

未費用化薪酬與超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露之影響

陳俊合*

國立中興大學會計學系

摘要

本文欲檢視國內特有的未費用化薪酬以及估計超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露政策之影響，並分別針對薪酬揭露是否遵循法令規定與薪酬揭露透明度等級加以探討。本文實證結果顯示，當未費用化薪酬越高以及估計超額薪酬越高時，則其高階管理當局薪酬揭露顯著地較不會遵循法令規定。此外，本文亦發現當未費用化薪酬越高以及估計超額薪酬越高時，則其高階管理當局的薪酬揭露透明度等級顯著較低。綜而言之，本文結果提供一個特殊的證據，即未費用化薪酬與超額薪酬會顯著地影響到高階管理當局之薪酬揭露政策。

關鍵詞：資訊揭露、高階主管薪酬、員工紅利、董監酬勞

* 作者感謝匿名審稿人與總編輯金成隆教授之寶貴意見，作者亦感謝 2008 年現代會計論壇學術研討會、中原大學會計研究專題研討、國立台北大學會計專題研討、國立雲林科技大學管理專題研討、國立彰化師範大學論文研討等與會諸位先進的寶貴建議，使本文內容更為充實。作者亦感謝國科會之研究補助（計畫編號：NSC 96-2416-H-005-023）。

收稿日：2008 年 3 月

接受日：2009 年 11 月

四審後接受

The Effect of Unexpensed Compensation and Abnormal Compensation on the Disclosures of Top Management's Compensation

Chun-Ho Chen

Department of Accounting
National Chung Hsing University

Abstract

This paper investigates how unexpensed compensation and estimated abnormal compensation affect the disclosure policies of the top management's compensation. In this study, the compensation disclosure policies are examined through the status of regulatory compliance and the degrees of transparency. The results show that firms with greater unexpensed and estimated abnormal compensation are less motivated to comply with compensation disclosure rules. In addition, the results also indicate that the disclosure transparency of the top management's compensation of these firms is lower. Overall, the results provide special evidence of the effect of unexpensed and abnormal compensation on the disclosure policy of the top management's compensation.

Keywords: *Disclosure, Top executives' compensation, Employee bonuses, Directors' and supervisors' remuneration.*

Submitted March 2008
Accepted November 2009
After 4 rounds of review

壹、緒論

高階主管薪酬是公司治理的一個重要議題，許多先前文獻探討高階主管薪酬如何決定(Murphy 1985; Baker, Jensen and Murphy 1988; Rosen 1992; Smith and Watts 1992; Gaver and Gaver 1993)、公司治理結構與高階主管薪酬之關聯(Allen 1981; Lambert, Larcker and Weigelt 1993; Mehran 1995; Core, Holthausen and Larcker 1999)，但特別針對高階主管薪酬資訊揭露之研究則相對稀少。管理當局薪酬揭露透明度為公司治理中重要的一環，然而，可能是資料取得相當不易，過去國內文獻鮮少針對管理當局的薪酬揭露情況加以探討，本研究特別費時地蒐集未費用化薪酬以及高階管理當局的薪酬揭露情況等資料，來檢視國內特有的未費用化薪酬以及估計超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露政策之影響，並分別針對薪酬揭露是否遵循法令規定與薪酬揭露透明度等級加以探討。

許多財經媒體質疑國內企業之董事長與總經理等高階管理當局的薪酬揭露並未符合法令規定之要求，導致許多企業管理當局薪酬不透明，使外部股東無法監督高階管理當局薪酬，將導致公司治理弱化情況¹。以紐約證券交易所(NYSE)執行長過度薪酬(excess compensation)爭議事件為例，NYSE 依規定公開揭露 2003 年 8 月所通過的董事長兼執行長 Richard Grasso 高達約 1 億 4 千萬美元鉅額薪酬計畫，因各界強烈質疑其過度薪酬而導致 Richard Grasso 黯然辭職，因此管理當局薪酬揭露透明化，對於緩和管理當局的過度薪酬與提昇公司治理將有所助益。先前研究亦指出增加管理當局薪酬揭露有助於提高其薪酬與公司績效之連結，進而提升公司價值(Vafeas and Afxentiou 1998; Aleksandar, Boyle and McNoe 2002; Lo 2003)。

美國證券管理委員會(SEC)早在 1992 年即通過關於董事與高階主管薪酬揭露之相關法案，規定高階主管的薪酬資訊必須清楚地揭露，且公司的薪酬委員會必須解釋其對高階主管薪酬訂定的方式與原因。此項規定除了期望能夠有效監督高階經理人的行為外，亦期能避免高階主管與董事會、薪酬委員會間之勾結。而 2002 年美國證券管理委員會在爆發一連串企業財務醜聞後，立法簽署沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)以重建大眾對財務報導的信任，其中關於董事與高階主管薪酬揭露也有更進一步嚴格之規定。美國為全球管理當局薪酬揭露規定最嚴格也是最透明的國家，所有公開上市公司於 proxy statement 需個別具名來揭露董事、薪酬前五大高階主管的薪酬資訊，且其分項相當詳細，包括薪資、紅利、股票選擇權、限制性股票、非現金福利等均需逐項分別揭露。2006 年美國證管會通過新的薪酬揭露要求，除表格化的薪酬揭露外，額外增加對表格化的薪酬作敘述性解釋。香港證交所也規定於 2005 年起，所有上市公司必須揭露高階主管薪酬，同時，歐洲國家也分別要求董事與高階主管酬勞透明化的規

¹ 吳修辰(2005)與刁詔季(2005)均撰文指出許多國內上市櫃公司的管理當局領取與經營績效不太相稱的過度薪酬，且其中某些企業管理當局之薪酬揭露並不太透明。

定。由此觀之，董事與高階主管等管理當局之薪酬揭露透明化已蔚為世界潮流趨勢。

我國證券主管機關（現為金管會證期局）為維護投資人權益與提升資訊透明度，也於民國 84 年 11 月 7 日公佈修正「證券發行人財務報告編製準則」，從 84 年度財務報告開始，公開發行公司應在財務報告中揭露有關各董事、監察人、總經理及副總經理等管理當局的最近年度薪酬資訊。但根據商業周刊吳修辰 (2005) 報導，民國 93 年台灣上市櫃公司未按照金管會證期局財報揭露規定詳細列出董事長酬勞細項者高達 85 家，佔所有上市櫃公司的 8.55%；相較於民國 92 年不透明公司比例為 6.78%，顯示董事長酬勞不透明情況反而逐年提高。由於過去並沒有因為未遵循薪酬揭露規定而被主管機關懲罰案例，因此本文預期，具機會主義的管理當局基於自利動機，可能會在領取較高的超額薪酬(abnormal compensation)與未費用化薪酬(unexpensed compensation)時，較不會遵循董監事經理人酬勞應分人分項揭露的規定，導致其管理當局之薪酬揭露透明度較低。

在本文樣本期間，依照國內會計準則，將員工紅利與董監酬勞於股東權益變動表中視為盈餘的分配，而未如國際會計準則將其費用化²，不僅使財報的盈餘品質降低，也導致其薪酬揭露透明度越低，也引起各界尤其是國外機構投資人的質疑。當高階管理當局支領上述未費用化薪酬越高時，除越可能遭受各界質疑其過高薪酬外，甚至質疑其權衡地多領取無須費用化薪酬而少領取費用化薪酬，以美化公司盈餘，基於避免被外界質疑的自利動機，將可能會影響到管理當局對其自身薪酬資訊之揭露政策³。根據 Verrecchia (1983) 之資訊揭露水準之決定模型，會受到管理當局私有資訊成本(proprietary cost)的影響，當私有資訊成本越高時，則企業的資訊揭露水準將較低。而高階管理當局的未費用化薪酬以及超額薪酬，均屬於其私有資訊成本，乃因當其未費用化薪酬以及超額薪酬越高時，越可能導致媒體與外部股東的質疑，因此預期兩者均會影響企業的高階管理當局薪酬揭露政策。

本文實證結果發現，除一般影響薪酬揭露決定因素以外，當估計超額薪酬與未費用化薪酬越高時，則其高階管理當局薪酬揭露顯著地比較不會遵循法令規定。此外，本文亦發現當估計超額薪酬與未費用化薪酬越高時，則其高階管理當局的薪酬揭露透明度等級顯著越低。乃因高階管理當局支領較高的未費用

² 為與國際會計處理接軌，國內員工紅利會計處理已經修改，自民國 97 年度第 1 季起，將員工紅利公平價值（依股東會前一日收盤價調整權值後股價為衡量基礎）改認列為費用，董監酬勞亦同時改列為費用，以反映真實酬勞成本與經營績效。

