結構與台灣企業信用評等(TCRI)關聯性之研究」，南台科技大學會計資訊研究所碩士論文。

李文中(2005)，銀行業及電子業參與政府電子化專案效益之評估-以經濟部“C”計畫為例，中原大學企業管理研究所未發表碩士論文。

劉庭瑋(2010)，核保、投資與清償能力:以英國壽險為證，成功大學國際企業研究所碩士論文。

王珮珊(2006)，台灣地區銀行資本結構與經營效率關係之研究—代理成本觀點，銘傳大學國際企業管理研究所碩士論文。

謝佳姍(2006)，我國金融控股公司經營績效評估分析，政治大學企業管理研究所碩士論文。

劉平青、趙雪雲與李靜(2012)，內部行銷對新員工留任意願的影響—以員工關係為中介變數，《中原企管評論》，10(1)，35-50。

王瑤芬與洪久賢(2004)，我國觀光餐旅業員工離職傾向研究之內容分析，《觀光研究學報》，10(4)，125-143。

赫淑幸(2014)，人員流動率對壽險業客服中心的影響—以T人壽為例，中山大學高階經營碩士班碩士論文。

顧啟聖(2001)，股權結構、高階主管薪酬與經營效率之探討-以本國壽險公司為例，逢甲大學，碩士論文。

陳瑞斌、許崇源(2007)，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，交大管理學報，27 卷 2 期：55-109。

鍾素霞(2005)，台灣壽險公司經營績效之研究-金控架構與獨立公司之比較，中原大學，碩士論文。

賴惠瑛(2001)，論我國銀行經營保險業務之策略分析—以金融控股公司之經營模式為例，淡江大學國際貿易所碩士論文。

張文武、陳蓁儀、林政緯(2006),台灣地區金融控股公司經營績效之實證研究：經濟附加價值法，《保險專刊》 222，145-177。

凌氾寶等(1999)，保險業跨業經營之研究，保險事業發展中心。

王雍淳(2004)，壽險業之經營效率分析-以資料包絡分析法，高雄第一科技大學，碩士論文。

林盟城(1998)，保險業與銀行策略聯盟之趨勢分析，保險資訊，第 153 期。

英文部分

Houston, D.B. & Simon,R.M.(1970).” Economics of scale in financial institutions: A study in life insurance” , *Econometrica*, 38, 856-864.

Swiss Re, Sigma, No.7/2001

Shrieves Ronald E. and Dahl Drew (1992), “The Relationship Between Risk and Capital in Commercial Bank,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.16(2), p.439-457.

Bourke, P(1989),”Concentration and Other Determinants of Bank Profitability inEurope, North America and Australia”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13,pp. 65-79.

Myers, Stewart, C.(2001),”Capital Structure.” *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 81-102.DOI: 10.1257/jep.15.2.81

Thurow, L.C.(1992). Head to Head: Coming economic battles.

Mowday, Porter, and Steers,(1982), “Employee- Organization Linkages”. *New York:Academic Press*.

Reichheld , (1993).” Loyalty-based management”. *Harvard Business Review*.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976).”theory of the firm: Managerial behavior, agency sts and ownership structure” , *Journal of Finance Economic, 3:305-360*.

Li-Ying Huang, Tzy-yih Hsiao, and Gene C. La (2007). “Does Corporate Governance and Ownership Structure Influence Performance? Evidence from Taiwan Life Insurance Companies”, *Journal of Insurance Issues, 30(2): 123–151*.

Richard S. Ruback and Michael C. Jensen(1983),”he Market for Corporate Control: The Scientific Evidence” *Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 5-50*,

Weisbach , M. S. (1988) .”Outsider director and CEO turnover “, *Journal of Financial Economics 20,pp.431-460*.

Pearce, J.A. & Zahra,S.A. (1992). “Board composition from a strategic contingency perspective”. *ournal of Management Studies,29(4),pp.53-58*.

Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young(2005), “oard monitoring and earnings management : do outside directors influence abnormal accruals ? ”*Journal of Business Finance and Accounting 32(September): 1311-1345*.

Miguel Florido,”A View from the Top Distribution Strategies across Europe”, *LIMRA, USA, 2001*

Boyd J.H. and S.L.Graham,(1988) ,” The Profitability and Risk Effects of Allowing Holding Companies to Merge with Other Financial Firms : A Simulation Study,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, pp3-20 ,Spring

M. Yoshino and U.Rangan, 1995, ” Strategic Alliances—An Entrepreneurial Approach to Globalization” *Harvard Business School Press*

Hsieh, K. Y., Tsai, W., and Chen, M. J. 2015. “If they can do it, why not us? Competitors as reference points for justifying escalation of commitment”. *Academy of Management Journal*, 58 (1): 38-58. doi: 10.5465/amj.2011.0869

