

2012 TOPCO 崇越論文大賞

論文題目

不景氣時代之高階經理人薪酬結構與
公司未來績效：考慮企業生命週期

報名編號： B0048

摘要

本文之主要研究目的是分析公司處於不景氣時代，如何透過薪酬設計制度提昇公司未來績效。再者，以企業生命週期觀點，當公司面臨不同生命週期如何透過薪酬設計制度提昇公司未來績效。本研究以國內上市櫃公司為主要研究對象，主要以 2007 年至 2008 年之全球金融危機時期來衡量不景氣時代，探討此時期企業應如何規劃高階經理人薪酬制度，以激勵高階經理人努力，促使公司可較快回復以往之經營績效水準。

本研究發現在景氣不好時，高階經理人不同型式的薪酬結構對公司未來績效會造成不同的影響。首先，高階經理人整體總薪酬與公司未來績效呈現顯著正向關係。再者，本研究發現在景氣不好時期與景氣繁榮時期恰好相反，在景氣不好時，公司發放高階經理人確定薪酬（薪資、獎金及特支費及現金股利），不建議發放不確定薪酬（股票股利及員工認股權）而具有激勵的誘因，對公司未來績效較好。除此之外，當企業處於不同的生命週期階段，在不景氣時代時，成長期階段公司較為重視現金股利結構之發放，對公司未來績效較佳；另外，當企業進入成熟期階段，不傾向股票股利之發放，對公司未來績效較佳；最後，當企業進入衰退期階段，則不傾向現金股利之發放，對公司未來績效較佳。本研究結果可作為公司的薪酬委員會制定高階經理人薪酬之依據，並作為其他利害關係人進行決策判斷的參考。

關鍵詞：經濟不景氣、高階經理人薪酬、公司績效、企業生命週期

壹、緒論

國內各公司在經歷過 2007 年起之全球經濟不景氣時代，各行各業面臨經濟不景氣的風暴，在這個時期有不少國內外公司陸續遭遇到薪資發不出來、經營不善，或者接連倒閉，因此本研究欲探討公司處於經濟不景氣時代，公司因應此危機處理，在高階經理人薪酬結構設計制度上應如何調整，對公司未來的經營績效表現較好。

過去將高階經理人薪酬與公司未來績效關聯的相關文獻（Carpenter and Sanders,2002; Core et al ,1999）指出高階經理人薪酬與公司績效有顯著關係。但以往研究卻未考慮經濟狀態或者景氣因素，公司要實施或發放高階經理人何種的薪酬項目，才能提昇公司的未來績效，此為本研究地一個探討主題。

經歷全球金融危機後，全球經濟仍未復甦，企業須針對公司之特性、整體環境、所面臨的問題採取有利的政策調整。企業所處之生命週期也會攸關公司的政策調整方向，除此之外，Zahra and Pearce (1989) 認為企業處於不同生命週期階段，公司面臨壓力與威脅也不同，公司不同的生命週期歷程中，應規劃不同的薪酬結構及公司治理機制。換言之，公司處於不同階段生命週期會面臨不同的考驗，故需要不同的薪酬結構設計制度以提昇公司的未來績效。故為本研究第二個研究主題。

本研究對於學術之重要貢獻，主要考量經濟不景氣時期之因素，透過高階經理人的薪酬結構設計，協助企業渡過景氣寒冬。貢獻有二，首先，可提供公司再次面臨不景氣時代時，公司之高階經理人薪酬結構設計制度應如何訂定，以達提昇公司未來績效。其次，可建議企業處於不同生命週期階段時，若再次面臨不景氣時期，應如何制定公司高階經理人薪酬制度，才具有激勵效果，進而達成公司未來績效之提昇。

本文後續內容章節分述如下：貳為文獻探討與研究假說建立；參為研究方法，肆為實證結果與分析；最後一部分為結論與建議。

貳、文獻探討與研究假說建立

一、不景氣時代

歷年來經濟問題在新社會發展以來主要有兩次，分別為 1929 年至 1933 年經濟大恐慌和 2007 年起的全球金融危機。尤其以第二次全球金融危機的情況可做為公司因應未來發展的借鏡。然而第二次全球金融危機主要發生在 2007 年 8 月，起因於次級房屋信貸危機爆發後，除了美國投資者外，全球各地投資者開始對抵押證券的價值失去信心，引發流動性危機，即使多國中央銀行多次向金融市場投入巨額資金，也無法阻止這場金融危機的爆發。故本文定義不景氣時代為 2007 年開始的金融危機為主。

二、高階經理人薪酬制度與公司未來績效

高階經理人之薪酬制度，是經過仔細考量各種因素，逐步發展出來。當今實務上，高階經理人薪酬結構設計，除基本薪資外，多半會包含其他項目，例如：員工認股權等。陳明園和石雅慧 (2004) 研究指出，高階經理人薪酬通常定義為基本薪資、現金紅利及股票酬勞，在短期經營績效上，主要為現金紅利，由當期盈餘或市場股票之報酬中分享給經理人；另外在長期財務誘因上，主要為股票酬勞。

綜合以上研究，本研究歸納以往研究之定義，以董事長、總經理和副總等人定義為高階經理人。並定義高階經理人薪酬結構設計，首先考量確定薪酬，如薪資、退職金、獎金及特支費及現金股利與不確定薪酬，如股票股利及員工認股權分配等六項指標。

高階經理人薪酬制度與公司未來績效之關聯性過去已有許多文獻論述 (Aboody 1996; Perry and Zenner 2001; Hall and Murphy 2002; Boschen, Duru, Gordon and Smith 2003)。另外也有許多學者加入景氣因素進行實證研究，發現在不同景氣循環過程中，高階經理人薪酬與公司經營績效之間又有不同關聯性，甚至呈現微弱之關聯性。Kosnik and Bettenhausen (1992) 認為高階經理人之薪酬應與公司績效相結合，評估期間應跨越數年，以避免因景氣循環受到影響。Matolcsy (2002) 等人實證研究結果發現在景氣蕭條時期，公司績效與高階主管薪酬變動數為顯著負相關。

員工認股權被認為能達成對高階經理人激勵工具。但呂明哲 (2010) 研究員工認股權之獎酬意涵發現，市場績效與員工認股權獎酬並無顯著正相關，認為台灣公司目前無法體認到員工認股權獎酬之性質。而又由於員工認股權被視為裁決性獎酬工具，各企業對員工認股權之發行容易受非經濟面因素影響，形成所謂過度獎酬或獎酬不足情形。因此股票股利和員工認股權，對於薪酬結構而言具有未來不確定因素，故在不景氣時代，公司高階經理人期望能先拿取目前階段所能取得之薪酬，而以確定薪酬為主，能對公司未來績效具有正向作用。

