

企業員工福利資訊揭露會影響 公司價值嗎？

李桓伊 紀信義* 陳怡潔

良好的員工福利措施可提高企業生產力，也是企業履行企業永續發展不可或缺的一部分。本研究以 2016 年至 2020 年臺灣上市櫃公司為研究對象，探討員工福利揭露程度對企業價值之影響。本文實證結果顯示，員工福利揭露程度越高者，企業價值愈高。其次，當董事長由最終控制者擔任時（董事長內部化），員工福利揭露程度愈高，企業價值愈高。本文之實務意涵為，員工是企業永續發展重要資源，企業重視員工權益，可以強化公司的競爭力和實踐永續發展，進而提升企業的價值。

關鍵詞：員工福利揭露、董事長內部化、企業價值。

「政策與管理意涵」

非財務資訊的揭露已成為投資人評估企業未來前景的重要一環。員工福利的揭露不僅能降低資訊不對稱，還能增進員工對企業的信任，並提高企業在公眾中的形象。企業若能積極揭露員工福利，將對其長期發展帶來正向影響。本文的實證結果強調，企業應主動進行員工福利的揭露。在 ESG 倡議的背景下，人力資源管理扮演著愈加關鍵的角色。產官學三方應該更加重視員工福利相關議題，並投入更多資源來促進這些方面的改進。

* 第一位作者李桓伊為國立彰化師範大學會計學系副教授；通訊作者紀信義為國立中興大學會計學系終生特聘教授，通訊地址：台中市南區興大路 145 號，電話：(04)22840828，Email：hychi@dragon.nchu.edu.tw；第三位作者陳怡潔為資誠聯合會計師事務所審計員。作者們感謝期刊編輯與匿名審查人之寶貴意見。

壹、緒論

企業永續發展已經成為企業經營管理的重要課題，對企業來說，環境保護、社會責任與公司治理 (Environmental Social Governance, ESG) 是現今企業必須重視的議題。企業除了對外部環境的重視，雇主與勞工關係也是企業社會責任重要的一環，勞雇關係等與社會責任相關之問題，無論是大型企業還是中小型企业，都必須直接面對，勞雇關係會直接影響到人員流動率、經營成本或公司的獲利等。因此，企業除了追求獲利與增加股東財富外，也應該照顧員工。員工在企業競爭力上扮演重要的角色，員工如果能對企業產生歸屬感，必能齊心努力為企業創造效益。金管會為協助上市上櫃公司實踐企業社會責任，以達永續發展之目標，於 2022 年底發佈上市上櫃公司永續發展實務守則(註1)，特別強調公司應將勞工權益納入公司管理方針與營運活動，在該守則第四章第 18 條至 22 條中規範員工薪酬、福利、勞動環境或法令及相關申覆主張等，以期為公司員工創造良好環境，達成企業永續經營之目標。目前也有越來越多的企業提供員工薪資以外的福利政策，根據資誠聯合會計師事務所 (PwC) 在 2023 年發布的全球家族企業調查報告(註2)指出，員工看待「全面薪酬」的角度持續改變中，員工願意用 20%~25% 的薪資交換工作生活平衡，且對教育訓練的重視較過去提升一倍以上因此，企業應重新規劃各式獎酬替代方案，來爭取員工對於公司的認同。近年來愈來愈多公司提供員工好的員工福利措施，例如，台塑企業提供員工本人及眷屬至長庚醫院的就醫優待、提供員工購置電動車補助、提供員工生育獎勵措施等(註3)；另外，根據 104 人資學院「2022~2023 台灣地區薪資福利」調查報告指出，有些幸福企業會另外提供每周數天讓員工自由選擇工作地點、提供有薪孝順假、充電進修假、新人免費

註1：「上市上櫃公司永續發展實務守則」於 2022 年 12 月 23 日發布，全文共 30 條。

註2：「2023 全球暨臺灣家族企業調查報告」，<https://www.pwc.tw/zh/publications/topic-family-business/assets/pwctw-family-business-survey-2023.pdf>，搜尋日期，2023 年 8 月 11 日。

註3：經濟日報，2022，「鼓勵員工增產報國 台塑大手筆砸下 1.4 億元「催生」」，<https://money.udn.com/money/story/5612/6640409>，搜尋日期，2023 年 6 月 1 日。

住宿、不抽菸健康假、有薪病假、有薪的志工假、全球輪調計畫等福利(註4)。因此，企業若要永續經營，需將資源投資在員工福利上，企業一再追求利潤的觀念已成為過去式，實踐企業社會責任的新觀念已經成為新趨勢，員工做為企業的生產力與勞動力來源，如果能給予薪資以外的額外福利，可以豐富員工的生活，提高員工的幸福感，對企業的經營有正向的影響。員工為企業重要的資產，企業如能提供員工好的員工福利制度，對企業長期的發展能夠有正向的助益。

過去有關非財務資訊揭露以及企業社會責任的相關文獻指出，非財務資訊揭露可以達到提高企業績效、降低風險及代理成本的效果 (Wu and Yuan, 2020)，且企業社會責任揭露可降低企業與投資人間的資訊不對稱 (Michaels and Grüning, 2017)，而自願揭露與資訊不對稱會影響投資人對企業價值的評估 (Diantimala, Syahnur, and Islahuddin, 2022)。Yoon, Lee, and Byun (2018)研究發現企業社會責任實踐對公司的市場產生積極且顯著的影響。非財務資訊與企業社會責任的揭露對企業價值應具影響力，然而員工做為 ESG 中社會責任的一部分，目前尚未有研究探討員工福利揭露程度與企業價值之關聯性。因此，本文探討企業員工福利揭露程度對企業價值之影響。另一方面，文獻指出，公司的董事長或是總經理如果是由最終控制股東擔任稱為董事長或總經理內部化 (Chiang and Lin, 2011；黃柏凱、林玉君與張淑菁，2022)。過去研究發現控股股東參與管理層的決策對公司績效會產生負面影響 (Wiwattanakantang, 2001)。本研究將進一步分析，當公司有董事長內部化情形時，投入愈多的員工福利是否可以提升企業價值。

本研究以 2016 年至 2020 年臺灣上市及上櫃公司為樣本進行分析，探討員工福利揭露程度對企業價值之影響。參考過去文獻，以 Tobin's Q 衡量企業價值 (Chung and Pruitt, 1994; Anderson and Reeb, 2003)，並以人工方式逐筆蒐集股東會年報，彙集並整理員工福利揭露資訊，員工福利揭露係以積分方式進行衡量，分為下列 7 個項目，分別是(1)額外投保保險、(2)疾病及意外給付、(3)

註4：經濟日報，2022，「太幸福！企業給「另類有薪假」：有薪孝順假、六天健康假」，https://money.udn.com/money/story/5612/6820331?from=edn_search_tag_result，搜尋日期，2023 年 8 月 31 日。