³ 國內的未費用化薪酬應另包括員工認股權憑證，因樣本期間內，尚未施行財務會計準則第 39 號公報「股份基礎給付之會計處理準則」，國內企業對員工認股權憑證之會計處理幾乎都選擇採用內含價值法(intrinsic value method)，且國內主管機關規定企業發行員工認股權憑證認購價不得低於市價，因此國內企業並未認列員工認股權憑證之薪酬成本。但因本研究之樣本期間，國內企業所發行的員工認股權價值相對仍低，因此本文將未費用化薪酬只定義為包括員工紅利與董監酬勞。

化薪酬以及超額薪酬時，其私有資訊成本越高，因此具機會主義的管理當局基於自利動機，且主管機關過去並沒有嚴查企業是否遵循董監酬勞分人分項揭露的規定，因此選擇規避透明化揭露其自身薪酬。綜而言之，相對於先前國內外研究，本文結果提供一個特殊的證據，即未費用化薪酬與估計超額薪酬會顯著地影響到國內企業高階管理當局之薪酬揭露政策。

本文對薪酬揭露研究具有下列主要貢獻，第一，相對於先前國內外文獻，本文首先嘗試以國內特有的未費用化薪酬來測試對高階管理當局薪酬揭露政策之影響，並發現未費用化薪酬對國內企業的高階管理當局薪酬揭露政策存在顯著影響。第二，相對於 Coulton, James and Taylor (2001) 僅使用高階管理當局薪酬水準來測試其對薪酬揭露之影響，本文額外利用均衡合理薪酬水準決定模型，並進而估算出高階管理當局的超額薪酬來測試其對薪酬揭露之影響。相對於使用高階管理當局薪酬水準，本文認為使用高階管理當局的超額薪酬來解釋企業的薪酬揭露政策應是較佳的變數選擇，因為高階管理當局薪酬水準高並不必然意謂著非合理薪酬，有可能是對高品質人才需求所致(Core et al. 1999)，而會直接影響薪酬揭露的一個重要影響因素應為高階管理當局的超額薪酬，當高階管理當局支領較高的正超額薪酬或所謂過度薪酬時⁴，較有動機規避薪酬揭露透明化。

本文其他各節內容分述如下：第二節為國內管理當局薪酬揭露相關規定及回顧相關文獻。第三節為研究方法，包括研究假說、實證模型及變數描述之說明。第四節為資料來源與敘述性統計分析。第五節為實證結果與分析，第六節為本文結論。

貳、管理當局薪酬揭露規定與文獻回顧

一、國內薪酬資訊揭露法令規定

根據民國 84 年 11 月 7 日修正的「證券發行人財務報告編製準則」第十八條關於董事、監察人、總經理及副總經理酬勞及相關資訊揭露之規定，從 84 年度財務報告開始，企業須於年度財務報告中的附註揭露最近會計年度支付每一董事、監察人、總經理及副總經理之薪酬資訊；若董事兼任經理人者，其酬勞應分別按其身份加以揭露⁵。主管機關也修正「公開發行公司年報應行記載

⁴ 2008 年底美國 AIG 與汽車業，向政府申請紓困，高階主管卻又領取高薪與鉅額紅利，而引發各界質疑並批評為肥貓(fat cat)執行長，即指績效不彰，而管理當局卻領取鉅額薪酬，此種情況即存在鉅額正的超額薪酬。而國內證券主管機關（即金管會）亦同時宣示將對國內肥貓企業加強監管其管理當局薪酬與薪酬揭露透明度。

⁵ 該準則第十八條第三款有關董事、監察人、總經理及副總經理酬勞及相關資訊為：（一）最近會計年度支付每一董事、監察人之車馬費及酬勞；若董事兼任經理人員者，其酬勞應分別按其身份揭露之。（二）最近會計年度支付給總經理及副總經理之薪資、獎金、特支費及紅利總額。（三）支付前二目以外之酬勞給董事、監察人、總經理及副總經理，如提供汽車、房屋及其他專屬個人之支出時，應

事項」，自民國 90 年起，要求公開發行公司必須於其股東會年報中揭露各董事、監察人、總經理及副總經理等管理當局的最近年度薪酬資訊。

依據薪酬揭露規定，上市櫃公司的各董監事薪酬應採分人分項揭露的方式，總經理亦應單獨列示其薪酬，唯獨副總經理可彙總列示同層級副總經理薪酬，但本研究檢視企業的財務報告與股東會年報中的管理當局薪酬揭露情況，發現有許多公司並未遵循法令規定來揭露管理當局薪酬，為何管理當局要規避透明地揭露其自身薪酬，導致本文欲檢視國內管理當局薪酬揭露情況之研究動機。

在全球均加強管理當局薪酬揭露透明化的趨勢下，國內證券主管機關可能在利益團體的遊說壓力下，反而於民國 95 年 1 月 16 日宣布修訂「公開發行公司年報應行記載事項準則」，從 94 年度股東會年報開始，企業年報揭露董監事與高階主管個別薪酬數字改為可彙總申報⁶，並僅揭露董事、監察人與高階主管薪酬之各級距人數，反而使國內董監事與高階主管薪酬揭露更加不透明，則媒體與外部股東將無法監督董監事與高階主管是否領取過高薪酬以自肥，並可能違反目前各國加強董事與高階主管薪酬揭露透明化的趨勢，而本文結果則可提供主管機關對管理當局薪酬揭露法令修改之決策參考。

二、文獻回顧

先前薪酬資訊揭露研究，大多探討實施增加管理當局薪酬揭露規定後，有助於提升高階主管薪酬與公司績效之連結(Vafeas and Afxentiou 1998; Aleksandar et al. 2002)；或有助於提昇公司的權益報酬率與股票報酬(Lo 2003)。然而特別針對管理當局薪酬資訊透明度之相關國外研究仍然稀少，其中 Laksmana (2008)指出當董事會治理機制獨立性較高時，則導致其高階主管薪酬揭露透明度較高，進而降低資訊不對稱。Chizema (2008)以德國樣本為例，發現主管薪酬揭露程度與機構法人股權比率、所有權分散程度、政府股權比率、公司規模呈現正向關聯，而與監事會規模、創立時間長短呈現負向關聯。此外，Coulton et al. (2001)發現薪酬揭露透明度程度與執行長薪酬水準呈現負向關聯，而與獲利績效、公司規模呈現正向關聯。而特別只針對認股選擇權揭露之先前研究，如 Bassett, Koh and Tuticci (2007)探討公司治理機制與選擇權資訊揭露之關聯性，發現選擇權資訊揭露水準與外部查核會計師品質呈現正向關聯，而與董事長兼任執行長之雙元角色呈現負向關聯。此外，先前研究曾探討

揭露其姓名、職位、所提供資產之性質及成本、實際或按公平市價設算之租金及其他給付。

⁶ 因管理當局薪酬同時於財務報告與股東會年報中揭露，為避免重複揭露，因此主管機關於民國 94 年 9 月 27 日宣布修改「證券發行人財務報告編製準則」，刪除企業應於財務報告的附註揭露其管理當局薪酬之規定，民國 94 年起財務報告開始適用新規定。

企業低估選擇權價值動機，當管理當局的未預期薪酬越高(Baker 1999)，或面臨較大政治與股東壓力時(Murphy 1998)，則越會傾向低估報導其選擇權價值。

國內資訊揭露之相關研究中，關於薪酬資訊揭露研究部分，基於資料取得不易仍相當少見，大多為強制性財務預測研究（金成隆、紀信義與林裕凱 2005；林維珩與陳昭蓉 2005；林維珩與盧鎮璋 2005）或資訊揭露評鑑研究（張瑞當與方俊儒 2006；陳瑞斌與許崇源 2007；張瑞當、林國欽、沈文華與侯佩秀 2007；薛敏正與李雅琳 2007；林有志與曾乾豪 2007）。關於探討管理當局薪酬揭露研究仍相對稀少，希望藉由本研究來增加管理當局薪酬揭露之實證證據。

參、研究方法

一、研究假說

根據先前強制性揭露(mandatory disclosure)與自願性揭露(voluntary disclosure)之相關研究結果(Verrecchia 1983; Lang and Lundholm 1993; Frankel, McNichols and Wilson 1995; Hossain, Perera and Rahman 1995; Meek, Roberts and Gray 1995; Lang and Lundholm 1996; Healy, Hutton and Palepu 1999)，管理當局會考量揭露利益與揭露成本，進而設定最適揭露決策。當揭露的增額利益大於揭露增額成本，則管理當局便會選擇增加揭露水準；相對地，若當揭露的增額利益小於揭露增額成本，則管理當局便會選擇降低揭露水準。