綜合以往文獻探討，發現國內外常用高階經理人薪酬制度來激勵員工士氣，且與公司未來績效呈正向關係，因此形成本研究之假說 1-1 及假說 1-2：

H1-1：景氣不好時，公司高階經理人總薪酬水準與公司未來績效呈正相關。

H1-2：景氣不好時，公司發放高階經理人確定薪酬與公司未來績效呈正相關。

三、企業生命週期與公司未來績效

企業經營時期亦可歸屬為不同的生命週期階段，稱為企業生命週期 (business life cycle)。企業生命週期的觀念源自於 Adizes (1979) 企業生命週期理論，並且 Rink and Swan (1979) 在行銷學及個體經濟學中也提出產品生命週期的概念。企業生命週期可將其區分為成長期階段、成熟期階段與衰退期階段，藉由不同的生命週期階段來探討企業經營的過程。

企業為追求永續發展，當處於不同生命週期階段，所面臨的競爭與環境不確定性不同，因此公司管理人員需視其所處的生命週期階段，擬定有效且不同的管理策略，以提昇企業整體績效。企業在成長期時，其經營績效表現通常會較成熟

期與衰退期佳（楊朝旭與黃潔 2004；金成隆、林修葳與紀信義 2004；金成隆、林修葳與邱煒恒 2005）。且不同的企業生命週期產業，其所面臨的問題與困難有所不同，其解決辦法應有所差異，因此形成本研究之假說如下：

H2-1：景氣不好時，不同企業生命週期階段的公司高階經理人總薪酬水準與公司未來績效的關聯性有結構性差異。

H2-2：景氣不好時，不同企業生命週期階段的公司發放高階經理人薪酬結構細項與公司未來績效的關聯性有結構性差異。

H2-3：景氣不好時，成長期相對於成熟期與衰退期公司發放高階經理人確定薪酬與公司未來績效呈正相關。

參、研究方法

一、實證模型

本研究採用多元迴歸分析，其線性迴歸模型茲論述如下：

（一）高階經理人薪酬總合與公司未來績效

本研究以高階經理人之確定薪酬（薪資、退職金、獎金及特支費、現金股利）和不確定薪酬（股票股利及員工認股權），共六項加總數定義為薪酬總和數（ALLS），探討其與公司未來績效之關聯。而公司未來績效主要以未來一年之 Tobin's Q 和未來兩年 Tobin's Q 來衡量之。本研究以實證模型（1-1）式加以檢測本研究假說。模型列式如下。

$$\begin{aligned} Tobin'sQ_{i,t+1}(Tobin'sQ_{i,t+2}) = & \beta_0 + \beta_1 ALLS_{i,t} + \beta_2 BV_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \beta_8 IT_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1-1) \end{aligned}$$

（二）高階經理人薪酬結構與公司未來績效

高階經理人薪酬結構分別為薪資、獎金及特支費、現金股利、股票股利及員工認股權等五項細目（扣除退職金，由於 2005 年到 2007 年退職金資料過少，故另設一條迴歸式加以測試），分別探討以上五類細項薪酬結構與公司未來績效的攸關性，以實證模型（1-2）式加以估計，檢測假說 1-1 及假說 1-2。

本研究進一步考量企業處於不同的生命週期階段，公司應採取不同的高階經理人薪酬設計項目，以增進公司未來績效的形成。本研究將樣本依企業生命週期加以區分，以檢測實證模型（1-2）式，驗證假說 2-1、假說 2-2 及假說 2-3。另外，再考量退職金的薪酬制度，以實證模型（1-3）式，同樣檢測假說 1-1、假說 1-2、

假說 2-1、假說 2-2、及假說 2-3，預期實證模型 (1-3) 式在不景氣時代， β_1 顯著。

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{i,t+1}(\text{Tobin's } Q_{i,t+2}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{SALARY}_{i,t} + \beta_2 \text{BONUS}_{i,t} + \beta_3 \text{CASHD}_{i,t} + \beta_4 \text{STOCKD}_{i,t} \\
 & + \beta_5 \text{OPTION}_{i,t} + \beta_6 \text{DE}_{i,t} + \beta_7 \text{SALARY}_{i,t} \times \text{DE}_{i,t} \\
 & + \beta_8 \text{BONUS}_{i,t} \times \text{DE}_{i,t} + \beta_9 \text{CASHD}_{i,t} \times \text{DE}_{i,t} + \beta_{10} \text{STOCKD}_{i,t} \times \text{DE}_{i,t} \\
 & + \beta_{11} \text{OPTION}_{i,t} \times \text{DE}_{i,t} + \beta_{12} \text{BV}_{i,t} + \beta_{13} \text{EPS}_{i,t} + \beta_{14} \text{SIZE} \\
 & + \beta_{15} \text{LEV}_{i,t} + \beta_{16} \text{RD}_{i,t} + \beta_{17} \text{SG}_{i,t} + \beta_{18} \text{IT}_{i,t} + \beta_{19} \text{AGE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1-2}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{i,t+1}(\text{Tobin's } Q_{i,t+2}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{PENSION}_{i,t} + \beta_2 \text{BV}_{i,t} + \beta_3 \text{EPS}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} \\
 & + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{RD}_{i,t} + \beta_7 \text{SG}_{i,t} + \beta_8 \text{IT}_{i,t} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1-3}$$

二、變數之操作型定義衡量

(一) 應變數：公司未來績效

本研究之公司未來績效採用 Tobin's Q 來衡量應變數。本研究依據過去文獻(葉銀華, 2002; La Porta et al., 2002)，將 Tobin's Q 定義為負債帳面價值加上權益市值除以總資產帳面價值。

(二) 實驗變數：高階經理人薪酬

本研究定義高階經理人薪酬結構皆以百萬元為單位。衡量方式，首先確定薪酬以薪資 (SALARY) 採取高階經理人所領取的薪資；退職金 (PENSION) 採取高階經理人所領取的退職金進行衡量，包含退職金、退休金、離職金；獎金及特支費 (BONUS) 以高階經理人所領取的獎金特支衡量，包含各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等；現金股利 (CASHD) 以高階經理人所領取的現金股利計算。不確定薪酬之股票股利 (STOCKD) 以高階經理人所領取的股票股利計算之，依公司揭露之員工股票股利之股數×股價；員工認股權 (OPTION) 以 Black-Scholes 評價模式進行衡量。

(三) 控制變數

本研究依據以往文獻，將每股帳面價值、每股盈餘、公司規模、負債比、研究發展費用率、營收成長率、產業與成立年數列為實證模型之控制變數。

(四) 企業生命週期判斷指標

根據以往研究企業生命週期指標之判斷，可採用 Anthony and Ramesh (1992) 選定之股利支付率、銷貨成長率、研究發展費用率、資本支出率、公司成立年數等五項資料變數，作為劃分企業所處之生命週期的依據，依各個階段的判定基準，將企業劃分為為三個生命週期階段。此五項變數之衡量定義如表 1。另將前述五項變數按其三分位統計量劃分為三組，因而可以形成表 2 的企業生命週期判斷法。