分紅入股或產品優待、(4)貸款與優惠存款計畫、(5)眷屬補助、撫卹及子女獎學金、(6)娛樂性福利措施及(7)公共設施，公司提供之員工福利符合上述項目者得 1 分，否則為 0 分，本文建立員工福利揭露指標，該指標分數最高為 7 分，最低為 0 分。本文實證結果顯示，員工福利揭露程度愈高，愈會降低企業與投資人間的資訊不對稱，投資人因而可明確了解企業情況進而正確評估企業價值，因此當員工福利揭露程度愈高時，其企業價值亦會提高。此外，本研究進一步分析公司有董事長內部化情形時，員工福利揭露對企業價值之影響，實證結果顯示，當董事長由最終控制者擔任時（董事長內部化），員工福利揭露分數愈高會增加公司價值，本文認為董事長內部化的公司有較嚴重的型二代理問題，在此情況下，透過投入較多的員工福利，可降低市場對型二代理成本之顧慮，減緩市場對董事長內部化企業之負面評價。本文的結果支持良好的員工福利政策，可以激勵員工對企業的向心力，有效增益企業聲譽，公司因而有更好的績效和長期價值。

本文之研究貢獻如下：第一，本文擴充員工福利對企業價值的文獻，過去文獻大都探討非財務資訊、企業社會責任揭露對企業價值之影響 (Constantinescu, Caraiani, Lungu, and Mititean, 2021; Diantimala et al., 2022; Yoon et al., 2018)，但少有文獻進一步研究員工福利的影響，本論文探討員工福利揭露程度對企業價值之影響，本研究不僅增加了國內員工福利對企業價值影響之相關文獻，同時擴展國內環境保護、社會與公司治理中社會部分的研究方向。第二，本文以人工蒐集資料的方式，蒐集股東會年報中揭露之員工福利的資訊，擷取有關員工福利揭露的相關資料進行彙整，收集上市櫃公司的樣本並以實證研究方式進行分析，與以往多採用問卷調查方式不同 (Muse and Wadsworth, 2012; Mumford, Hanks, and Alldredge, 2019)，提供更全面性的實證結果，研究成果也能幫助了解我國上市櫃企業員工福利投入程度。第三，本文之實務意涵為，投資人會將員工福利揭露程度納入評估企業價值的考慮項目之中，本研究結果可協助企業了解員工福利策略對企業之影響，提供管理階層於規劃員工福利策略時之調整與參考，另一方面，也呼應 2022 年底發佈上市上櫃公司永續發展實務守則，強調公司應將員工權益納入公司管理方針之倡議。

本文共分六節：第壹節緒論，說明研究動機及其重要性；第貳節為文獻探討與假說發展，先回顧員工福利揭露相關研究，並進一步闡述研究假說之推論過程；第參節為研究方法，分別建立實證模型以及說明樣本之篩選標準；第肆節為實證結果分析，解釋本文假說之統計分析之結果與發現；第伍節為額外分析；第陸節為結論。

貳、文獻回顧與假說發展

一、員工福利相關文獻

在過去，員工福利屬附加性質，為薪俸以外的待遇，通常視企業人力資源的規畫和財務能力所行使的裁決性決策，其範圍之廣狹、福利之多寡，皆可自由裁量，不無伸縮餘地，因此也被稱為福利盈餘 (surplus welfare) 或邊緣利益 (fringe benefit)，這些福利並非員工法定收入，而是正規薪資的附屬福利。然而，近年來傳統的員工薪酬政策方式，並無法完全能夠產生激勵或招募優秀員工的預期效果，因此以包括員工福利在內的策略性薪資，成為管理者設計員工獎酬待遇時之重要工具（考試院，1995）。

近年來與員工福利相關的文獻包含員工福利如何影響員工感知到的組織支持 (Muse and Wadsworth, 2012)，員工福利對員工生產力之影響 (Kang, Yu, and Lee, 2016)。Muse and Wadsworth (2012) 探討傳統與非傳統員工福利如何影響員工感知到的組織支持 (Perceived Organizational Support ; POS)，該文將員工福利區分為傳統與非傳統兩類，傳統員工福利包含醫療保險、退休計畫等，非傳統員工福利包含獎學金、急難救助等，研究結果顯示，非傳統福利與組織支持具有正向直接關係，而傳統的健康和財務福利與組織支持無關。該文作者認為，傳統的員工福利之所以與組織支持無關，是因為在該研究的分類中，被分類到傳統福利的項目都是法規規定必須提供給所有員工的，無法由企業自主裁量是否提供，員工並不會因為企業提供了傳統的員工福利感受到企業是因為重視他們的貢獻並回饋才提供這些福利，因此若企業想與員工建立積極正面的勞

資關係，應該提供非傳統甚至是非大多數公司提供的福利。Kang et al. (2016) 探討員工福利對員工生產力的影響，以 2005 年到 2009 年的韓國企業做為研究樣本，以企業投入於員工福利的金額與勞動力和資本投入的增加分別作為衡量員工福利及員工生產力之標準。研究結果顯示，每增加一單位之員工福利，員工的生產力可以提高約 7.9%，該文並進一步發現，相較於非製造業，員工福利對員工生產力之影響在製造業中較為明顯。該文作者認為員工福利之所以會對員工生產力產生積極影響，係因勞動體現效應(註5) (Embodied Effect) 所導致。

另一方面，也有相關的文獻探討員工福利如何影響員工績效 (Yoopetch, Nimsai, and Kongarchapatara, 2021) 及新創企業績效 (Boudreaux, 2021)。Boudreaux (2021) 的研究利用策略人力資源管理的觀點探討員工福利如何影響新創企業的績效，該文將福利分為兩類，分別是促進穩定性(註6)及靈活性(註7)的福利。實證結果顯示穩定性福利與經營失敗風險呈現負相關並與淨利潤呈現正向關係；靈活性福利雖與經營失敗風險無關連性但其與淨利潤亦呈現正向關係。該文之實證意涵為穩定性福利與靈活性福利皆能對新創企業的淨利潤產生正向影響。Edmans (2012) 探討員工滿意度與長期股票回報之關聯，以 1984 年至 2009 年的研究資料，研究發現美國前 100 大最佳企業的每年超額收益率高出同行，亦即員工滿意度與股東報酬呈正向相關。Chang and Jo (2019) 探討員工友善的實踐、產品市場競爭與公司價值之間的關聯，該文發現員工友善對產品市場競爭有正向影響，此外，在產品市場競爭激烈時，員工友善與公司價值之間有正向關係，實證結果符合價值創造理論，該文亦發現在競爭更激烈的行業中，公司更有可能對待其員工更好。Kim and Ouimet (2014) 探討員工股權計劃提供的誘因是否可以提高生產力，該文認為公司規模是一個重要的影響因素，對於由擁有中等規模員工的公司提供員工股權計劃誘因能夠增加經濟效益，使員工和股東都受益，然而，當員工人數較多時，這種效果就會變得較弱。

由上述與員工福利相關的研究可得知，員工福利所提高的員工滿意度能促

註5：勞動體現效應係指提高忠誠度、增加勞動強度和減少缺勤來提高生產力。

註6：促進員工個人生活穩定的福利，如醫療保健計劃、學費報銷和退休計劃。

註7：給予員工更多工作彈性，促進員工工作與生活平衡的福利，如獎金、投資計劃、帶薪病假和帶薪休假。

使員工的工作態度積極、傾向留任，並且可以增加生產力 (Kang et al., 2016)，進一步提高企業的績效 (Boudreaux, 2021; Edmans, 2012)。文獻也發現若執行超過法規標準的傳統（如健保、退休福利等）與非傳統（如獎學金、急難救助等）員工福利，會提升企業與雇主的聲譽 (Muse and Wadsworth, 2012)。上述文獻之結果大都來自問卷，尚無採用實證研究分析國內上市櫃企業員工福利揭露程度對企業帶來之影響，本論文將蒐集股東會年報所揭露之相關員工福利資料，進一步進行分析。