在民國 95 年 1 月修訂管理當局薪酬揭露規定之前，先前的揭露法令規定，強制要求企業需分人分項揭露每位董事、監察人與總經理薪酬。本文欲探討國內企業之高階管理當局薪酬裁量性揭露情況，並區分樣本公司為兩組，一組為高階管理當局薪酬揭露有遵循法令規定之樣本公司，另一組則為高階管理當局薪酬揭露沒有遵循法令規定之樣本公司。本文更進一步，為探討國內企業高階管理當局之薪酬揭露透明度情況，將是否遵循薪酬揭露法令規定，依其薪酬揭露的“詳細程度”再細分成三個透明度等級，並由低而高共區分 1、2 與 3 等三個等級，透明度等級之區分方式與理由，將於下一節實證模型與變數描述中作詳細說明。

(一) 超額薪酬

先前研究指出，當公司治理結構較弱時，會產生較大的代理問題，而導致執行長過度薪酬的情況(Lambert et al. 1993; Mehran 1995; Core et al. 1999)。再者，Coulton et al. (2001)發現管理當局之薪酬揭露透明度與管理當局薪酬水準呈現負向關聯，肇因於當管理當局薪酬水準越高時，越容易導致媒體與外部股東質疑其薪酬自肥，則管理當局透明化揭露其自身薪酬的私有資訊成本越高，

因此管理當局基於自利動機，便越有動機規避其薪酬揭露透明化。但本文認為直接影響到管理當局薪酬揭露的一個重要影響因素應為管理當局的超額薪酬，而非其單純的薪酬水準，因為管理當局薪酬水準高不見得意味著一定意謂著過度薪酬，因此使用管理當局的超額薪酬來解釋企業的薪酬揭露政策應是較佳的變數選擇。

因此當管理當局領取超額薪酬或過度薪酬越高時，越容易導致媒體與外部股東質疑其薪酬自肥，則管理當局透明化揭露其自身薪酬的私有資訊成本越高，因此管理當局基於自利動機，便越有動機規避其薪酬揭露透明化。因此當管理當局之超額薪酬越高時，高階管理者為了模糊化其薪酬揭露，可能進行裁量性揭露，如採行與其他管理當局合併揭露方式，而導致其薪酬揭露不合法令規定。因此，本文預期當管理當局之超額薪酬越高時，因私有資訊之揭露成本越高，導致管理當局薪酬揭露遵循法令規定的可能性越低。同理，當管理當局之超額薪酬越高時，管理當局為了規避外界質疑，會有動機來模糊化其薪酬揭露，而導致管理當局薪酬揭露之透明度等級越低。

基於上述所言，本文針對高階管理當局超額薪酬對企業的薪酬揭露政策之影響，提出下列兩個假說：

H1a：其他條件相同下，當高階管理當局之超額薪酬越高時，則其薪酬揭露未遵循法令規定的可能性越高。

H1b：其他條件相同下，當高階管理當局之超額薪酬越高時，則其薪酬揭露之透明度等級越低。

(二) 未費用化薪酬

在本文樣本期間，依照國內會計準則，將員工紅利與董監酬勞於股東權益變動表中視為盈餘的分配，而未如國際會計準則將其於損益表認列薪酬費用，因此造成盈餘虛增以及過度的員工紅利與董監酬勞，也引起各界的質疑。當公司支付較高上述未費用化薪酬給管理當局時，基於自利動機為避免外界質疑，亦可能會影響到管理當局對其自身薪酬之揭露政策。根據 Verrecchia (1983)，當私有資訊成本越高，則企業的資訊揭露水準將較低。而未費用化薪酬亦屬於管理當局之私有資訊成本之一，預期會影響管理當局薪酬揭露政策。

在本文的樣本期間，員工分紅費用化議題爭議相當大，當管理當局薪酬組成中未費用化薪酬比例越高時，越可能遭受財經媒體、分析師與外部股東等質疑管理當局權衡地多領取未費用化薪酬而少領取費用化薪酬，以美化公司盈餘。因此具機會主義的管理當局基於自利動機，在當領取較高比例的未費用化薪酬時，可能會傾向選擇較不透明的薪酬揭露政策，而導致管理當局薪酬揭露較未遵循法令規定與薪酬揭露的透明度等級較低。

基於上述，本文針對未費用化薪酬比例對高階管理當局的薪酬揭露政策之影響，提出下列兩個假說：

H2a：其他條件相同下，當高階管理當局之未費用化薪酬比例越高時，則其薪酬揭露未遵循法令規定的可能性越高。

H2b：其他條件相同下，當高階管理當局之未費用化薪酬比例越高時，則其薪酬揭露之透明度等級越低。

二、實證模型與變數定義

本文主要探討國內企業董事長與總經理等高階管理當局薪酬之裁量性揭露情況⁷，先利用 Binary Logit 迴歸模型來測試高階管理當局超額薪酬與未費用化薪酬對其薪酬揭露是否遵循法令規定之影響，本研究進一步再將高階管理當局之薪酬揭露情況，由是否遵循法令規定再細分成三個透明度等級，並改採用 Ordered Logit 迴歸模型來測試高階管理當局超額薪酬與未費用化薪酬對其薪酬資訊揭露透明度等級之影響。

本研究欲檢視國內企業高階管理當局之未費用化薪酬比例對其薪酬揭露政策之影響，但因為無法完全精確觀察到支付給高階管理當局之未費用化薪酬，因囿於資料受限，本文分別使用兩種衡量方式來衡量高階管理當局的未費用化薪酬比例，以使實證證據更為嚴謹可靠。其中第一種衡量指標為董事長與總經理等高階管理當局之未費用化薪酬佔其總薪酬之比例($UNCOMP_1$)，此衡量指標的優點為直接衡量高階管理當局之未費用化薪酬比例，但缺點是因為個別高階管理當局所領取的現金紅利無法觀察，因而忽略現金紅利部分，導致存在向下偏誤(downward bias)問題⁸。本研究估算個別高階管理當局的股票紅利市值過程相當繁瑣費時，藉由其持股異動估算其股票分紅股數乘上股東會決議日收盤股價調整權值後之設算參考股價來估算其股票紅利市值⁹。第二種衡量指標為整個公司的未費用化薪酬比例($UNCOMP_2$)，乃因整個公司的員工紅利與董監酬勞於財報有清楚揭露¹⁰，此衡量指標較容易取得為其優點，本文也預期此衡

⁷ 一般而言，董事長與總經理為國內企業普遍最有權力的兩位管理當局，而若管理當局存在過度薪酬自肥抑或領取鉅額未費用化薪酬情況，大都以此兩種職位者最會受到媒體輿論的質疑，因此有較高誘因來模糊化其薪酬揭露政策。

⁸ 在研究樣本期間，高階管理當局之未費用化薪酬中，整體公司的董監酬勞是可以觀察得到，但管理當局之員工紅利就無法個別觀察得到，本文以高階管理當局股權申報資料來估算出其個別股票紅利之薪酬，但管理當局的現金紅利因無法個別觀察受限資料取得而允以排除，但導致向下偏誤之衡量誤差(measurement error)。

⁹ 本文設算高階管理當局股票分紅之股數，是利用管理當局在除權月份與前一月份之持股變動，在扣除股票股利所造成其持股增加數量後，其淨增加持股數即視為其所分配到的股票分紅股數。而股票紅利市值即為股票分紅股數乘上股東會決議日參考股價計算而得。

¹⁰ 國內企業的董監酬勞依規定只能發放現金，故財報上的董監酬勞帳面值即等於其公平價值，但員工紅利依公司法規定可以發放現金亦可發放股票，因此股票紅利需再考慮衡量日股價來設算其公平價值。

量指標將與高階管理當局之未費用化薪酬高度相關，主因董監酬勞只分配給董事與監察人，而根據本研究彙整資料發現許多企業的員工紅利有相當大的比例支付給高階主管，尤其是股票紅利部分。但缺點是非直接衡量高階管理當局的未費用化薪酬，而是以整體公司的未費用化薪酬，仍有衡量誤差問題。

本文參考先前研究(Lang and Lundholm 1993; Frankel et al. 1995; Hossain et al. 1995; Meek et al. 1995; Lang and Lundholm 1996; Healy et al. 1999; Coulton et al. 2001)，實證模型的控制變數為資料可取得的變數包括公司規模、同期獲利績效、成長機會、財務槓桿等。此外，Singhvi and Desai (1971)、Raffournier (1995)、Patton and Zelenka (1997)、Bassett et al. (2007)也指出由前 N 大事務所所查核的公司有較高的資訊揭露水準。本文實證模型如下：

$$DISCLO_{it} = \beta_0 + \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln\ SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$DISRANK_{it} = \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln\ SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中各變數的定義與衡量說明如下：