表 1 衡量企業生命週期之判斷變數定義

編號	變數	定義
1	股利支付率	(普通股現金股利/加計非常損益與停業部門損益之前的營業淨利)*100。
2	營業收入成長率	(當年淨營業收入淨額-前一年淨營業收入淨額/前一年營業淨收入淨額)*100。
3	研究發展費用率	(研究發展費用/營業收入淨額)*100。
4	資本支出率	[(扣除當年固定資產重估價後之固定資產淨額-扣除前一年固定資產重估價後之固定資產淨額)/營業收入淨額]*100。
5	公司成立年數	以公司成立年數起算至樣本公司所屬年度，作為衡量公司成立年數的衡量方法。

表 2 企業生命週期各階段之公司特性

生命週期	股利支付率	營業收入成長率	研究發展費用率	資本支出率	公司成立年數
成長期	低	高	高	高	年輕
成熟期	中	中	中	中	中年
衰退期	高	低	低	低	老年

註：例如 DP 最低即為成長期，SG 最低為衰退期，其他以此類推。

本研究使用綜合生命週期為指標，參考 Anthony and Ramesh (1992) 的方法，運用單一及綜合指標判別公司所處之生命週期階段。首先將以前面五項變數指標為判斷因子。其次，再將此五項個別指標依據數值大小排列，股利支付率和公司成立年數由小排到大；營業收入成長率、研究發展費用率與資本支出率則由大排到小，再按照三分位統計量法，將所有樣本公司劃分成三群，分別為前、中、後，並依據樣本公司所處的生命週期階段，分別定義 0 為成長期、1 為成熟期與 2 為衰退期三種分數，且將每一樣本之五項變數指標數值加總，得到一個綜合指標分數。最後所得的分數如介於 0-3 分之間時，歸類為成長期階段公司；介於 4-7 分之間時，歸類為成熟期階段公司；介於 8-10 分之間時，歸類為衰退期階段公司。

最後，綜合上述彙總本研究之所有變數衡量方式，列示於表 3 中。

表 3 本研究之各變數衡量彙總表

變數	符號	變數衡量
應變數：公司績效		
Tobin's Q	Tobin's Q	$(\text{負債帳面價值} + \text{權益市值}) \div \text{總資產帳面價值}$ 。
實驗變數：高階經理人薪酬結構設計制度（單位：百萬元）		
總薪酬	ALLS	薪資、退職金、獎金及特支費、現金股利、股票股利及員工認股權等六項之合計數。
● 確定薪酬（包含薪資、退職金、獎金及特支費及現金股利）		
薪資	SALARY	為高階經理人所領取的薪資。
退職金	PENSION	為高階經理人所領取的退職金，包含退職金、退休金、離職金。
獎金及特支費	BONUS	為高階經理人所領取的獎金特支，包含各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等。
現金股利	CASHD	為高階經理人所領取的現金股利。
● 不確定薪酬（包含股票股利及員工認股權）		
股票股利	STOCKD	為高階經理人所領取的和股票股利，係依公司揭露之員工股票股利股數×股價。
員工認股權	OPTION	為高階經理人所領取的員工認股權。
控制變數		
每股帳面價值	BV	$(\text{股東權益} - \text{特別股股本}) \div (\text{普通股股本} + \text{增資準備} - \text{庫藏股股數} \times 10) \times 10$
每股盈餘	EPS	$(\text{本期稅後淨利} - \text{特別股股利}) \div \text{加權平均流通在外發行股數}$ 。
公司規模	SIZE	總資產取自然對數。
負債比	LEV	$(\text{負債總額} \div \text{資產總額}) \times 100\%$ 。
研究發展費用率	RD	$(\text{研究發展費用} \div \text{營業收入淨額}) \times 100\%$ 。
營收成長率	SG	$(\text{營業收入淨額} - \text{去年度營業收入淨額}) \div (\text{去年營業收入淨額}) \times 100\%$ 。
產業別	IT	公司為電子產業者，IT設為1，其他者IT設為0。
成立年數	AGE	為公司自成立年度至研究當年度之年數合計數。

三、樣本選取與資料來源

本研究以台灣證券交易所上市櫃公司作為研究對象，所使用之樣本資料來源主要來自臺灣經濟新報社資料庫（TEJ）與公開資訊觀測站資料庫。本文以 2007 年到 2008 年為主，且又以景氣蓬勃期之 2005 年至 2006 年為對照組，故以 2005 年到 2008 年為研究期間。彙總本研究之樣本篩選過程，如表 4 Panel A 所示，最後篩選出樣本共計 4,148 筆觀察值。此外，檢測退職金部份之樣本，由於退職金遺漏

值高達可測試樣本數 3/4，當檢測退職金之相關假說時，再刪除退職金遺漏值共 3,053 筆觀察值，故檢測退職金之有效樣本共計 1,095 筆觀察值。

表 4 2005 年至 2008 年之樣本篩選過程

Panel A：整體總樣本 (N=4,148)				
2005 年到 2008 年	台灣上市櫃公司 (排除金融業)			5,567
	刪除：	金融保險業		(317)
		薪酬資料不齊全變數		(767)
		研發費用率不齊全變數		(333)
		生命週期不齊全變數		(2)
	合計			4,148
Panel B：刪除退職金遺漏值 (N=1,095)				
	整體總樣本			4,148
	刪除：	退職金遺漏值		(3,053)
	合計			1,095
Panel C：企業生命週期之樣本區分				
	成長期公司	成熟期公司	衰退期公司	合計
整體總樣本	952	2,790	406	4,148
刪除退職金遺漏值	187	792	116	1,059

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計分析

表 5 列示本研究主要變數之敘述性統計量。Tobin's Q_{t+1} 與 Tobin's Q_{t+2} 平均數分別為 1.3595 與 1.3506；中位數分為 1.1240 與 1.139。Tobin's Q_{t+1} 平均數大於中位數，顯示 Tobin's Q 有右偏的情況。薪資平均數與中位數分別為 8.683 與 6.1835；退職金平均數與中位數分別為 1.074 與 0.168；獎金及特支費平均數與中位數分別為 2.6598 與 0.65；現金股利平均數與中位數分別為 1.7309 與 0；股票股利平均數與中位數分別為 7.992 與 0；員工認股權平均數與中位數分別為 3.5936 與 0，顯示樣本公司之薪酬結構制度存在相當的差異。