二、員工福利資訊揭露對企業價值之影響

根據資源依賴理論，公司可以透過有效地控制具有價值(valuable)、稀少性(rare)、困難模仿(imitated)和不易替代(substitute)等特徵的資源或能力，達到企業可持續性的競爭優勢 (Barney, 1990)。而策略性的人力資源管理，包括好的員工福利或工作環境皆是公司建構前述特性能力的途徑 (Lado and Wilson, 1994; Fulmer Gerhart, and Scott, 2003; Ballou, Godwin, and Shortridge, 2003)，例如能夠吸引高素質的人才或留住優秀的員工，這將可以降低企業覓才的搜尋成本，激發員工工作潛能，提升員工職場認同感和生產力，進而提高企業營運效能 (Chauvin and Guthrie, 1994)。

近年來投資人除了重視財務報表中的財務資訊外，也逐漸重視財務報表中的非財務資訊，投資人能從非財務資訊中了解企業的長期前景以及企業如何創造價值，並得以正確評估企業價值 (Constantinescu et al., 2021)。過去文獻探討企業社會責任揭露與績效對公司的影響，實證結果顯示企業社會責任的績效愈高、揭露品質與程度越高，企業價值會隨之提升 (Yoon et al., 2018; Bardos, Ertugrul, and Gao, 2020)。無論是財務資訊或是非財務資訊，較高程度的自願揭露程度可以減少資訊不對稱，進而增加企業價值 (Diantimala et al., 2022)。除此之外，其他相關研究顯示，揭露非財務資訊可以提高企業財務透明度 (Nair, Muttakin, Khan, Subramaniam, and Somanath, 2019)、降低資訊不對稱與經理人和股東之間的代理成本 (Rossi and Harjoto, 2020)。

過去的研究也提到良好的員工福利政策，可以激勵員工對企業的向心力，

有效增益企業聲譽及吸引有才能的員工增進生產效能，正向提升企業的價值 (Chauvin and Guthrie, 1994; Ballou et al., 2003; Odriozola, Martin, and Luna, 2018)。Chauvin and Guthrie (1994) 針對雜誌選出有良好勞工管理公司之事件檢驗，發現良好的勞工管理對可以正向影響公司的聲譽，提高企業的價值。Ballou et al. (2003) 以 Fortune 雜誌年度揭露「The 100 best companies to work in American」的公司名單視為營造員工良好工作環境的替代變數，其研究結果發現較佳的工作環境條件，可以激勵員工努力提高工作效能，提高公司的聲譽資本，創造更高市場價值。Odriozola et al. (2018) 以「Merco People」所發佈最適合工作的 100 家西班牙上市公司為樣本，研究發現較高人力資源聲譽的公司，其市場績效較佳。

過去少有研究探討企業社會責任中的員工福利層面的影響，人才是企業最重要的資產，企業如能提供除了薪資以外的員工福利，將能激發員工工作潛能，提升員工職場認同感，並能藉此吸引及留住人才，提高企業營運效能。過去文獻發現員工福利可使員工生產力提升 (Kang et al., 2016)，文獻亦發現員工福利對新創企業的績效有正向影響 (Boudreaux, 2021)，本研究深入探討企業社會責任中的員工福利構面在投資人進行企業價值評估時的影響程度。

有關員工福利的揭露程度，本文蒐集股東會年報所揭露之員工福利資料，根據公開發行公司年報應行記載事項準則第十八條第一項第五款，業需在股東會年報揭露員工福利情形。本文蒐集員工福利揭露資料，將企業提供給員工的福利分成七個項目，分別是(1)額外投保保險 (INSU)、(2)疾病及意外給付 (SAB)、(3)分紅入股或產品優待 (DSPP)、(4)貸款與優惠存款計畫 (LCD)、(5)眷屬補助、撫卹及子女獎學金 (FAS)、(6)娛樂性福利措施 (RB)、(7)公共設施 (PU)，員工福利揭露程度為上述七項目得分加總，分數愈高表示企業提供給員工的福利愈多，給予員工較多的照顧，對於企業的營運效能會有正向的幫助。

本研究推論員工福利揭露程度愈高，企業價值較高。首先，過去研究發現非財務資訊揭露可以提高企業財務透明度 (Nair et al., 2019)、降低資訊不對稱 (Rossi and Harjoto, 2020)。企業揭露員工福利資訊可以幫助投資者獲得更多有關公司提供給員工相關福利資訊，投資人可以更瞭解公司對員工福利的重視程

度，員工福利屬於非財務資訊的一部分，揭露更多此方面的資訊，將能提供投資人更多企業投入對員工照顧程度的資訊，降低投資人此方面的資訊不對稱。其次，過去文獻發現員工福利對新創企業的績效有正向影響 (Boudreaux, 2021)。愈多的員工福利措施，顯示企業更重視員工的權益，員工福利可以提高員工的工作效率和生產力，對於公司的營收會有正面助益，進而影響公司的績效。此外，過去的研究也提到良好的員工福利政策，可以激勵員工對企業的向心力，有效增益企業聲譽及吸引有才能的員工增進生產效能，正向提升企業的價值 (Chauvin and Guthrie, 1994; Ballou et al., 2003; Odriozola et al., 2018)。最後，「好的員工福利政策」可以正向造就良好聲譽，產生名譽效果 (reputation effects)。文獻也強調名譽能增加企業的價值或是為企業帶來利益，例如 Dowling (2006) 支持良好的企業名譽可以增加公司的價值，實證研究也發現，在平均產業中擁有良好名譽者也能擁有較好的財務績效表現，Brammer and Pavelin (2004) 強調建立良好名譽的目的是為了能為企業帶來收益與報酬。較高程度的資訊揭露可以降低資訊不對稱，進而提升企業價值 (Diantimala et al., 2022)。故本研究推論，員工福利揭露屬於非財務資訊揭露的一部分，因此，員工福利項目揭露程度愈高，顯示員工福利資訊揭露不對稱程度較低，也代表該企業較重視員工福利，良好的員工福利政策，可以激勵員工對企業的向心力，有效增益企業聲譽，公司因而有更好的績效和長期價值，投資者在評估企業時，也會將其納入考慮範圍，因此會給予較高之評價。綜合上述討論，本研究提出假說 H1：

H1：其他條件相同下，員工福利揭露程度愈高會正向影響企業價值。

三、員工福利與董事長內部化對企業價值之影響

過去研究發現控制股東會透過債務融資的方式來侵害少數股東權益 (Yu, Xu, and Chen, 2011)。文獻亦指出控股股東參與管理層的決策對公司績效會產生負面影響 (Wiwattanakantang, 2001)。公司的董事長或是總經理如果是由最終控制股東擔任稱為董事長或總經理內部化 (Chiang and Lin, 2011；黃柏凱、林玉君與張淑菁，2022)。