薪酬揭露變數：

$DISCLO_t$ ：該年度 t 董事長與總經理等高階管理當局之薪酬揭露是否遵循法令規定之虛擬變數。若遵循揭露規定為 1，反之，若未遵循揭露規定則為 0。

$DISRANK_t$ ：該年度 t 董事長與總經理等高階管理當局之薪酬揭露透明度等級。本文依其薪酬揭露的“詳細程度”來衡量其透明度等級，並由低而高共區分 1、2 與 3 等三個等級。其中當董事長與總經理兩人均未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者則歸類為 1，此種情況的揭露透明度最低¹¹。而當董事長與總經理兩人其中一人未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者則歸類為 2。當董事長與總經理均已依規定分別列示其薪酬者則歸類為 3。

測試變數：

EX_COMP_t ：該年度 t 高階管理當局之估計超額薪酬衡量指標，本文以該年度 t 董事長與總經理總薪酬之估計超額薪酬合計數並經同期銷貨淨額平減來衡量，以同期銷貨淨額平減乃考慮公司規模差異。

¹¹ 如附註 7 所言，當董事長與總經理領取過度薪酬自肥或鉅額未費用化薪酬情況，較易受到媒體輿論的矚目，較有強烈誘因產生較不透明的董事長與總經理之薪酬揭露政策，因此本文將董事長或總經理兩者均未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者歸類為揭露透明度最低等級 1。

$UNCOMP_{1,t}$ ：該年度 t 的未費用化薪酬比例之衡量指標 1，直接衡量董事長與總經理等高階管理當局之未費用薪酬比例，以（董事長與總經理之股票紅利公平價值＋董事長與總經理之董監酬勞）／董事長與總經理總薪酬合計數 $\times 100\%$ 來衡量。

$UNCOMP_{2,t}$ ：該年度 t 的未費用化薪酬比例之衡量指標 2，衡量整體公司之未費用薪酬比例，以（員工紅利公平價值＋董監事酬勞）／（財報薪資費用＋員工紅利公平價值＋董監事酬勞） $\times 100\%$ 來衡量，其中財報薪資費用除包括一般的薪資費用外，另外包括製造費用中的直接人工與間接人工。

控制變數：

$Ln SALES_t$ ：公司的營收規模，以控制公司規模對薪酬揭露的影響，本文以該年度銷貨淨額取自然對數來衡量。

ROA_t ：獲利能力指標，本文以該年度稅前息前淨利除以總資產來衡量。

$GROWTH_{t-2,t}$ ：公司的成長機會，本文以前三個年度年底的公司資產市場價值對帳面價值比平均數來衡量公司成長機會。預期成長機會越高的企業，愈怕高階主管被挖角，因此傾向選擇較不透明的薪酬揭露政策。

$Big_{4,t}$ ：財務報表是否由前四大會計師事務所簽證之虛擬變數，若是為 1，否則為 0。本文利用此變數來控制審計品質對資訊揭露之影響。

LEV_t ：年底的財務槓桿，本文以該年度總負債除以總資產所計算出的負債比率來衡量企業的財務槓桿程度。

$YEAR_j$ ：樣本年度 j 之虛擬變數。本文設定民國 90 年為基準年度，即若為民國 90 年的樣本，其 3 個控制年度的虛擬變數均為 0。若屬於民國 91 年的樣本，則 $YEAR_{91}$ 為 1，其他為 0。其餘類推。

為了估計董事長與總經理等高階管理當局之超額薪酬，本研究先以式 3 發展出均衡合理薪酬水準之決定模型，再藉由式 4，以實際董事長與總經理之總薪酬減掉均衡薪酬水準模型所估計董事長與總經理之正常合理薪酬(normal compensation; fair compensation)，來估計其超額薪酬。本文估計超額薪酬模型如式 3 與式 4 所示：

$$\begin{aligned} COMPEN_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Ln SALES_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 RET_{it} + \beta_4 GROWTH_{it-2,t} \\ & + \beta_5 HOLD_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 STDROA_{it} + \beta_8 STDRET_{it} \\ & + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

$$EX_COMP_{it} = COMPEN_{it} - COMPEN^*_{it} = \varepsilon_{it} \quad (4)$$

各個變數的定義與衡量說明如下：

- $COMPEN_t$ ：該年度董事長與總經理總薪酬之公平價值合計數¹²。
- EX_COMP_t ：該年度董事長與總經理等高階管理當局之估計超額薪酬。
- $COMPEN^*_t$ ：藉由式 3 所估算該年度董事長與總經理等高階管理當局之估計正常薪酬。
- $Ln\ SALES_t$ ：該年度銷貨淨額取自然對數，以考慮企業規模對高階管理當局正常薪酬之影響。
- ROA_t ：該年度資產報酬率，以該年度稅前息前淨利除以總資產來衡量獲利能力，以考慮同期獲利績效對高階管理當局正常薪酬之影響。
- RET_t ：該年度年股票報酬率，以考慮同期市場績效對高階管理當局正常薪酬之影響。
- $GROWTH_{t-2,t}$ ：以前三個年度年底的公司資產市場價值對帳面價值比平均數來衡量公司成長機會，以考慮成長機會對高階管理當局正常薪酬之影響。
- $HOLD_t$ ：該年度年底的董事長與總經理之合計持股比率，以考慮高階管理當局持股對其正常薪酬之影響。
- LEV_t ：以該年度年底總負債除以總資產所計算出的負債比率來衡量企業的財務槓桿程度，以考慮財務槓桿對高階管理當局正常薪酬之影響。
- $STDROA_t$ ：前五個年度的資產報酬率之標準差。
- $STDRET_t$ ：前五個年度的年股票報酬率之標準差。
- $YEAR_j$ ：樣本年度 j 之虛擬變數。本文設定民國 90 年為基準年度，即若為民國 90 年的樣本，其 3 個控制年度的虛擬變數均為 0。若屬於民國 91 年的樣本，則 $YEAR_{91}$ 為 1，其他為 0。其餘類推。

肆、資料來源與敘述性統計

一、資料來源與樣本篩選

本文探討國內企業之未費用化薪酬與超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露政策之影響，本研究所使用的資料主要來自股東會年報、年度財務報告以及台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫，其中關於董事長與總經理薪酬與揭露透明度資訊從各公司股東會年報與年度財務報告以人工逐筆蒐集而得，財務資料取自 TEJ finance 模組，股價資料來自 TEJ equity 模組。

基於本文欲探討國內企業高階管理當局薪酬之裁量性揭露情況，因此以薪酬揭露規定改為分級距彙總揭露前之樣本來測試，本研究以民國 90 年至 93 年

¹² 某些公司揭露其管理當局薪酬時，將董事長薪酬與其他董監事合併揭露，將總經理薪酬與其他高階主管合併揭露，因而導致無法分別觀察到實際董事長薪酬與總經理薪酬。本研究只好選擇使用管理當局薪酬平均數來當作代理變數，但難以避免會產生向下偏誤問題。此衡量誤差有可能導致超額薪酬與揭露透明度的虛假正相關，致使本文假說 H1a 與 H1b 兩者負向關聯將較不易成立，而若本文實證結果超額薪酬與揭露透明度兩者呈現顯著負向關聯，則有更強證據支持假說 H1a 與 H1b 成立。

國內企業高階管理當局之薪酬揭露政策進行實證分析¹³，以國內上市公司為研究樣本公司，樣本排除研究樣本間被合併公司、下市公司與改列全額交割股公司。此外，本文之實證分析需要完整的前三個年度的成長機會指標，且在刪除一些資料不齊全公司，最後篩選出 1,899 個有效觀察值，其中包括 657 個觀察值屬於資訊電子業，而另外的 1,242 個觀察值屬於非資訊電子業。

二、敘述性統計分析

(一) 高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定

本文表一 Panel A 列示民國 90 年至 93 年上市樣本觀察值所揭露的董事長與總經理等高階管理當局之薪酬資訊是否遵循法令規定的統計結果。由表一 Panel A 可以發現，所有上市樣本公司有 89.63% 有遵循薪酬揭露規定，10.37% 沒有遵循法令規定。區分資訊電子業與非資訊電子業來看，資訊電子業未遵循法令規定的比例為 17.20%，相對地，非資訊電子業未遵循法令規定的比例只有 6.76%，顯示資訊電子業不符合規定的比例明顯高於非資訊電子業。值得注意的是，外資恰常質疑國內資訊電子業存在較嚴重的未費用化薪酬問題，而國內媒體也恰常質疑國內資訊電子業有許多高階主管領取過度薪酬。