二、相關係數分析

本研究利用相關係數分析檢測兩兩變數間之單變量關係，其各變數間之 PEARSON 相關係數如表 6 所示。相關係數最大者為總薪酬 (ALLS) 與股票股利 (STOCKD) 數值為 0.72 且達 1% 顯著相關，因總薪酬 (ALLS) 乃由各項薪酬結構細項總合所組成，故此兩變數之間高度相關的現象實屬合理。相關係數第二高為總薪酬 (ALLS) 與薪資 (SALARY) 之相關係數為 0.66 且達 1% 顯著水準，此也因總薪酬 (ALLS) 是由各項薪酬結構細項加總組合而成，所以此兩變數間高度

相關的情形亦屬合理現象。相關係數第三高為 Tobin's Q_{t+1} 與 Tobin's Q_{t+2} 之相關係數為 0.61 且達 1% 顯著水準，由於是前後兩期之 Tobin's Q ，故也是屬於合理現象。

再者，分析高階經理人薪酬結構制度與公司未來績效間之單變量關係。Tobin's Q_{t+1} 與總薪酬 (ALLS)、現金股利 (CASHD) 及股票股利 (STOCKD) 之間的相關係數分別為 0.11、0.09 與 0.11，且達 1% 顯著正相關，符合本研究之預期，高階經理人薪酬結構設計制度，將有助於提昇公司未來績效；而 Tobin's Q_{t+2} 與總薪酬 (ALLS)、現金股利 (CASHD)、股票股利 (STOCKD) 及員工認股權 (OPTION) 之間相關係數分別為 0.12、0.09、0.11 與 0.06，而且也達 1% 顯著水準正相關，均與本研究之預期一致。因此，從表 6 之 PEARSON 相關係數分析結果，發現單變量分析結果支持本研究之假說 1-1 及假說 1-2。雖然以上 PEARSON 相關係數分析得到的初步結果與本研究假說預期相符，但由於 PEARSON 相關係數為單變量分析，故本研究以下將進行多元迴歸分析。

表 5 敘述性統計表 (N=4,148)

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
Tobin's Q_{t+1}	1.3595	1.1240	0.4672	6.3264	0.7902
Tobin's Q_{t+2}	1.3506	1.1390	0.4548	5.3756	0.7206
SALARY _t	8.6830	6.1835	0.0000	64.7210	8.9621
PENSION _t	1.074	0.1680	0.0000	124.6770	4.9362
BONUS _t	2.6598	0.6500	0.0000	44.3500	5.6121
CASHD _t	1.7309	0.0000	0.0000	311.0900	9.7213
STOCKD _t	7.9920	0.0000	0.0000	1501.8750	47.6431
OPTION _t	3.5936	0.0000	0.0000	170.5343	17.4566
ALLS _t	24.5453	9.6145	0.0000	495.6470	53.6783
BV _t	16.4314	14.865	0.5500	60.8600	8.3524
EPS _t	1.6101	1.2000	-7.1900	15.1500	3.0996
SIZE _t	15.2168	15.0368	12.3181	19.8877	1.4156
LEV _t	42.6338	43.22	5.6400	93.3000	18.1586
RD _t (%)	3.2592	1.3600	0.0000	50.9100	6.2051
SG _t (%)	10.4387	6.7600	-78.9900	257.8700	35.7054
IT _t	0.5759	1.0000	0.0000	1.0000	0.4943
AGE _t	24.5931	22.0000	5.0000	58.0000	11.7875

註：變數衡量見表 3。

表 6 PEARSON 相關係數 (N=4,148)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1.Tobin'Sqt+1	1.00																
2.Tobin'Sqt+2	0.61***	1.00															
3.SALARYt	0.01	0.02	1.0														
4.PENSIONt	-0.06	-0.04	0.19***	1.00													
5.BONUS _t	-0.01	-0.01	0.51***	0.11**	1.00												
6.CASHD	0.09***	0.09***	0.38***	0.04	0.31***	1.00											
7.STOCKD	0.11***	0.11***	0.38***	0.05	0.28***	0.53***	1.00										
8.OPTION _t	0.05	0.06***	0.29***	0.05	0.20***	0.14***	0.14***	1.00									
9.ALLSt	0.11***	0.12***	0.66***	0.22***	0.52***	0.50***	0.72***	0.60***	1.00								
10.BV _t	0.20***	0.18***	0.19***	-0.04	0.23***	0.15***	0.21***	0.07***	0.28***	1.00							
11.EPS _t	0.35***	0.29***	0.11***	-0.06	0.18***	0.15***	0.23***	0.06***	0.28***	0.77***	1.00						
12.SIZE _t	-0.13***	-0.14***	0.55***	0.10	0.45***	0.26***	0.28***	0.19***	0.45***	0.40***	0.24***	1.00					
13.LEV _t	-0.22***	-0.22***	0.06***	0.07	0.04	-0.06**	-0.01	-0.01	0.01	-0.24***	-0.23***	0.25***	1.00				
14.RD _t	0.29***	0.31***	0.03	-0.01	-0.06*	0.01	0.01	0.07***	0.03	-0.06**	-0.09***	-0.24***	-0.31***	1.00			
15.SG _t	0.092***	0.07***	0.03	-0.02	0.05	0.03	0.08***	0.06**	0.11***	0.20***	0.32***	0.14***	0.10***	-0.09***	1.00		
16.IT _t	0.18***	0.15***	0.27***	0.01	0.04	0.10***	0.13***	0.15***	0.21***	0.16***	0.12***	-0.08***	-0.13***	0.24***	-0.01	1.00	
17.AGE _t	-0.27***	-0.25***	-0.04	0.06	0.05*	-0.05*	-0.08***	-0.09***	-0.11***	-0.09***	-0.12***	0.27***	0.14***	-0.29***	-0.03	-0.53***	1.00

註：變數衡量見表 3。

三、多元迴歸分析

(一) 高階經理人薪酬結構設計制度與公司未來績效

由表 7，不景氣時代總薪酬（ALLS）對未來一年公司績效與未來兩年公司績效之影響的係數值分別為 0.0004 以及 0.001，呈顯著正相關。再者進一步進行 Chow-test 檢定假說 1-1，測試是否 2007 年至 2008 年（不景氣時代）與 2005 至 2006 年（景氣繁榮期）兩組樣本於公司高階經理人總薪酬水準對公司未來績效的影響是否有所不同。結果發現 Chow-test 值分別為 22.89 與 3.44，達 1% 顯著水準，表示在不同景氣時期樣本下，總薪酬水準對公司未來績效之影響具有結構性差異，支持本研究假說 1-1。

表 7 高階經理人薪酬結構與公司未來績效

$$Tobin's Q_{i,t+1} (Tobin's Q_{i,t+2}) = \beta_0 + \beta_1 ALLS_{i,t} + \beta_2 BV_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \beta_8 IT_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1-1)$$