有關董事長或總經理內部化的研究，黃柏凱等人（2022）研究發現當董事長或總經理為家族成員（內部化），使用衍生性產品與公司價值間有負向關聯，該文認為董事會的監督會受到內部化影響而下降。許永聲、陳信吉與陳琬菁（2013）探討董事長內部化對盈餘管理之影響，該文認為董事會特性會影響企業的應計項目盈餘管理及實質盈餘管理程度，實證結果顯示應計項目盈餘管理會受董事長內部化的影響，實質盈餘管理亦會受董事長內部化的影響，上述文獻發現董事長內部化的公司有較大的盈餘管理動機與較低的公司價值。我國上市櫃公司有超過半數為家族企業，家族企業的特色為董事會成員大多是家族控制股東，董事長最終是由控制者家族成員出任，因此有董事長內部化之情況，本研究因此進一步探討董事長內部化、員工福利揭露程度與公司價值之關係。

過去研究發現公司的聲譽效果 (reputation effects) 可以減緩代理衝突，降低公司的代理成本的功能 (池祥萱、繆文娟與莊澄臻，2014)。Mann and Sicherman (1991) 提出藉由名譽的建立，可以減低公司因自由現金流量過多而造成的代理成本，Gomes (2000) 認為公司欲建立名譽，是因為名譽效果可以抵減代理成本導致的不效率性和帶來其他的利益。此外，聲譽資本也可以視為減緩代理問題與監督公司的工具，Perrini and Tencati (2006) 提出永續性的管理是關鍵的策略管理，它能夠提供質與量的觀點來監督與追蹤公司治理的績效，因此，企業可以藉由完善的公司治理，例如良好的員工福利政策向大眾傳遞公司內部本質良好的訊息。Akpiner Jiang, Gomez-Mejia, Berrone, and Walls (2008) 和 Beaudoin (2008) 也認為企業社會責任績效可以降低公司資訊不對稱的情況，並解決利害關係人與管理當局之間的代理問題，以創造更好的財務績效。

董事長內部化的公司有較嚴重的大股東與小股東之間的型二代理問題，而型二代理問題會對企業價值產生負面影響 (Lins, 2003; Villalonga and Amit, 2006)。然而，在環境、社會與治理 (ESG) 受到重視的年代，企業為維護聲譽及形象，會投入更多相關的活動。過去文獻發現有核心代理問題的家族控制公司有較好的社會責任績效，企業會透過投入較多的社會責任行動累積社會保險資源 (黃瓊瑤、方世榮與陳育成，2012)。本文推論董事長內部化的公司更有可能透過從事社會責任活動，提升企業聲譽，進而提升企業價值。由於員工是

企業的生產力與勞動力來源，企業揭露較多的員工福利，顯示該企業較重視員工福利，對企業聲譽有正向影響，良好的員工福利政策可以向大眾傳遞公司內部本質良好的訊息，降低公司資訊不對稱的情況 (Akpiner et al., 2008; Beaudoin, 2008; Perrini and Tencati, 2006)，投資人在評估企業價值會將企業投入員工福利的程度考慮進去。董事長內部化的企業會透過揭露較多的員工福利，降低市場對型二代理成本之顧慮，減緩市場對董事長內部化企業之負面評價。故本研究推論，員工福利揭露程度較高的企業，可以緩解董事長內部化對企業價值的負面影響，綜合上述推論，本研究提出假說 2：

H2：其他條件相同下，當董事長內部化，員工福利揭露程度愈高會正向影響企業價值。

參、研究方法

一、員工福利揭露程度對企業價值影響之實證模型

為檢驗本文假說 1 與假說 2，本研究以兩階段最小平方法 (2SLS) 進行估計。在兩階段最小平方法之第一階段，本研究發展實證模型(1)，以取得員工福利揭露程度之估計值 ($BENEFIT$)，第二階段則參考文獻（李建然、湯麗芬與呂幸蓉，2020；陳昭蓉與朱全斌，2022），建立影響企業價值之實證模型(2)。

兩階段最小平方法中之第一階段為實證模型(1)，其中，應變數為員工福利揭露程度 ($BENEFIT$)，自變數為工具變數及實證模型(2)之控制變數，其中本文實證模型(1)所使用之工具變數分別是員工平均年齡 ($AAGE$) 與高員工福利產業 ($HIGHBENE$)，良好的工具變數須滿足工具變數相關性 (relevance) 與工具變數外生性 (exclusion) 兩個條件，工具變數需要與主要測試變數（員工福利揭露程度）有相關，符合相關性，與應變數（企業價值）無關，符合外生性。 $AAGE$ 為員工平均年齡，衡量方式為員工平均年齡取自然對數。文獻認為不同世代的員工對員工福利的期望可能不同 (Dencker, Joshi and Martocchio, 2007)，

不同年齡的員工對於員工福利的重視程度有差異(註8)，本文認為企業會因為所員工年齡的差異，投入的員工福利程度會不同，年輕世代的員工相較於年齡較大的員工會更加注重薪資以外的福利，本研究預期員工平均年齡 (*AAGE*) 愈低(愈高)，員工福利揭露程度應愈高(愈低)。*HIGHBENE* 為高員工福利產業，以產業類別中員工福利揭露平均得分最高之前五項產業衡量，本文的敘述性統計分析顯示水泥工業、食品工業、電器電纜業、玻璃陶瓷業及造紙工業等五個傳統產業平均得分最高，因此若企業為水泥工業、食品工業、電器電纜業、玻璃陶瓷業及造紙工業者為 1，否則為 0。過去研究發現傳統產業可能有產業刻板印象，因此在招聘上較困難(師仁傑，2017)。本研究認為傳統產業為了招聘員工可能會透過提供更好的員工福利及優惠措施給員工，例如：台泥除提供高額獎金外，更有醫療、旅遊、教育與進修等福利補助(註9)、因此本研究預期高員工福利產 (*HIGHBENE*) 與員工福利揭露程度有正向關係。最後，企業整體的價值衡量，會考慮公司整體特性，不會受特定產業或是員工年齡的影響，故本研究推論 *AAGE* 與 *HIGHBENE* 與公司價值應該無關(註10)。

實證模型(2)為兩階段最小平方法中之第二階段，以普通最小平方法 (Ordinary Least Squares；OLS) 方式進行迴歸估計，將實證模型(1)所產生的員工福利揭露程度估計值 (*BENEFIT*) 納入實證模型(2)中，實證模型(1)及實證模型(2)分別如下：

$$\begin{aligned} BENEFIT_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 Highbene_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} \\ & + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

註8：104職場力，2021，「90後的Z世代員工，除了薪資，還會重視哪些員工福利呢？」，<https://blog.104.com.tw/what-benefits-are-most-important-to-the-younger-generation/>，搜尋日期：2024年5月4日。

註9：ETtoday 財經雲，2019，「好羨慕！台泥福利超優，員工最高年獎金可領 10 萬、直系親屬也有教育及醫療補助」，<https://finance.ettoday.net/news/1392617#ixzz7x8pECTk5>，搜尋日期：2023年3月27日。

註10：本文另外以下列實證模式測試 *AAGE* 與 *HIGHBENE* 與公司價值之關聯。

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 Highbene_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} \\ & + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