(二) 高階管理當局薪酬揭露之透明度等級

本研究把樣本公司的高階管理當局薪酬揭露透明度等級之統計結果列示於表一 Panel B。表一 Panel B 顯示，所有樣本公司的薪酬揭露透明度等級，以第 3 等級最多，達 89.63%，而第 1 與第 2 等級分別佔所有樣本公司的 5.16% 與 5.21%。有趣的是，若將所有樣本公司區分為資訊電子公司與非資訊電子公司，兩組樣本的薪酬揭露透明度等級之分配出現明顯地差異，資訊電子樣本公司有高達 17.20% 屬於揭露透明度較低的第 1、2 等級，而非資訊電子樣本公司卻只有 6.76%，此結果顯示國內資訊電子業在薪酬揭露透明度反而較非資訊電子業來得低，此現象似乎並不尋常，本文揣測可能與資訊電子業發放較高的超額薪酬與未費用化薪酬有關，但尚須本文後續實證分析來佐證。

(三) 敘述性統計量

本研究針對 1,899 個有效觀察值進行敘述性統計分析，其敘述性統計量列於表二。有關薪酬揭露變數部分，董事長與總經理等高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定之虛擬變數(DISCLO)平均數為 0.90，即約有 90% 的樣本公司有遵循法令規定，只約有 10% 的樣本公司沒有遵循法令規定，顯示大部分公司有

¹³ 由於國內外財經媒體與外資從民國 90 年起開始質疑員工紅利與董監酬勞會計處理（尤其是員工紅利部分），因此本文樣本期間選擇從民國 90 年開始；此外，因主管機關修改管理當局薪酬揭露規定，從民國 94 年起，將年報揭露董監事與總經理個別薪酬數字由分人分項揭露改為彙總揭露與揭露各薪酬級距人數，即分人分項揭露規定僅止於民國 93 年財務報告與股東會年報，因此本文樣本期間選擇為民國 90 年至 93 年。

遵循薪酬揭露規定。董事長與總經理等高階管理當局薪酬揭露透明度等級 (*DISRANK*) 的平均數為 2.84, 顯示所有觀察值的薪酬揭露透明度平均介於 2 到 3 之間, 中位數為 3, 顯示有超過一半以上的公司屬於薪酬揭露透明度最高的第 3 等級。

表一 民國 90 年至 93 年高階管理當局薪酬揭露情況之統計結果

Panel A: 高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定之統計結果				
是否遵循法令規定 ¹	是	否	合計	
資訊電子業樣本公司 (家數)	544	113	657	
家數所佔比例 (%)	82.80	17.20	100	
非資訊電子業樣本公司 (家數)	1,158	84	1,242	
家數所佔比例 (%)	93.24	6.76	100	
所有樣本公司 (家數)	1,702	197	1,899	
家數所佔比例 (%)	89.63	10.37	100	
Panel B: 高階管理當局薪酬揭露透明度等級之統計結果				
揭露透明度等級 ²	1	2	3	合計
資訊電子業樣本公司 (家數)	57	56	544	657
家數所佔比例 (%)	8.68	8.52	82.80	100
非資訊電子業樣本公司 (家數)	41	43	1,158	1,242
家數所佔比例 (%)	3.30	3.46	93.24	100
所有樣本公司 (家數)	98	99	1,702	1,899
家數所佔比例 (%)	5.16	5.21	89.63	100

註：1. 依據樣本期間「證券發行人財務報告編制準則」以及「公開發行公司年報應行記載事項」規定，企業應於年度財務報告與股東會年報，揭露其董事、監察人、總經理及副總經理等管理當局之薪酬資訊。本表為董事長與總經理等高階管理當局是否依規定分別揭露其薪酬之家數與比例。

2. 本文依董事長與總經理等高階管理當局薪酬揭露的“詳細程度”來衡量薪酬透明度等級，並由低而高共區分為 1、2 與 3 等三個等級。其中當董事長與總經理兩人均未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者則歸類為 1。而當董事長與總經理兩人其中一人未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者則歸類為 2。當董事長與總經理均已按規定分別揭露其薪酬者則歸類為 3。

樣本公司董事長與總經理薪酬公平價值合計數 (*COMPEN*) 之平均數與中位數分別為 10,724 仟元與 5,245 仟元，而經同期銷貨淨額平減後董事長與總經理薪酬之估計超額薪酬衡量指標 (*EX_COMP*)，其平均數與中位數分別為 0.00% 與 0.01%。關於未費用化薪酬變數，第一種未費用化薪酬比例的衡量指標為董事長與總經理之未費用化薪酬佔其總薪酬之比例 (*UNCOMP₁*)，其平均數與中位數分別為 7.88% 與 3.41%，極大值高達 98.15%，而極小值則為 0。整個公司之未費用化薪酬比例 (*UNCOMP₂*) 的平均數與中位數分別為 15.05% 與 3.67%，尤其是極大值高達 98.18% 與極小值為 0，顯示樣本中觀測值間的整個公司之未費用化薪酬比例存在相當的差異，平均數 15.05% 表示樣本公司平均約有 15% 未費

用化薪酬並未於財報上認列薪酬費用，而極大值 98.18%表示有高達約 98%的未費用化薪酬，其薪酬成本低估相當嚴重，也對其盈餘品質產生重大影響。極小值為 0，表示其沒有本文所定義的未費用化薪酬。

表二 敘述性統計量

	平均數	中位數	極大值	極小值	標準差
A. 薪酬揭露變數					
<i>DISCLO</i>	0.90	1.00	1.00	0.00	0.29
<i>DISRANK</i>	2.84	3.00	3.00	1.00	0.47
B. 測試變數					
<i>COMPEN</i> (仟元)	10,724	5,245	987,020	0	35,852
<i>EX_COMP</i> (%)	0.00	0.01	78.27	-102.75	5.48
<i>UNCOMP₁</i> (%)	7.88	3.41	98.15	0.00	20.54
<i>UNCOMP₂</i> (%)	15.05	3.67	98.18	0.00	22.67
C. 控制變數					
<i>SALES</i> (百萬元)	11,493	3,184	421,669	8.91	29,451
<i>ROA</i> (%)	5.20	4.89	50.64	-60.40	7.98
<i>GROWTH</i>	1.32	1.05	10.52	0.28	2.67
<i>Big₄</i>	0.82	1.00	1.00	0.00	0.38
<i>LEV</i> (%)	41.13	40.38	95.93	2.08	16.40

註：

DISCLO = 董事長與總經理等高階管理當局之薪酬揭露是否遵循法令規定之虛擬變數。若遵循揭露規定為 1，反之，若未遵循揭露規定則為 0。

DISRANK = 董事長與總經理等高階管理當局之薪酬揭露透明度等級。本文依其薪酬揭露的“詳細程度”來衡量其透明度等級，並由低而高共區分 1、2 與 3 等三個等級。其中當董事長與總經理兩人均未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者則歸類為 1。而當董事長與總經理兩人其中一人未分別列示其薪酬，而與其他董事或經理人合併揭露者則歸類為 2。當董事長與總經理均已依規定分別列示其薪酬者則歸類為 3。

COMPEN = 該年度的董事長與總經理總薪酬之公平價值合計數。

EX_COMP = 該年度董事長與總經理總薪酬之估計超額薪酬合計數（單位：仟元）並經同期銷貨淨額（單位：百萬元）平減。

UNCOMP₁ = 該年度的未費用化薪酬比例之衡量指標 1，以（董事長與總經理之股票紅利公平價值 + 董事長與總經理之董監酬勞）/ 董事長與總經理總薪酬合計數 × 100% 來衡量。

UNCOMP₂ = 該年度的未費用化薪酬比例之衡量指標 2，以（員工紅利公平價值 + 董監事酬勞）/（報表薪資費用 + 員工紅利公平價值 + 董監事酬勞）× 100% 來衡量，其中報表薪資費用除包括一般的薪資費用外，另外包括製造費用中的直接人工與間接人工。