		Panel A : 依變數 $Tobin's Q_{i,t+1}$		Panel B : 依變數 $Tobin's Q_{i,t+2}$	
變數	預期	不景氣時代： 2007-2008 年 N=2,166	景氣時代： 2005-2006 年 N=1,982	不景氣時代： 2007-2008 年 N=2,166	景氣時代： 2005-2006 年 N=1,982
ALLS _t	+	0.0004***	0.0014***	0.0010***	0.0010***
BV _t	-	-0.0016	-0.0177***	-0.0080***	-0.0149***
EPS _t	+	0.0682***	0.1646***	0.0979***	0.0971***
SIZE _t	-	-0.0557***	-0.0844***	-0.0840***	-0.0408***
LEV _t	-	0.0003	-0.0023***	-0.0011*	0.0005
RD _t	+	0.0316***	0.0354***	0.0330***	0.0307***
SG _t	-	-0.0015***	0.0007	0.0006*	-0.0002
IT _t	?	-0.0596	0.0748**	-0.0583**	-0.0794***
AGE _t	-	-0.0065***	-0.0072***	-0.0085***	-0.0065***
截距項	?	2.1072***	2.8331***	2.9210***	1.9331***
Chow test		22.89***		3.44***	
Adj. R ²		0.1794	0.3962	0.3121	0.3121
F值 (P-value)		53.60*** (0.00)	145.45** (0.00)	110.16** (0.00)	110.16** (0.00)

註 1：***達 1% 顯著水準；**達 5% 顯著水準；*達 10% 顯著水準。註 2：變數衡量見表 3。

本研究再進一步將總薪酬（ALLS）依各別組成細項加以區分為確定薪酬與不確定薪酬兩類。從表 8 Panel C 可知，在不景氣時代，公司發放高階經理人獎金及特支費及現金股利對未來一年公司績效有正向影響，其係數分為 0.001 以及 0.0062，至少達 10% 顯著水準；另外，公司發放高階經理人股票股利及員工認股權對未來一年公司績效呈負向影響，其係數分為 -0.0013 以及 -0.0017，均達 1% 顯

著水準。而從表 9 可知，在不景氣時代，公司發放高階經理人薪資及現金股利對未來兩年公司績效有正向影響，其係數分為 0.0019 以及 0.0042，均達 10% 顯著水準。

歸納上述實證結果，顯示公司在面臨不景氣時代，高階經理人的薪酬結構設計應以確定薪酬（薪資、獎金及特支費以及現金股利）為主，較具有激勵高階經理人之誘因，對公司未來景氣復甦有所助益，帶動公司績效提昇，此結果與本研究預期一致，證實支持假說 1-2。

表 8 高階經理人薪酬結構細項與未來一年公司績效

依變數： $Tobin's Q_{i,t+1}$		Panel A (式 1-2)		Panel B (式 1-3)	
變數	預期	係數值	t 值	係數值	t 值
SALARY _t	+	0.0004	0.16		
PENSION _t	+			-0.0017	-0.44
BONUS _t	+	-0.0056*	-1.58		
CASHD _t	+	-0.0031*	-1.31		
STOCKD _t	+	0.0020***	5.04		
OPTION _t	+	0.0040***	3.99		
DE _t	?	-0.2034***	-6.87		
SALARY×DE _t	-	0.0030	1.01		
BONUS×DE _t	-	0.0066*	1.48		
CASHD×DE _t	-	0.0093***	3.25		
STOCKD×DE _t	-	-0.0033***	-5.91		
OPTION×DE _t	-	-0.0057***	-4.44		
BV _t	-	-0.0087***	-3.99	-0.0102***	-2.86
EPS _t	+	0.1138***	20.20	0.1276***	12.74
SIZE _t	-	-0.0664***	-5.81	-0.0620***	-3.62
LEV _t	-	-0.0011**	-1.56	-0.0005	-0.42
RD _t	+	0.0325***	17.25	0.0391***	12.35
SG _t	-	-0.0002	-0.57	-0.0008	-1.23
IT _t	?	0.0119	0.46	0.0140	0.29
AGE _t	-	-0.0067***	-5.98	-0.0116***	-5.66
截距項	?	2.5109***	16.79	2.7200***	11.97
Adj. R ²		0.2906		0.3609	
F值 (P-value)		90.41*** (0.00)		69.65*** (0.00)	
Panel C：不景氣時代薪酬結構細項與公司未來一年績效					
變數		係數			
SALARY _t + SALARY×DE _t		0.0034			
BONUS _t + BONUS×DE _t		0.001*			
CASHD _t + CASHD×DE _t		0.0062***			
STOCKD _t + STOCKD×DE _t		-0.0013***			
OPTION _t + OPTION×DE _t		-0.0017***			

註 1：***達 1% 顯著水準；**達 5% 顯著水準；*達 10% 顯著水準。註 2：變數衡量見表 3。

表 9 高階經理人薪酬結構細項與未來兩年公司績效

依變數： $Tobin's Q_{i,t+2}$		Panel A (式 1-2)		Panel B (式 1-3)	
變數	預期	係數值	t 值	係數值	t 值
SALARY _t	+	0.0053***	2.55		
PENSION _t	+			-0.0017	-0.44
BONUS _t	+	-0.0073**	-2.29		
CASHD _t	+	0.0002	0.11		
STOCKD _t	+	0.0009***	2.60		
OPTION _t	+	-0.0001	-0.08		
DE _t	?	0.3704***	13.76		
SALARY×DE _t	-	-0.0034*	-1.29		
BONUS×DE _t	-	0.0047	1.15		
CASHD×DE _t	-	0.0040*	1.55		
STOCKD×DE _t	-	-0.0005	-0.92		
OPTION×DE _t	-	0.0014	1.18		
BV _t	-	-0.0096***	-4.82	-0.0043*	-1.33
EPS _t	+	0.0957***	18.70	0.0933***	10.23
SIZE _t	-	-0.0670***	-6.45	-0.0536***	-3.44
LEV _t	-	-0.0002	-0.27	-0.0001	-0.05
RD _t	+	0.0322***	18.81	0.0329***	11.410
SG _t	-	0.0003	0.96	-0.0006	-0.90
IT _t	?	-0.0754***	-3.22	-0.1440***	-3.33
AGE _t	-	-0.0075***	-7.38	-0.0085***	-4.56
截距項	?	2.2746***	16.74	2.4697***	11.95
Adj. R ²		0.2956		0.2746	
F 值 (P-value)		92.61*** (0.00)		47.01*** (0.00)	
Panel C：不景氣時代薪酬結構細項與公司未來二年績效					
變數		係數			
SALARY _t + SALARY×DE _t		0.0019*			
BONUS _t + BONUS×DE _t		-0.0026			
CASHD _t + CASHD×DE _t		0.0042*			
STOCKD _t + STOCKD×DE _t		0.0004			
OPTION _t + OPTION×DE _t		0.0013			