結果顯示，*AAGE*、*HIGHBENE* 與 *TOBINQ* 之間沒有顯著關係，顯示員工平均年齡與高員工福利產業並不影響企業價值。

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} \\ & + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

實證模型(1)的應變數為員工福利揭露程度 (*BENEFIT*)，衡量方式參考過去文獻 (魏妤珊，2017；Wang, Wang and Lin, 2022)，建構員工福利揭露程度指標，係由 7 個子項目所構成，以下分別說明各項指標衡量方法：

(1)額外投保保險 (*INSU*)：衡量方法為企業年報中勞資關係項下是否有揭露投保團體保險，包括壽險、疾病保險者（不包含法定強制投保之勞健保），當年度有揭露額外投保保險項目者為 1，否則為 0。

(2)疾病及意外給付 (*SAB*)：衡量方法為企業年報中勞資關係項下是否有揭露提供保險外之員工疾病與意外給付，如慰問金、急難救助，當年度有揭露疾病及意外給付項目者為 1，否則為 0。

(3)分紅入股或產品優待 (*DSPP*)：衡量方法為企業年報中勞資關係項下是否有揭露有員工持股信託方案、員工酬勞、員工分紅、增資認股，或得以員工價購買該公司商品等等，當年度有揭露分紅入股或產品優待項目者為 1，否則為 0。

(4)貸款與優惠存款計畫 (*LCD*)：衡量方式為企業年報中勞資關係項下是否有揭露提供員工貸款與優惠存款計畫，如福利儲蓄信託，當年度有揭露貸款與優惠存款計畫者為 1，否則為 0。

(5)眷屬補助、撫卹及子女獎學金 (*FAS*)：衡量方式為企業年報中勞資關係項下是否有揭露提供眷屬補助、撫卹（如團體保險之眷屬加保優惠）及子女獎學金（含教育補助金），企業當年度有揭露眷屬補助、撫卹及子女獎學金者為 1，否則為 0。

(6)娛樂性福利措施 (*RB*)：衡量方式為企業年報中勞資關係項下是否有揭露提供娛樂性福利措施，如社交、球類、藝文活動、尾牙、員工旅遊，企業當年度有揭露娛樂性福利措施者為 1，否則為 0。

(7)公共設施 (*PU*)：衡量方式為企業年報中勞資關係項下是否有設置員工

公共設施，如醫務室、宿舍、哺乳室、員工餐廳、福利社、托兒所、閱覽室、球場，企業當年度有揭露提供公共設施者為 1，否則為 0。

上述指標項目(1)至(7)整合為一綜合指標，員工福利揭露程度 (*BENEFIT*)，用以衡量企業之員工福利揭露情形，公司有在年報中勞資關係項下揭露上述項目即得 1 分，反之則為 0 分，最後進行加總並得出該企業整體評估分數，*BENEFIT* 最高為 7 分，最低為 0 分。實證模型(1)會估計出員工福利揭露程度估計值 ($\widehat{BENEFIT}$)，將 $\widehat{BENEFIT}$ 帶入實證模型(2)分析。

在實證模型(2)中，應變數為企業價值 (*TOBINQ*)，衡量方式為（股東權益總額+長期借款+短期借款）÷資產總額。文獻採用 Tobin's Q 作為企業價值的替代變數（Chung and Pruitt, 1994; Anderson and Reeb, 2003; Maury and Pajuste, 2005; Villalonga and Amit, 2006；謝秉蓉、陳建志與王銀杏，2021），文獻發現 Tobin's Q 增加時，代表投資人認為該企業具有投資價值，企業價值提高；反之若 Tobin's Q 下降，投資人降低投資意願，企業價值減少。

本研究假說 1 推論，員工福利揭露程度愈高，愈能降低企業與投資人間的資訊不對稱情形，提高企業價值，本文預期 $\widehat{BENEFIT}$ 與 *TOBINQ* 為正相關，即 $\widehat{BENEFIT}$ 之係數為正，員工福利揭露程度愈高，企業價值愈高。

為控制其他可能影響公司價值之因素，本文參考過去文獻（李建然等人 2020；陳昭蓉與朱全斌，2022），控制公司規模 (*ESZ*)、長期負債比率 (*LVR*)、稅後息前資產報酬率 (*ROAS*)、流動比率 (*CRR*)、研發支出密集度 (*RDEI*)、資本支出率 (*CAPE*)、公司成立年數 (*FAGE*)、現金比率 (*CASHR*)。

ESZ 為公司規模，衡量方式為企業總資產取自然對數，過去文獻對於企業規模如何影響企業價值的結論並不一致，可能會對企業價值產生正面或負面影響 (Maury and Pajuste, 2005; Villalonga and Amit, 2006)，因此本研究控制企業規模 (*ESZ*) 之影響，但不預期係數方向。*LVR* 為長期負債比率，衡量方式為長期負債除以期末資產總額，過去研究顯示負債比率對企業價值可能產生正向或負向的影響 (Lee and Kim, 2016; 李建然等人，2020)，因此本研究控制長期負債比率 (*LVR*) 之影響，但不預期係數方向。*ROAS* 為稅後息前資產報酬率，衡量方式為

[繼續營業單位損益+財務成本×(1-所得稅率(註11))÷平均資產總額，文獻發現當企業之資產報酬率提高時，代表該企業資產運用效率提升，獲利能力增強（李建然等人，2020），因此本研究預期稅後息前資產報酬率（*ROAS*）與企業價值呈正向關係。*CRR* 為流動比率，係以流動資產÷流動負債衡量，文獻發現，流動比率會影響公司價值（王麗惠，2006），本文控制流動比率對公司價值的影響。*RDEI* 為研發支出密集度，係以研發費用÷營業收入淨額衡量，過去研究顯示，研究發展支出對企業價值有影響（Chin, Lee, Chi and Anandarajan, 2006; 陳昭蓉與朱全斌，2022），本研究控制研發支出密集度對企業價值的影響。*CAPE* 為資本支出率，衡量方式為資本支出÷資產總額。Nguyen, Rahman and Zhao (2018) 的實證結果顯示，資本支出率與企業價值之間呈現正向關聯性，本文預期資本支出率與企業價值呈正向關係。*FAGE* 為公司成立年數，衡量方式為（樣本當年度-企業創立年度），再取自然對數衡量。過去文獻控制公司成立年數對企業價值之影響（Rossi and Harjoto, 2020），因此，本文控制公司成立年數（*FAGE*）對企業價值之影響，但不預期係數方向。*CASHR* 為現金比率，係以現金及約當現金÷資產總額衡量，過去研究發現現金占總資產比率愈高對企業價值有影響（Li, Gong, Zhang and Koh, 2018），因此本研究控制現金比率對企業價值之影響。最後，Industry Dummies 為產業固定效果，用以控制產業特性對企業價值之影響。Year Dummies 為年度固定效果，用以控制各年度因素對公司價值之影響。

二、董事長內部化與員工福利揭露對企業價值影響之實證模型

為檢驗本文假說 2，本研究以兩階段最小平方法 (2SLS) 進行估計。第一階段與實證模型(1)相同，第二階段修正實證模型(2)，建立以下實證模型(3)：

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 \widehat{BOARDINT}_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times \widehat{BOARDINT}_{i,t} \\ & + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