SALES = 該年度之銷貨淨額。

ROA = 該年度之資產報酬率，本文以息前稅前淨利除以總資產來衡量。

GROWTH = 公司的成長機會，本文以公司前三個年度年底的公司資產市場價值對帳面價值比之平均數來衡量。

Big₄ = 財務報表是否由前四大會計師事務所簽證之虛擬變數，若是為 1，否則為 0。

LEV = 該年度年底之負債比率，本文以總負債除以總資產來衡量企業的負債比率。

伍、實證結果與分析

一、高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定

本研究先利用 Binary Logit 模型來測試高階管理當局估計超額薪酬衡量指標(*EX_COMP*)與兩種國內特有的未費用化薪酬衡量指標(*UNCOMP*)對高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定之影響, 所作迴歸結果列示於表三。由表三第 1 欄與第 2 欄, 結果顯示以營收規模平減之高階管理當局估計超額薪酬的係數均顯著為負 (t 值分別為為 -3.20 與 -3.66), 乃因當高階管理當局超額薪酬越高時, 其揭露私有資訊之成本越高, 高階管理當局越有動機來降低薪酬揭露, 而導致較傾向於不遵循揭露法令規定, 符合本文預期並支持假說 H1a 成立。由表三第 1 欄結果, 顯示董事長與總經理之未費用化薪酬比例(*UNCOMP₁*)的係數顯著為負, 且達到 1% 顯著水準 (t 值為 -4.55), 乃因在本文樣本期間, 國內企業之員工紅利與董監酬勞尚未費用化, 當高階管理當局領取過高未費用化薪酬時, 可能遭受財經媒體、分析師與投資人等質疑管理當局權衡地多領取無須費用化薪酬而少領取費用化薪酬, 以美化公司盈餘, 而選擇模糊化其薪酬揭露, 導致與是否遵循揭露法令規定呈現負向關聯。上述結果與本文預期一致, 並支持假說 H2a。表三第 2 欄之結果顯示第二種未費用化薪酬指標即整個公司之未費用化薪酬比例(*UNCOMP₂*)的係數亦顯著為負, 且達到 1% 顯著水準 (t 值為 -2.92), 此結果仍然支持假說 H2a。

表三結果顯示有一些控制變數會顯著地影響到高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定, 如營收規模(*Ln SALES*)與薪酬揭露是否遵循法令規定的可能性呈現顯著負向關聯且均達到 1% 顯著水準 (t 值分別為 -7.13 與 -8.06), 即營收規模越大的公司, 其薪酬揭露越可能不遵循法令規定, 此結果並不符合本文預期, 也與先前國外文獻結論不一致(Lang and Lundholm 1993; Hossain et al. 1995; Meek et al. 1995; Coulton et al. 2001)。令人詫異的是, 營收規模越大的公司其薪酬揭露反而越可能不遵循法令規定, 此現象應值得深思。此外, 值得關注的是, 是否由前四大事務所簽證之虛擬變數的係數均顯著為負且均達到 1% 顯著水準, 與本文預期不符, 也與先前資訊揭露文獻並不一致(Singhvi and Desai 1971; Raffournier 1995; Patton and Zelenka 1997; Bassett et al. 2007)。揣測其因, 可能是四大會計師事務所之簽證會計師認為主管機關並不會嚴查此部分揭露, 因為公司規模變數顯著為負, 而大型公司大多為四大會計師事務所簽證, 因此會計師考量審計風險不高情況下, 便通融機會主義的高階管理當局未遵循法令規定而模糊化揭露其薪酬資訊。最後, 財務槓桿(*LEV*)的係數均顯著為正, 顯示高槓桿公司會增加資訊揭露, 以降低資訊不對稱與舉債資金成本, 結果與先前文獻結論一致。

表三 高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定之 Binary Logit 迴歸結果

$$DISCLO_{it} = \beta_0 + \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln\ SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it}$$

	預期符號	高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定(DISCLO) ²	
截距項	?	10.536 (9.89)***	11.051 (10.52)***
EX_COMP ¹	-	-32.855 (-3.20)***	-37.137 (-3.66)***
UNCOMP ₁	-	-0.016 (-4.55)***	-
UNCOMP ₂	-	-	-0.013 (-2.92)***
Ln SALES	+	-0.488 (-7.13)***	-0.536 (-8.06)***
ROA	+	0.006 (0.39)	0.016 (1.00)
GROWTH	-	0.070 (0.46)	0.106 (0.68)
Big_4	+	-1.110 (-2.88)***	-1.126 (-2.89)***
LEV	+	0.012 (1.73)*	0.016 (2.44)**
LR 統計量		152.36	140.42
P 值		0.000	0.000

註：1.各變數說明詳見表二。

2.括弧內表示估計參數之 t 統計量。*表示在 10%顯著水準，**表示 5%顯著水準，***表示 1%顯著水準。

二、高階管理當局薪酬揭露透明度等級

本研究進一步再將高階管理當局之薪酬揭露情況，由是否遵循法令規定再細分成三個透明度等級，並改採用 Ordered Logit 迴歸模型來測試估計超額薪酬與未費用化薪酬對高階管理當局薪酬資訊揭露透明度等級之影響。由表四第 1 欄，發現經由營收規模平減之高階管理當局估計超額薪酬的迴歸係數顯著為負，乃因為當高階管理當局超額薪酬越高時，越容易導致各界質疑其薪酬自肥，即私有資訊成本越高，則高階管理當局越有動機將其薪酬揭露模糊化，而導致與薪酬揭露透明度等級呈現顯著負向關聯，且達到 1%顯著水準 (t 值為 -2.85)，此結果與本文預期一致，並支持假說 H1b。第 2 欄之結果其係數亦顯著為負 (t 值為 -3.75)，仍支持假說 H1b^{14, 15}。表四第 1 欄之結果顯示董事

¹⁴ 本文亦參考 Coulton et al. (2001) 直接以「高階管理當局薪酬水準」(以同期銷貨淨額平減) 來測試其對薪酬揭露透明度之影響(基於篇幅考量其結果未列表)，結果其估計係數亦顯著為負 (t 值分別為 -2.39 與 -3.16)，與 Coulton et al. (2001) 結論一致。

¹⁵ 本文另加入「高階管理當局估計正常薪酬水準」(以同期銷貨淨額平減) 於迴歸模型加以測試，其結果顯示估計正常薪酬並未如估計超額薪酬水準一般會顯著地影響管理當局薪酬揭露政策(基於篇幅考量其結果未列表)，其中薪酬揭露變數為 DISCLO 時，估計迴歸係數之 t 值分別僅為 -0.26 與 -0.69 (p 值分別為 0.80 與 0.49)；薪酬揭露變數為 DISRANK 時，估計迴歸係數之 t 值亦分別僅為 -0.43 與 -0.79 (p 值分別為 0.67 與 0.42)。作者感謝匿名審稿人提供寶貴意見。

長與總經理之未費用化薪酬比例的係數顯著為負，且達到 1%顯著水準 (t 值為 -4.38)，乃因當高階管理當局領取過高未費用化薪酬時，機會主義的高階管理當局基於自利動機選擇模糊化的薪酬揭露政策，以規避各界的質疑，而導致與薪酬揭露透明度等級呈現負向關聯，上述結果與本文預期一致，且支持假說 H2b。表四第 2 欄之結果亦顯示整個公司之未費用化薪酬比例的係數顯著為負，且達到 1%顯著水準 (t 值為 -3.13)，此結果仍然支持假說 H2b。

表四 高階管理當局薪酬揭露透明度等級之 Ordered Logit 迴歸結果

$$DISRANK_{it} = \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln\ SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it}$$

	預期符號	高階管理當局薪酬揭露透明度等級 (<i>DISRANK</i>) ²	
<i>EX_COMP</i> ¹	-	-27.581 (-2.85)***	-33.521 (-3.75)***
<i>UNCOMP</i> ₁	-	-0.015 (-4.38)***	-
<i>UNCOMP</i> ₂	-	-	-0.014 (-3.13)***
<i>Ln SALES</i>	+	-0.486 (-7.19)***	-0.534 (-8.10)***
<i>ROA</i>	+	0.004 (0.25)	0.014 (0.92)
<i>GROWTH</i>	-	0.038 (0.25)	0.098 (0.63)
<i>Big_4</i>	+	-1.087 (-2.86)***	-1.098 (-2.85)***
<i>LEV</i>	+	0.009 (1.28)	0.014 (2.10)**
LR 統計量		150.59	141.50
P 值		0.000	0.000

註：1. 各變數說明詳見表二。

2. 括弧內表示估計參數之 t 統計量。**表示 5%顯著水準，***表示 1%顯著水準。

在控制變數部分，仍與先前的表三實證結果相似，其中營收規模的係數仍然顯著為負且達 1%顯著水準，即營收規模越大的公司，其高階管理當局之薪酬揭露透明度反而越低，此結果仍不符合本文預期，也與先前國外文獻結論不一致(Lang and Lundholm 1993; Hossain et al. 1995; Meek et al. 1995; Coulton et al. 2001)。此外，是否由前四大事務所簽證之虛擬變數的係數仍顯著為負且達 1%顯著水準，仍與本文預期不符，也與先前資訊揭露文獻並不一致(Singhvi and Desai 1971; Raffournier 1995; Patton and Zelenka 1997; Bassett et al. 2007)。