註 1：***達 1%顯著水準；**達 5%顯著水準；*達 10%顯著水準。註 2：變數衡量見表 3。

(二) 不同生命週期階段下，高階經理人薪酬結構設計制度與公司未來績效

考量企業處於不同的生命週期下，薪酬結構制度之設計應有所不同，在此納入企業生命週期觀念，將全樣本區分為成長期、成熟期與衰退期公司三個子樣本進行實證分析。從表 10 不景氣時代的結果顯示，不管是成長期公司、成熟期公司或者是衰退期公司之高階經理人總薪酬 (ALLS) 對未來一年公司績效與未來兩年公司績效有顯著正相關。再者，進行 Chow-test 測試是否不景氣時代與景氣繁榮期兩組樣本於不同企業生命週期公司高階經理人薪酬水準與公司未來績效的影響是否有所不同。結果發現不同企業生命週期 Chow-test 值達顯著水準。

最後進行 Chow-test 檢定假說 2-1，測試是否在不景氣時代下，不同企業生命週期高階經理人總薪酬對公司未來績效是否有所不同。由 Panel C 發現成長期與成熟期公司 Chow-test 值分別為 2.94 與 4.65，均達 1% 顯著水準；成熟期與衰退期公司 Chow-test 值分別為 2.32 與 2.46，均達 10% 顯著水準，成長期與衰退期公司 Chow-test 值分別為 1.04 與 1.83（達 5% 顯著水準）。表示在不同景氣時期且不同企業生命週期樣本下，總薪酬水準對公司未來績效的關聯性有結構性差異，支持本研究假說 2-1。

表 10 高階經理人薪酬結構與公司未來績效--考量企業生命週期階段

Panel A：依變數 $Tobin's Q_{i,t+1}$							
係數值		成長期		成熟期		衰退期	
變數	預期	不景氣時代 2007-2008 年	景氣時代 2005-2006 年	不景氣時代 2007-2008 年	景氣時代 2005-2006 年	不景氣時代 2007-2008 年	景氣時代 2005-2006 年
ALLS _t	+	0.0003***	0.0020***	0.0003***	0.0009**	0.0061**	0.0005
BV _t	-	-0.0089*	-0.0189**	-0.0001	-0.0195***	0.0080	0.0189**
EPS _t	+	0.0946***	0.1875***	0.0600***	0.1477***	0.0872***	0.0619***
SIZE _t	-	-0.0659*	-0.1627***	-0.0495***	-0.0543***	-0.0768**	-0.0068
LEV _t	-	-0.0018	-0.0050**	0.0006	-0.0023**	0.0018	-0.0003
RD _t	+	0.0389***	0.0435***	0.0237***	0.0287***	0.0136	-0.0920**
SG _t	-	-0.0005	0.0025**	-0.0023***	-0.0002	-0.0033*	-0.0023
IT _t	?	-0.1962**	0.0496	-0.0315	0.0979***	-0.0240	0.0337
AGE _t	-	-0.0051	-0.0145***	-0.0074***	-0.0056***	0.0040	-0.0096***
截距項	?	2.4317***	4.1721***	2.0273***	2.3908***	1.7221***	1.2648***
Chow test		7.02***		10.44***		1.27	
Adj. R ²		0.2267	0.4583	0.1430	0.3155	0.1429	0.2234
F 值(P-value)		15.89*** (0.00)	47.34*** (0.00)	28.69*** (0.00)	67.33*** (0.00)	4.95*** (0.00)	7.10*** (0.00)
Panel B：依變數 $Tobin's Q_{i,t+2}$							
ALLS _t	+	0.0012**	0.0013**	0.0010***	0.0007**	0.0065**	0.0002
BV _t	-	-0.0124**	-0.0200***	-0.0074***	-0.0171***	-0.0109	0.0353***
EPS _t	+	0.1056***	0.1198***	0.0945***	0.0854***	0.1241***	0.0196
SIZE _t	-	-0.0666**	-0.0997***	-0.0883***	-0.0187	-0.0550*	-0.0226
LEV _t	-	-0.0080***	-0.0019	0.0001	0.0010	0.0013	0.0031*
RD _t	+	0.0382***	0.0237***	0.0229***	0.0326***	0.1344***	-0.0550
SG _t	-	0.0005	-0.0001	-0.0003	-0.0004	-0.0011	-0.0014
IT _t	?	-0.0852	-0.0082	-0.0526*	-0.0790**	-0.0773	-0.1961*
AGE _t	-	-0.0087**	-0.0124**	-0.0082***	-0.0053***	0.0005	-0.0117***
截距項	?	3.0522***	3.0399***	2.9421***	1.5759***	1.9565***	1.1515***
Chow test		1.34***		4.38***		3.18***	
Adj. R ²		0.3672	0.2260	0.2400	0.1676	0.2146	0.1496
F 值(P-value)		30.47*** (0.00)	17.00*** (0.00)	53.39*** (0.00)	29.98*** (0.00)	7.47*** (0.00)	4.73*** (0.00)
Panel C：不景氣時代之企業生命週期 Chow test							
		$Tobin's Q_{i,t+1}$			$Tobin's Q_{i,t+2}$		
成長期	VS	成熟期	2.94***		4.65***		
成熟期	VS	衰退期	2.32*		2.46*		
成長期	VS	衰退期	1.04		1.83**		

註 1：***達 1% 顯著水準；**達 5% 顯著水準；*達 10% 顯著水準。註 2：變數衡量見表 3-3。

另外本文考量於不同企業生命週期下，進一步將總薪酬（ALLS）依各別組成細項加以區分為確定薪酬與不確定薪酬兩類。進行 Chow-test 檢定測試是否在不景氣時代，不同企業生命週期於高階經理人薪酬結構設計制度對公司未來績效的影響是否有所不同。由表 11 與表 12 Panel C 發現 Chow-test 在不景氣時代下，成長期與成熟期公司、成熟期與衰退期公司、成長期與衰退期公司薪酬結構細項皆有所差異。表示在不同景氣時期且不同企業生命週期樣本下，薪酬結構對公司未來績效的關聯性有結構性差異，支持本研究假說 2-2。

最後，從表 11 Panel D 可知，在不景氣時代，成長期公司發放高階經理人薪資及現金股利對未來一年公司績效有正向影響，其係數分為 0.0142 以及 0.0179，均達 1% 顯著水準；另外，股票股利及員工認股權對未來一年公司績效呈負向影響，其係數分為 -0.0052 以及 -0.0006，均達 1% 顯著水準。而從表 12 Panel D 可知，在不景氣時代，成長期公司發放現金股利對未來兩年公司績效有正向影響，其係數為 0.0005，達 10% 顯著水準。表示在不景氣時代，成長期公司發放高階經理人確定薪酬（薪資及現金股利）與公司未來績效呈正相關。