註11：所得稅率於 2010 年至 2017 年為 17%，2018 年以後為 20%

在實證模型(3)中， $BOARDINT$ 為董事長內部化，衡量方式為樣本公司當年度董事長為最終控制者擔任設為 1，否則為 0。 $BENEFIT \times BOARDINT$ 為 $BENEFIT$ 與 $BOARDINT$ 之交乘項，假說 2 推論，員工福利揭露程度較高的企業，可以緩解董事長內部化對企業價值的負面影響，預期 $BENEFIT \times BOARDINT$ 與 $TOBINQ$ 為正向相關，即 $BENEFIT \times BOARDINT$ 之係數為正，當公司當年度有董事長內部化情形時，員工福利揭露程度愈高，企業價值愈高。其餘控制變數之衡量方式與實證模型(2)相同。

三、研究期間與資料來源

本文研究期間為 2016 年至 2020 年，以我國上市及上櫃公司為研究對象。本文蒐集之員工福利揭露資料係以人工方式擷取自企業股東會年報中勞資關係段落下企業所揭露之員工福利措施資訊加以判定。根據公開發行公司年報應行記載事項準則第十八條第一項第五款勞資關係中之第一目規定，「列示公司各項員工福利措施、進修、訓練、退休制度與其實施情形，以及勞資間之協議與各項員工權益維護措施情形。」根據規定，企業需在股東會年報揭露員工福利情形。因此，有關員工福利揭露程度之衡量方式，本研究透過股東會年報所揭露之勞資關係項下「員工福利」項目，加以蒐集資料，並以人工方式進行判定。其他財務相關變數及公司治理變數資料則分別取自台灣經濟新報資料庫中的非合併財務報表資料庫及公司治理資料庫。

四、樣本選取結果

表 1 為樣本選取與產業分配表，其中，Panel A 為樣本選取過程，本研究初始樣本為 8,043 筆樣本，首先排除員工福利揭露項目中有遺漏者 600 筆，再排除公司治理變數有遺漏者 196 筆後以及其他變數中有遺漏者 127 筆後，實證研究之最終樣本數為 7,120 筆。Panel B 為我國上市、櫃企業 2016 至 2020 年之產業分布情況，其中電子零組件業 (896 筆，約占 12.58%)、半導體業 (679 筆，約占 9.54%) 與電腦及週邊設備業 (486 筆，約占 6.83%) 所占比例最高，而農業科技業 (19 筆，約占 0.27%)、造紙工業 (24 筆，約占 0.34%) 及玻璃陶瓷業 (25 筆，約占 0.35%) 所占比例最低。

表 1 樣本選取與產業分配表

Panel A：樣本選取		
研究期間：2016 年至 2020 年		
		公司年度觀察值
初始樣本個數		8,043
減：員工福利揭露項目遺漏值		(600)
減：公司治理變數遺漏值		(196)
減：其他變數遺漏值		(127)
最後樣本數		7,120
Panel B：產業分布		
	樣本數	比例 (%)
水泥工業	32	0.45%
食品工業	120	1.69%
塑膠工業	100	1.40%
紡織工業	226	3.17%
電機機械	392	5.51%
電器電纜	77	1.08%
玻璃陶瓷	25	0.35%
造紙工業	24	0.34%
鋼鐵工業	214	3.01%
橡膠工業	51	0.72%
汽車工業	122	1.71%
建材營造	354	4.97%
航運	125	1.76%
觀光	165	2.32%
貿易百貨	123	1.73%
其他	482	6.77%
化學工業	183	2.57%
生技醫療	478	6.71%
油電燃氣	59	0.83%
半導體業	679	9.54%
電腦及週邊設備業	486	6.83%
光電業	463	6.50%
通訊網路業	387	5.44%
電子零組件業	896	12.58%
電子通路業	163	2.29%
資訊服務業	163	2.29%
其他電子業	364	5.11%
文化創意業	116	1.63%
農業科技業	19	0.27%
電子商務業	32	0.45%
總計	7,120	100%

表 2 為各產業員工福利揭露項目平均分數(註12)，若產業平均得分越高者，代表該產業企業員工福利揭露程度越高，從表 2 可以發現員工福利揭露項目平均分數得分前四高的產業，分別為玻璃陶瓷業、水泥工業、造紙工業及食品工業 (5.0000，3.8125，3.5833，3.5417)；得分數最低的四個產業分別為農業科技業、電子商務業、建材營造業及其他產業 (2.1053，2.6563，2.8842，3.0021)，足見不同產業對於員工福利揭露的重視程度有所不同。平均得分前四高的產業均需要大量的勞動力，同時也對技能和專業知識要求較高，因此員工福利的投入程度較大。而農業科技業、電子商務業員工福利揭露程度最低，本研究認為農業科技業之所以對員工福利的投入程度相對較低，可能係因其產業趨勢偏向技術商品化、投資事業化、科技產業化及行銷國際化(註13)，因此企業可能更傾向將資源挹注於研發資源和技術創新；而電子商務業之產業特性為快速成長和迅速創新，此特性可能使企業更願意用於資源業務擴張而非員工福利方面，以致於相較於其他產業，員工福利投入程度較低。

表 2 各產業員工福利揭露項目平均分數

產業	項目一 是否有提 供額外投 保保險	項目二 是否有提 供員工疾 病與意外 給付	項目三 是否有提 供員工分 紅入股或 產品優待	項目四 是否有提 供員工貸 款與優惠 存款計畫	項目五 是否有提 供眷屬補 助、撫卹 及子女獎 學金	項目六 是否有提 供娛樂性 福利措施	項目七 是否有提 供員工公 共設施	產業平均 分數
水泥工業	0.8750	0.4688	0.2500	0.4063	1.0000	0.4063	0.4063	3.8125
食品工業	0.5583	0.6083	0.4583	0.0417	0.6750	0.7167	0.4833	3.5417
塑膠工業	0.4900	0.3300	0.7500	0.0000	0.4900	0.6600	0.3600	3.0800
紡織工業	0.6018	0.3673	0.3673	0.0442	0.3805	0.7832	0.4956	3.0398
電機機械	0.6990	0.5000	0.6199	0.0357	0.3622	0.7270	0.3546	3.2985
電器電纜	0.7013	0.5195	0.5844	0.0649	0.4416	0.6753	0.5325	3.5195
玻璃陶瓷	1.0000	1.0000	0.6000	0.0000	0.8000	1.0000	0.6000	5.0000
造紙工業	0.7917	0.4583	0.5417	0.0000	1.0000	0.7917	0.0000	3.5833
鋼鐵工業	0.6729	0.5280	0.3645	0.1355	0.5935	0.8178	0.3505	3.4626

註12：表 2，員工福利揭露程度平均得分之計算方式為，先計算出每個產業每個項目之平均得分，再把 30 個產業 7 個評分項目的平均分數相加除以 30 個產業，最後得到 3.1713 分之產業平均得分。表 3，Panel A 中之員工福利揭露程度平均分數 3.2509 分，係 7,120 個觀察值之員工福利揭露程度分數相加，除以 7,120 個觀察值，最後得到 3.2509 分之樣本平均得分。兩者雖然都是平均得分，但計算基礎並不相同，因此分數不完全一樣。