三、敏感性分析

(一) 改以 Binary Probit 模型與 Ordered Probit 模型來作測試

Binary Logit 模型與 Ordered Logit 模型乃基於其累積分配函數為 Logistic 分配, 但若其累積分配函數為常態分配, 則應改以 Binary Probit 模型與 Ordered Probit 模型來作測試, 以測試結果是否一致。本文將表三與表四的實證模型, 改以 Binary Probit 模型與 Ordered Probit 模型重新進行迴歸分析, 其結果列示於表五。

表五 敏感性分析：改以 Binary Probit 模型與 Ordered Probit 模型之實證結果

$$DISCLO_{it}, DISRANK_{it} = \beta_0 + \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it}$$

	預期符號	高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定(DISCLO) ²		高階管理當局薪酬揭露透明度等級(DISRANK)	
<i>EX_COMP</i> ¹	—	-18.635 (-3.07)***	-20.801 (-3.64)***	-16.031 (-2.74)***	-18.690 (-3.41)***
<i>UNCOMP</i> ₁	—	-0.009 (-4.50)***	—	-0.008 (-4.09)***	—
<i>UNCOMP</i> ₂	—	—	-0.007 (-2.85)***	—	-0.007 (-2.97)***
LR 統計量		155.89	143.90	150.92	143.16
P 值		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數說明詳見表二。

2. 括弧內表示估計參數之 t 統計量。***表示 1% 顯著水準。

表五結果顯示, 高階管理當局估計超額薪酬的係數仍均顯著為負, 且均達到 1% 顯著水準 (t 值分別僅為 -3.07 與 -3.64), 此結果仍支持假說 H1a。第 3 欄與第 4 欄的係數均顯著為負 (t 值分別為 -2.74 與 -3.41), 此結果亦仍支持假說 H1b。表五第 1 欄與第 2 欄之結果顯示兩種未費用化薪酬比例指標的係數均顯著為負, 且均達到 1% 顯著水準 (t 值分別為 -4.50 與 -2.85), 即當高階管理當局未費用化薪酬越高時, 則高階管理當局薪酬揭露較傾向於不遵循法令規定, 上述結果仍與本文預期一致, 並支持假說 H2a。表五第 3 欄與第 4 欄之結果亦顯示兩種未費用化薪酬比例指標的係數均顯著為負, 且均達到 1% 顯著水準 (t 值分別為 -4.09 與 -2.97), 即當高階管理當局未費用化薪酬比例越高時, 則其薪酬揭露透明度等級越低, 此結果仍然支持假說 H2b。控制變數部分則仍與先前結果相似 (此結果未列示)。綜合而言, 改以 Binary Probit 模型與 Ordered Probit 模型所進行測試之實證結果與本文先前結果相似, 因此本文先前結果具有穩健性。

(二) 超額薪酬以其他變數平減

本文先前以銷貨規模來平減董事長與總經理估計超額薪酬水準, 以考慮公司規模差異問題。本文進一步以其他規模變數來平減估計超額薪酬水準, 以測試結果是否一致¹⁶, 改以總資產帳面值與總資產市值來平減之實證結果分別列示於表六 Panel A 與 Panel B。

表六 敏感性分析：超額薪酬以其他變數平減之實證結果

$$DISCLO_{it}, DISRANK_{it} = \beta_0 + \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln\ SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it}$$

Panel A：以總資產帳面值平減

	預期符號	高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定(DISCLO) ²	高階管理當局薪酬揭露透明度等級(DISRANK)
<i>EX_COMP</i> ¹	—	-210.305 (-2.43)**	-267.766 (-3.03)***
<i>UNCOMP</i> ₁	—	-0.014 (-3.94)***	-116.197 (-2.60)***
<i>UNCOMP</i> ₂	—	—	-161.871 (-3.72)***
		-0.012 (-2.72)***	-0.014 (-3.99)***
LR 統計量		155.56	147.67
P 值		0.000	0.000

Panel B：以總資產市值平減

	預期符號	高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定(DISCLO)	高階管理當局薪酬揭露透明度等級(DISRANK)
<i>EX_COMP</i>	—	-317.193 (-2.74)***	-382.819 (-3.43)***
<i>UNCOMP</i> ₁	—	-0.014 (-3.77)***	-128.558 (-2.52)**
<i>UNCOMP</i> ₂	—	—	-178.025 (-3.45)***
		-0.012 (-2.65)***	-0.014 (-3.98)***
LR 統計量		158.50	151.48
P 值		0.000	0.000

註：1. 各變數說明詳見表二。

2. 括弧內表示估計參數之 t 統計量。**表示 5% 顯著水準，***表示 1% 顯著水準。

表六 Panel A 顯示，高階管理當局估計超額薪酬的係數均顯著為負，其中第 1 欄與第 2 欄的係數 t 值分別為 -2.43 與 -3.03，分別達到 5% 與 1% 顯著水準，此結果仍支持假說 H1a。第 3 欄與第 4 欄的係數仍均顯著為負 (t 值分別為 -2.60 與 -3.72)，此結果仍支持假說 H1b。表六 Panel B 列示以總資產市值來平減超額薪酬的實證結果，與 Panel A 結果相當一致。表六 Panel A 與 Panel B 結果顯示兩種未費用化薪酬比例指標的係數仍然均顯著為負，且均達到 1% 顯著水準，並仍支持假說 H2a 與 H2b。此外，本文另以董事長與總經理之總薪酬

¹⁶ 作者感謝匿名審稿人提供寶貴意見，建議另以總資產帳面值與總資產市值等變數來平減並進行測試。

水準平減進行測試，其結果仍與先前結論相似（此結果並未列示）。改以其他規模變數來平減估計超額薪酬水準之實證結果與本文先前結果仍然相當一致，因此本文先前結果具有相當穩健性。

（三）刪除極端值

極端值亦有可能影響實證結果，因此本文在刪除自變數之極端觀察值（平均數加減三個標準差以外之觀察值）來另作測試，以驗證結果是否一致，其實證結果列示於表七。表七第 1 欄與第 2 欄顯示，高階管理當局估計超額薪酬的係數仍顯著為負（t 值分別為 -2.88 與 -2.98），且均達 1% 顯著水準，此結果仍支持假說 H1a，第 3 欄與第 4 欄的係數亦均顯著為負（t 值分別為 -3.11 與 -3.22），此結果仍支持假說 H1b。表七結果顯示兩種未費用化薪酬比例指標的係數仍均顯著為負，第一種未費用化薪酬比例指標之 t 值分別為 -4.09 與 -4.35，第二種未費用化薪酬比例指標之 t 值則分別為 -2.03 與 -2.37，分別達到 1% 與 5% 顯著水準，並依然支持假說 H2a 與 H2b。表七結果仍與先前結論仍相當一致，因此本文先前結果具有穩健性。

表七 敏感性分析：刪除極端值後之實證結果

$$DISCLO_{it}, DISRANK_{it} = \beta_0 + \beta_1 EX_COMP_{it} + \beta_2 UNCOMP_{it} + \beta_3 Ln\ SALES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it-2,t} + \beta_6 Big_4_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \sum_{j=91}^{93} \theta_j YEAR_{ij} + \varepsilon_{it}$$

預期符號	高階管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定(DISCLO) ²		高階管理當局薪酬揭露透明度等級(DISRANK)		
<i>EX_COMP</i> ¹	-	-222.945 (-2.88)***	-228.941 (-2.98)***	-238.943 (-3.11)***	-244.106 (-3.22)***
<i>UNCOMP</i> ₁	-	-0.021 (-4.09)***	-	-0.022 (-4.35)***	-
<i>UNCOMP</i> ₂	-	-	-0.010 (-2.03)**	-	-0.012 (-2.37)**
LR 統計量		131.05	118.89	135.46	122.90
P 值		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1.各變數說明詳見表二。

2.括弧內表示估計參數之 t 統計量。**表示 5% 顯著水準，***表示 1% 顯著水準。

陸、結論與建議

在本文樣本期間，依照國內會計準則，將員工紅利與董監酬勞於股東權益變動表中視為盈餘的分配，而未如國際會計準則將其於損益表認列薪酬費用，因此造成盈餘虛增與較低的盈餘資訊透明度，也引起各界尤其是國外機構投資人的質疑。當公司支付較高上述未費用化薪酬給高階管理當局時，基於避免被外界質疑的自利動機，將可能會影響到高階管理當局對其自身薪酬之揭露政策。同樣地，當高階管理當局支領較高超額薪酬時，越容易導致媒體與外部股