然而，從表 11 Panel D 可知，在不景氣時代，成熟期公司發放高階經理人現金股利對未來一年公司績效有正向影響，其係數為 0.0064，達 10% 顯著水準；另外，獎金及特支費及股票股利及對未來一年公司績效呈負向影響，其係數分為 -0.0005 以及 -0.0007，至少達 10% 顯著水準。而從表 12 Panel D 可知，在不景氣時代，成熟期公司發放高階經理人員工認股權對未來兩年公司績效有正向影響，在薪資有負向影響，其係數分別為 0.0008 以及 -0.0001，均達 5% 顯著水準。表示在不景氣時代，成熟期公司發放高階經理人薪酬結構中，現金股利和員工認股權與公司未來績效呈正相關；薪資、獎金及特支費與股票股利與公司未來績效呈負相關。

其次公司處於衰退期階段，在不景氣時代，衰退期公司發放高階經理人現金股利對未來一年公司績效與未來兩年公司績效有負向影響，其係數分為 -0.0356 以及 -0.0314，達 1% 顯著水準；表示在不景氣時代，衰退期公司發放高階經理人薪酬結構與現金股利呈負相關，其可能原因為公司處於衰退期階段，高階經理人對擁有公司股票沒多大興趣，故發放現金股利不會有助於提昇公司未來績效。

綜合以上結果顯示在不景氣時代，無論成長期公司、成熟期公司或是衰退期公司在發放高階經理人總薪酬與公司未來績效呈正相關，表示總薪酬水準越高，可提升公司未來績效。再者，就 Chow-test 值發現景氣不好時，企業生命週期處於不同階段之公司，高階經理人之總薪酬水準應作差異調整，將有利於提昇公司未來績效。另外當公司在面臨不景氣時代，企業生命週期處於不同階段之公司，高階經理人之薪酬結構設計制度應作差異調整，激勵高階經理人之誘因，對公司

未來景氣復甦有所助益，帶動公司績效提昇。且景氣不好時，成長期相對於成熟期與衰退期公司，高階經理人確定薪酬發放與公司未來績效呈正相關，建議公司可發放確定薪酬，將有助於提昇公司未來績效。支持本研究假說 2-1、假說 2-2 與假說 2-3。

表 11 高階經理人薪酬結構細項與未來一年公司績效-考量企業生命週期

<i>Tobin's</i> $Q_{i,t+1}$	Panel A (式 1-2) N=4,148			Panel B (式 1-3) N=1,095					
變數	預 期	成長期 N=952	成熟期 N=2790	衰退期 N=406	成長期 N=187	成熟期 N=792	衰退期 N=116		
SALARY _t	+	-0.0036	0.0001	0.0154**					
PENSION _t	+				-0.0072	-0.0016	0.0047		
BONUS _t	+	-0.0077	-0.0070**	0.0006					
CASHD _t	+	-0.0218***	0.0017	0.0062					
STOCKD _t	+	0.0041***	0.0017***	-0.0019					
OPTION _t	+	0.0100***	-0.0002	-0.0857					
DE _t	?	-0.4857***	-0.1423***	-0.0716					
SALARY×DE _t	-	0.0178***	0.0002	-0.0054					
BONUS×DE _t	-	0.0089	0.0065*	0.0207**					
CASHD×DE _t	-	0.0397***	0.0047*	-0.0418***					
STOCKD×DE _t	-	-0.0093***	-0.0024***	-0.0087					
OPTION×DE _t	-	-0.0106***	-0.0017	0.0963					
Adj. R ²		0.3870	0.2257	0.2117	0.3855	0.29	0.3190		
F 值(P-value)		32.60*** (0.00)	43.79*** (0.00)	6.72*** (0.00)	13.96*** (0.00)	38.39*** (0.00)	6.98*** (0.00)		
Panel C：不景氣時代之企業生命週期 Chow test									
Chow test	成長期	VS	成熟期	成熟期	VS	衰退期	成長期	VS	衰退期
SALARY _t		0.49		2.91**		2.63**			
BONUS _t		0.01		0.32		0.21			
CASHD _t		17.75***		0.34		7.55***			
STOCKD _t		6.60**		3.2**		5.38***			
OPTION _t		24.38***		0.40		0.33			
DE _t		21.70***		0.55		9.85***			
SALARY×DE _t		6.43**		0.25		2.44*			
BONUS×DE _t		0.04		0.69		0.26			
CASHD×DE _t		10.50***		8.66***		13.46***			
STOCKD×DE _t		20.29***		0.02		0.01			
OPTION×DE _t		11.03***		0.52		0.40			
Panel D：不景氣時代薪酬結構細項與公司未來一年績效									
變數	成長期係數		成熟期係數		衰退期係數				
SALARY _t + SALARY×DE _t	0.0142***		0.0003		0.01				
BONUS _t + BONUS×DE _t	0.0012		-0.0005*		0.0213				
CASHD _t + CASHD×DE _t	0.0179***		0.0064*		-0.0356***				
STOCKD _t + STOCKD×DE _t	-0.0052***		-0.0007***		-0.0106				
OPTION _t + OPTION×DE _t	-0.0006***		-0.0019		0.0106				

註 1：***達 1%顯著水準；**達 5%顯著水準；*達 10%顯著水準。註 2：變數衡量見表 3。

表 12 高階經理人薪酬結構細項與未來兩年公司績效--考量企業生命週期

<i>Tobin's Q_{i,t+2}</i>	Panel A (式 1-2) N=4,148			Panel B (式 1-3) N=1,095			
變數	預 期	成長期 N=952	成熟期 N=2790	衰退期 N=406	成長期 N=187	成熟期 N=792	衰退期 N=116
SALARY _t	+	0.0045	0.0049**	0.0137**			
PENSION _t	+				0.0104	-0.0002	-0.0002
BONUS _t	+	-0.0111*	-0.0081***	-0.0017			
CASHD _t	+	-0.0143***	0.0040*	0.0058			
STOCKD _t	+	0.0027 ***	0.0009**	-0.0015			
OPTION _t	+	0.0036**	-0.0018*	-0.1224			
DE _t	?	0.4094***	0.3653***	0.2121***			
SALARY×DE _t	-	0.0020	-0.0050**	0.0037			
BONUS×DE _t	-	0.0083	0.0055	0.0143			
CASHD×DE _t	-	0.0148*	0.0016	-0.0372***			
STOCKD×DE _t	-	0.0001	-0.0007	0.0260			
OPTION×DE _t	-	-0.0021	0.0026**	0.1298			
Adj. R ²		0.3452	0.2511	0.2228	0.3170	0.2201	0.2410
F 值(P-value)		27.38*** (0.00)	50.22*** (0.00)	7.11*** (0.00)	10.60*** (0.00)	25.80*** (0.00)	5.05*** (0.00)