註13：行政院，2014，「江揆：推動農業科技產業化，讓農民共享產業利潤」，<https://www.ey.gov.tw/Page/9277F759E41CCD91/ccd7fba6-0a87-49cc-9339-308e07265af4>，搜尋日期：2023 年 4 月 27 日。

橡膠工業	0.7647	0.4118	0.1765	0.0980	1.0000	0.4510	0.4706	3.3725
汽車工業	0.6967	0.6230	0.4590	0.0902	0.4016	0.7541	0.4016	3.4262
建材營造	0.6723	0.5311	0.5537	0.0282	0.2486	0.8079	0.0424	2.8842
航運	0.8480	0.5840	0.6000	0.0560	0.2640	0.7360	0.1920	3.2800
觀光	0.6303	0.5212	0.6000	0.0909	0.1758	0.8242	0.2970	3.1394
貿易百貨	0.6341	0.5610	0.6098	0.0976	0.3089	0.7317	0.3577	3.3008
其他	0.6846	0.4627	0.5477	0.0311	0.3734	0.6390	0.2635	3.0021
化學工業	0.6393	0.6448	0.2787	0.0546	0.4863	0.6831	0.2678	3.0546
生技醫療	0.8347	0.4644	0.5397	0.0105	0.2615	0.8054	0.2636	3.1799
油電燃氣	0.6610	0.5932	0.3390	0.0847	0.5085	0.8305	0.2203	3.2373
半導體業	0.8645	0.3623	0.5007	0.0133	0.2784	0.8321	0.3608	3.2121
電腦及週邊設備業	0.7016	0.4259	0.5905	0.0206	0.2284	0.8683	0.2922	3.1276
光電業	0.7797	0.4104	0.5032	0.0108	0.2095	0.7559	0.3888	3.0583
通訊網路業	0.8398	0.3902	0.5633	0.0233	0.2016	0.7881	0.4444	3.2506
電子零件組	0.7400	0.4598	0.5123	0.0290	0.2210	0.7701	0.3415	3.0737
電子通路業	0.8221	0.4601	0.5215	0.0552	0.1104	0.9080	0.1534	3.0307
資訊服務業	0.8896	0.4479	0.5276	0.1104	0.2086	0.9509	0.3865	3.5215
其他電子業	0.8159	0.5467	0.5000	0.0192	0.2747	0.8187	0.2912	3.2665
文化創意業	0.7155	0.5776	0.4655	0.0000	0.1293	0.8621	0.2586	3.0086
農業科技業	0.4737	0.4737	0.0000	0.0000	0.2105	0.7368	0.2105	2.1053
電子商務業	0.7813	0.3125	0.4688	0.0000	0.1563	0.6875	0.2500	2.6563
年度總平均	0.7293	0.5015	0.4798	0.0551	0.4000	0.7606	0.3246	3.2509

肆、實證結果

一、敘述性統計與相關係數

本研究之連續變數皆採用 Winsorized 處理，以 Winsorized 方式處理第 1% 及第 99% 之極端值，將值小於該變數 1%（大於該變數 99%）的值指定為該變數 1%（99%）的值，以避免極端值可能對實證結果造成之偏誤。表 3 為實證模型中各變數之敘述性統計結果，其中企業價值 (*TOBINQ*) 之平均數為 1.3686，代表平均而言樣本中之股東權益總額與長短期借款之和較其資產總額高出 0.3686%；員工福利揭露程度 (*BENEFIT*) 之平均數為 3.1713、中位數為 3.0000，代表樣本多集中於員工福利揭露程度分數 3 分以上，此外，平均數高於中位數，顯示我國上市櫃公司員工福利揭露分數呈現右偏現象；董事長內部化 (*BOARDINT*) 之平均數為 0.2716，顯示研究樣本中有 27% 左右的企業董事長是由最終控制股東擔任。

表 3 敘述性統計

變數	平均數	標準差	中位數	極小值	極大值
<i>TOBINQ</i> (企業價值)	1.3686	0.9215	1.0800	0.4200	5.7300
<i>AAGE</i> (員工平均年齡)	3.6566	0.1175	3.6613	3.1835	4.1713
<i>HIGHBENE</i> (高員工福利產業)	0.0390	0.1937	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BENEFIT</i> (員工福利揭露程度)	3.1713	1.3431	3.0000	0.0000	7.0000
<i>BOARDINT</i> (董事長內部化)	0.2716	0.4448	0.0000	0.0000	1.0000
<i>ESZ</i> (企業規模)	15.2095	1.3670	15.0603	12.4086	19.6056
<i>LVR</i> (長期負債比率)	0.0997	0.1080	0.0584	0.0000	0.4776
<i>ROAS</i> (稅後息前資產報酬率)	0.0448	0.0831	0.0465	-0.2706	0.2616
<i>CRR</i> (流動比率)	2.6825	3.3746	1.6925	0.2618	24.9358
<i>RDEI</i> (研發支出密集度)	0.0535	0.1188	0.0176	0.0000	0.9177
<i>CAPX</i> (資本支出率)	0.0131	0.0334	0.0000	0.0000	0.2138
<i>FAGE</i> (公司成立年數)	3.3709	0.4553	3.4012	1.9459	4.1744
<i>CASHR</i> (現金比率)	0.1322	0.1278	0.0920	0.0019	0.6135

變數定義：*TOBINQ* (企業價值) = (股東權益總額 + 長短期借款) ÷ 資產總額；*AAGE* (員工平均年齡) = 員工平均年齡取自然對數；*HIGHBENE* (高員工福利產業) = 若產業別為水泥工業、食品工業者、電器電纜業、玻璃陶瓷業及造紙工業設為 1，否則為 0；*BENEFIT* (員工福利揭露程度) = 員工福利揭露七項指標之積分總和，最高分為 7 分，最低分為 0 分；*BOARDINT* (董事長內部化) = 樣本公司當年度董事長為最終控制者擔任設為 1，否則為 0；*ESZ* (企業規模) = 總資產取自然對數；*LVR* (長期負債比率) = 長期負債總額 ÷ 資產總額；*ROAS* (稅後息前資產報酬率) = [繼續營業單位損益 + 財務成本 × (1 - 所得稅率)] ÷ 平均資產總額；*CRR* (流動比率) = 流動資產 ÷ 流動負債；*RDEI* (研發支出密集度) = 研發費用 ÷ 營業收入淨額；*CAPX* (資本支出率) = 資本支出 ÷ 資產總額；*FAGE* (公司成立年數) = (樣本當年度 - 企業創立年度)，再取自然對數；*CASHR* (現金比率) = 現金及約當現金 ÷ 資產總額。