東質疑其薪酬自肥，基於自利動機，亦有較高動機規避其薪酬揭露透明化。過去國內文獻鮮少針對高階管理當局的薪酬揭露透明度加以探討，本文特別檢視估計超額薪酬與國內特有的未費用化薪酬對高階管理當局薪酬揭露政策之影響，並分別針對薪酬揭露是否遵循法令規定與薪酬揭露透明度等級加以探討。

本文實證結果發現，除一般影響薪酬揭露決定因素以外，當未費用化薪酬以及估計超額薪酬越高時，則其高階管理當局薪酬揭露顯著地比較不會遵循法令規定。此外，本文亦發現當未費用化薪酬以及估計超額薪酬越高時，則其高階管理當局的薪酬揭露透明度等級顯著較低。本文發現當企業的未費用化薪酬越高時，不僅使財報的盈餘品質越低，也導致其薪酬揭露透明度越低，呈現公司治理弱化情況。本研究發現當國內特有的未費用化薪酬越高時，其高階管理當局的薪酬揭露透明度顯著較低，乃因樣本期間內員工紅利與董監酬勞並未費用化，當高階管理當局領取過高未費用化薪酬時，除可能遭受各界質疑其過高薪酬外，甚至質疑高階管理當局權衡地多領取無須費用化薪酬而少領取費用化薪酬，以美化公司盈餘，因此，在支領較高的未費用化薪酬時，機會主義的管理當局基於自利動機，便選擇規避清楚地揭露其本身薪酬。綜而言之，本文結果提供一個特殊的證據，即員工紅利與董監酬勞等未費用化薪酬會顯著地影響到國內企業的高階管理當局之薪酬揭露政策。

此外，本文也發現一些控制變數會影響到高階管理當局之薪酬資訊揭露，如公司營收規模與薪酬資訊揭露透明度呈現負向關聯。即營收規模較大的公司，反而其薪酬揭露較可能未遵循法令規定與揭露透明度越低，此結果與先前國外文獻結論並不一致(Lang and Lundholm 1993; Hossain et al. 1995; Meek et al. 1995; Coulton et al. 2001)，此現象應值得留意。此外，本文亦發現前四大會計師事務所簽證時，高階管理當局薪酬揭露反而揭露較未遵循法令規定且透明度較低，也與先前資訊揭露文獻並不一致(Singhvi and Desai 1971; Raffournier 1995; Patton and Zelenka 1997)，上述結果顯示高階管理當局薪酬資訊揭露，因涉及較為敏感的薪酬部分，導致與一般資訊揭露研究並不一致的結果。

基於本文所發現國內高階管理當局薪酬揭露情況，本文建議，主管機關應加強監督管理當局薪酬揭露是否遵循法令規定，以符合法令加強資訊揭露的意旨，並可提升公司治理。此外，金管會於民國 95 年 1 月 16 日宣布修訂「公開發行公司年報應行記載事項準則」，將年報揭露董監事與總經理個別薪酬數字由分人分項揭露改為彙總揭露與揭露各薪酬級距人數，將使國內董監事與高階主管薪酬揭露更加不透明，反而違反目前各國加強董事與高階主管薪酬揭露透明化的趨勢。因此本文亦建議主管機關能遵循資訊揭露透明化趨勢，未來在修改管理當局薪酬揭露法令規定時，能採行更透明化的薪酬資訊揭露，除可保障投資人權益以外，亦有助於提升國家公司治理評等與企業的公司治理。本文實證結果具有相當政策意涵，確可提供主管機關對管理當局薪酬揭露法令修改之政策依據。

參考文獻

- 刁韶季，2005，薪水富豪百大排行榜—自肥老闆 瘦了股東，財訊，第 279 期（6 月）：170-174。
- 吳修辰，2005，董監薪酬揭露制度大走回頭路—小股東看不見大老闆薪資條，商業周刊，第 919 期（7 月）：82-84。
- 林有志與曾乾豪，2007，財務透明度對盈餘資訊性之影響，當代會計，第 8 卷第 2 期（11 月）：155-180。
- 林維珩與陳昭蓉，2005，股票市場對強制性財務預測誤差預期之研究，管理學報，第 22 卷第 5 期（10 月）：585-606。
- 林維珩與盧鎮瑋，2005，股價對強制性財務預測反應之效率性研究，會計評論，第 41 期（7 月）：53-75。
- 金成隆、紀信義與林裕凱，2005，強制性財務預測與法人說明會關聯性之研究，管理學報，第 22 卷第 5 期（10 月）：629-651。
- 陳瑞斌與許崇源，2007，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，交大管理學報，第 27 卷第 2 期（12 月）：55-109。
- 張瑞當與方俊儒，2006，資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響，會計評論，第 42 期（1 月）：1-22。
- 張瑞當、林國欽、沈文華與侯佩秀，2007，高階經理人薪酬績效敏感度對自願性資訊發佈之影響，會計與公司治理，第 4 卷第 1 期（6 月）：57-84。
- 薛敏正與李雅琳，2007，財務困難公司之資訊透明度研究，當代會計，第 8 卷第 2 期（11 月）：113-154。
- Aleksandar, A., G. Boyle, and W. McNoe. 2002. Public disclosure of executive compensation: Do shareholders need to know? *Pacific-Basin Finance Journal* 10 (January): 97-117.
- Allen, M. 1981. Power and privilege in the large corporation: Corporate control and managerial compensation. *American Journal of Sociology* 86 (March): 1112-1123.
- Baker, G., M. Jensen, and K. J. Murphy. 1988. Compensation and incentives: Practice vs. theory. *Journal of Finance* 43 (July): 593-616.
- Baker, T. A. 1999. Options reporting and the political costs of CEO pay. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 14 (Spring):125-145.

- Bassett, M., P. S. Koh, and I. Tutticci. 2007. The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. *The British Accounting Review* 39: 303-322.
- Chizema, A. 2008. Institutions and voluntary compliance: The disclosure of individual executive pay in Germany. *Corporate Governance: An International Review* 16 (July): 359-374.
- 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 (March): 371-406.
- Coulton, J., C. James, and S. Taylor. 2001. The effect of compensation design and corporate governance on the transparency of CEO compensation disclosures. Working paper, University of Technology, Sydney.
- Frankel, R., M. McNichols, and G. Wilson. 1995. Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review* 70 (January): 135-150.
- Gaver, J., and K. Gaver. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (April): 125-160.
- Healy, P. M., A. Hutton, and K. G. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 (Fall): 485-520.
- Hossain, M., M. Perera, and A. Rahman. 1995. Voluntary disclosure in annual reports of New Zealand companies. *Journal of International Financial Management and Accounting* 6 (March): 69-85.
- Laksmana, I. 2008. Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research* 25 (Winter): 1147-1182.
- Lambert, R., D. Larcker, and K. Weigelt. 1993. The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly* 38: 438-461.
- Lang, M., and R. Lundholm. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 31 (Autumn): 246-271.

- Lang, M., and R. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71 (October): 467-492.
- Lo, K. 2003. Economic consequences of regulated changes in disclosure: The case of executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 35 (August): 285-314.
- Meek, G. K., C. B. Roberts, and S. J. Gray. 1995. Factors influencing voluntary annual report disclosure by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (October): 555-572.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (June): 163-184.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and management remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 11-42.
- Murphy, K. J. 1998. Executive stock options: An economist's perspective. *ACA Journal* 7 (Spring): 88-90.
- Patton J., and I. Zelenka. 1997. An empirical analysis of the determinants of the extent of disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic. *The European Accounting Review* 6: 605-626.
- Raffournier, B. 1995. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review* 4: 261-281.
- Rosen, S. 1992. Contracts and the market for executives. *Contract Economics*. Cambridge, MA: Blackwell Publishers.
- Singhvi, S. S., and H. B. Desai. 1971. An empirical analysis of the quality of the corporate financial disclosure. *The Accounting Review* 46 (Spring): 120-138.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policy. *Journal of Financial Economics* 32 (December): 263-292.
- Vafeas, N., and Z. Afxentiou. 1998. The association between the SEC's 1992 compensation disclosure rule and executive compensation policy changes. *Journal of Accounting and Public Policy* 17 (Spring): 27-54.
- Verrecchia, R. E. 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5 (Spring): 179-194.