Panel C : 不景氣時代之企業生命週期 Chow test									
Chow test	成長期	VS	成熟期	成熟期	VS	衰退期	成長期	VS	衰退期
SALARY _t			0.01			1.13			0.74
BONUS _t			0.15			0.26			0.33
CASHD _t			13.***			0.06			4.64**
STOCKD _t			4.45**			1.64*			3.10**
OPTION _t			8.39**			0.93			0.67
DE _t			0.43			3.**			2.65**
SALARY×DE _t			1.25			0.69			0.01
BONUS×DE _t			0.07			0.31			0.08
CASHD×DE _t			1.78			7.03**			6.5***
STOCKD×DE _t			0.23			0.49			0.31
OPTION×DE _t			3.70**			1.02			0.73

Panel D : 不景氣時代薪酬結構細項與公司未來二年績效			
變數	成長期係數	成熟期係數	衰退期係數
SALARY _t +SALARY×DE _t	0.0065	-0.0001**	0.0174
BONUS _t +BONUS×DE _t	-0.0028	-0.0026	0.0126
CASHD _t +CASHD×DE _t	0.0005*	0.0056	-0.0314***
STOCKD _t +STOCKD×DE _t	0.0028	0.0002	0.0245
OPTION _t +OPTION×DE _t	0.0015	0.0008**	0.0074

註1: ***達1%顯著水準; **達5%顯著水準; *達10%顯著水準。註2: 變數衡量見表3。

第五章、結論與建議

本研究目的在於探討不景氣時期，公司應如何調整高階經理人薪酬結構設計制度，激勵高階經理人之努力與投入，以提昇公司未來績效。且將薪酬結構分為確定薪酬（薪資、退職金、獎金及特支費及現金股利）和不確定薪酬（股票股利及員工認股權）兩大類。本研究實證結果發現，首先在高階經理人總薪酬方面，台灣上市櫃公司高階經理人整體總薪酬與公司未來績效呈現顯著正向關係，此結果和 Aboody (1996) 之實證結果相同。再者，本研究發現在景氣不好時期與景氣擴張時期恰好相反，在景氣不好時，公司會著重發放高階經理人確定薪酬，不傾向發放不確定薪酬，此較具有激勵的誘因，對公司未來績效較好。主要是因處於不景氣時代，高階經理人期望發放確定薪酬，其效益顯現於“當期”可立即拿取的薪酬為主；相反的，如處於景氣繁榮期，發放高階經理人較多的不確定薪酬，如股票股利與員工認股權，其效益對“未來”公司績效具有正面影響。

除此之外，當企業處於不同的生命週期階段，公司發放高階經理人薪酬結構所面臨的決策項目將有所差異，進而影響公司未來績效的形成。理論上，企業處於成長期階段，公司面臨企業新生階段，一切的經營型態，技術方面與財務結構皆存在不確定因素與風險，故成長期階段高階經理人薪酬結構設計制度，應以具有激勵公司未來前景發展之獎酬為主，故應以不確定薪酬為優先考量；但是，當處於不景氣時代時，成長期階段公司較為重視現金股利結構之發放，對公司未來績效較佳。另外，當企業進入成熟期階段，公司的經營與財務結構已趨於穩定型態，在不景氣時代，則不傾向發放股票股利，對公司未來績效較佳。最後，當企業進入衰退期階段，公司已邁入落日期階段，公司任何未來願景之經營成果已吸引不了高階經理人，在不景氣時代，則不傾向現金股利之發放，對公司未來績效較佳。

本篇研究對於學術重要貢獻在於納入經濟不景氣時期之考量，透過高階經理人薪酬結構設計，進而了解調整高階經理人薪酬結構設計制度對公司未來績效之影響，協助企業渡過景氣寒冬。未來研究建議方面，本研究僅針對經濟不景氣時代—2007年至2008年為研究期間，並以2005年至2006年為其對照組（景氣時代），只使用四個年度之薪酬結構資料進行分析，建議未來可延以更多年之資料進行研究，並進一步探討形成的主因，以獲得更確實於不同景氣狀態薪酬結構變化與公司未來績效之關聯性。另外，可考量現今台灣面臨美國景氣下滑與其信用評等降低等情況，再加上近來希臘歐債問題，探討企業應如何規劃高階經理人薪酬制度以因應下一波不景氣時代，或是將於下次再度發生不景氣時進行驗證，以期能獲得薪酬結構設計制度與公司績效之間更明確的關聯，促使高階經理人薪酬結構設計制度之相關研究更加趨於完整。

參考文獻

- 呂明哲，2010，員工認股選擇權之獎酬意涵，當代會計，第十一卷第一期：25-50。
- 金成隆、林修葳、紀信義，2004，專利權的價值攸關性：從企業生命週期論析，管理學報，第二十一卷第二期：175-197。
- 金成隆、林修葳、邱煒恒，2005，研究發展支出與資本支出的價值攸關性：以企業生命週期論析，中山管理評論，第十三卷第三期：617-643。
- 陳明園、石雅慧，2004，高階經理人薪酬—代理理論與競賽理論之實證研究，臺大管理論叢，第十五卷第一期：131-166。
- 楊朝旭、黃潔，2004，企業生命週期、資產組合與企業未來績效關連性之研究，商管科技季刊，第五卷第一期：49-71。
- Aboudy, D. 1996. Market Valuation of Employee Stock Options. *Journal of Accounting and Economics* 22:357-391.
- Anthony, J. H., and K. Ramesh. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2-3):203-227.
- Adizes, I. 1979. Organizational passages - Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics* 8(1): 3-25.
- Boschen, J. F., Duru, A., Gordon, L. A., and Smith, K. J. 2003. Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements. *The Accounting Review* 78:143-168.
- Carpenter, M. A., and W. M. Sanders. 2002. Top management team compensation: the miss link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal* 23(4): 367-375.
- Core, J. E., R. W. Holthausen and D. F. Larcker. 1999. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation ,and Firm Performance. *Journal of Financial Economic* 51: 371-406.
- Hall, Brian J. and Kevin J. Murphy. 2002. Stock Options for Undiversified Executives. *Journal of Accounting and Economics*. 33:3-42.
- Kosnik , R. D. and K. L. Bettenhausen.1992. Agency Theory and the Motivational Effect of Management Compensation-An Experimental Contingency Study. *Group and Organization Management* 17:309-330.

- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57:1147-1170
- Matolcsy, Z. P. 2000. Executive Cash Compensation and Corporate Performance During Different Economic Cycles. *Contemporary Accounting Research* 17:671-692.
- Perry, T., and M. Zenner. 2001. Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics* 62 (3): 453-488.
- Rink, D. R. and Swan, J. E. 1979. Product life cycle research: a literature review. *Journal of Business Research* 78(9):219-242.
- Zahra, S., and J. Pearce. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15(2):291-334.