表 4 為相關係數分析結果，首先，在相關係數分析中未發現 *BENEFIT* 對 *TOBINQ* 之相關係數達顯著水準，由於相關係數分析尚未控制其他影響因素，因此本文將在後續迴歸分析中進行進一步分析。工具變數對員工福利揭露程度之相關係數，*AAGE* 對 *BENEFIT* 的相關係數顯著為負，顯示當員工平均年齡愈低，員工福利揭露程度愈高。*HIGHBENE* 對 *BENEFIT* 的相關係數顯著為正，顯示當樣本公司屬於水泥工業、食品工業、電器電纜業、玻璃陶瓷業及造紙工業等傳統產業，員工福利揭露程度愈高。控制變數中 *ROAS*、*RDEI*、*CRR*、*CAPX* 與 *CASHR* 對 *TOBINQ* 之相關係數為顯著正向關係，顯示當稅後息前資產報酬率、研發支出密集度、流動比率、資本支出率與現金比率越高時，企業價值亦會隨之成長。

表 4 相關係數矩陣 (N=7,120)

	TOBINQ	AAGE	HIGHBENE	BENEFIT	BOARDINT	ESZ	LAR	ROAS	CRR	RDEI	CAPX	FAGE	CASHR
TOBINQ	1.0000												
AAGE	-0.1005*** (<0.0001)	1.0000											
HIGHBENE	-0.0324*** (0.0063)	0.1358*** (<0.0001)	1.0000										
BENEFIT	-0.0114 (0.3352)	-0.0735*** (<0.0001)	0.0796*** (<0.0001)	1.0000									
BOARDINT	-0.0852*** (<0.0001)	-0.0886*** (<0.0001)	0.0334*** (0.0048)	0.0601*** (<0.0001)	1.0000								
ESZ	-0.1368*** (<0.0001)	-0.1034*** (<0.0001)	0.0950*** (<0.0001)	0.2215*** (<0.0001)	0.2694*** (<0.0001)	1.0000							
LVR	-0.1309*** (<0.0001)	0.0212* (0.0739)	0.0279** (0.0187)	0.0316*** (0.0077)	0.0561*** (<0.0001)	0.2259*** (<0.0001)	1.0000						
ROAS	0.2706*** (<0.0001)	-0.1238*** (<0.0001)	0.0121 (0.3081)	0.0759*** (<0.0001)	0.0455*** (<0.0001)	0.2243*** (<0.0001)	-0.1366*** (<0.0001)	1.0000					
CRR	0.1912*** (<0.0001)	0.1897*** (<0.0001)	-0.0261** (0.0279)	-0.1027*** (<0.0001)	-0.0799*** (<0.0001)	-0.2484*** (<0.0001)	-0.1794*** (<0.0001)	-0.0578*** (<0.0001)	1.0000				
RDEI	0.2813*** (<0.0001)	-0.0147 (0.2148)	-0.0747 (<0.0001)	-0.0153 (0.1968)	-0.0419*** (0.0004)	-0.1835*** (<0.0001)	-0.2366*** (<0.0001)	-0.2268*** (<0.0001)	0.3219** (<0.0001)	1.0000			
CAPX	0.0793*** (<0.0001)	-0.0499*** (<0.0001)	0.0033 (0.7810)	-0.0261** (0.0277)	-0.0088 (0.4575)	-0.0061 (0.6091)	-0.0294** (0.0133)	-0.0215* (0.0696)	0.0004 (0.9708)	-0.0061 (0.6083)	1.0000		
FAGE	-0.2825*** (<0.0001)	0.2865*** (<0.0001)	0.1949*** (<0.0001)	0.0512*** (<0.0001)	0.1543*** (<0.0001)	0.2718*** (<0.0001)	0.1155*** (<0.0001)	-0.0204* (0.0857)	-0.1217*** (<0.0001)	-0.2783*** (<0.0001)	-0.0465*** (<0.0001)	1.0000	
CASHR	0.3165*** (<0.0001)	-0.0834*** (<0.0001)	-0.0889*** (<0.0001)	-0.0504*** (<0.0001)	-0.1501*** (<0.0001)	-0.3321*** (<0.0001)	-0.2850*** (<0.0001)	0.1201*** (<0.0001)	-0.3455*** (<0.0001)	0.2450*** (<0.0001)	-0.0401*** (0.0007)	-0.3429*** (<0.0001)	1.0000

註：*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準。

二、實證結果分析

表 5 第 1 欄與第 2 欄為員工福利揭露程度對企業價值影響之實證結果。首先，第一欄為兩階段最小平方方法(2SLS) 中第一階段之迴歸結果，工具變數中員工平均年齡 (*AAGE*) 之係數顯著為負 (係數=-0.5253，*t* 值=-3.11)、高員工福利產業 (*HIGHBENE*) 係數顯著為正(係數=0.3546，*t* 值=3.61)，兩者均達 1%顯著水準，顯示企業中員工平均年齡越高，則企業之員工福利揭露程度較低；而產業中屬水泥工業、食品工業、電器電纜業、玻璃陶瓷業及造紙工業者，員工福利揭露程度較高；其次，工具變數 *AAGE* 與 *HIGHBENE* 進行聯合檢定其迴歸係數是否異於 0，結果達 5%顯著水準(註14)，另外也進行 *overidentification test*，結果並未達顯著水準，顯示本論文所納入的工具變數並無 *overidentification* 問題(註15)。

第 2 欄為實證模型(2)之迴歸結果，用來驗證假說 H1，其中，員工福利揭露程度估計值 (*BENEFIT*) 的係數顯著為正 (係數=0.6956，*t* 值=2.08)，支持本文假說 1 之推論，即員工福利揭露程度愈高之企業，有較高的企業價值。過去文獻認為非財務資訊揭露能降低資訊不對稱 (Rossi and Harjoto, 2020)，進而提高企業價值 (Diantimala et al., 2022)，本文結果支持員工福利項目揭露程度愈高，顯示員工福利資訊揭露不對稱程度較低，代表該企業較重視員工福利，良好的員工福利政策，可以激勵員工對企業的向心力，有效增益企業聲譽，公司因而有更好的績效和長期價值。本研究之結果與過去文獻結果互相呼應，支持隨著企業社會責任受到重視的程度與日俱增，員工福利揭露程度提高，能夠降低企業與投資人的資訊不對稱情形，並且為企業樹立正面形象，故投資人在評估企業價值時會給予更高的評價。

註14：執行 Weak instrument test 後，結果顯示 F-statistic=6.06, p-value=0.0138，表示 2 個工具變數的聯合檢定達 5%顯著水準，有達到 *relevance condition* 的要求。

註15：Sargan over-identification test 檢測後結果，並未達顯著水準 (p-value=0.1311)，有達到 *validity condition* 的要求。

表 5 員工福利揭露程度對企業價值影響之實證結果

$$\begin{aligned}
 BENEFIT_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} + \alpha_6 CRR_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\
 &\quad + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \quad (1) \\
 TOBINQ_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} + \beta_6 RDEI_{i,t} \\
 &\quad + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\
 &\quad + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

	實證模型(1)	實證模型(2)
	應變數=BENEFIT	應變數=TOBINQ
INTERCEPT	1.9553*** (2.81)	3.6972*** (7.21)
AAGE	-0.5253*** (-3.11)	
HIGHBENE	0.3546*** (3.61)	
$\widehat{BENEFIT}$		0.6956** (2.08)
ESZ	0.2150*** (15.23)	-0.1967*** (-2.62)
LVR	-0.0260 (-0.89)	-0.0046 (-0.31)
ROAS	0.2954 (1.45)	3.2815*** (9.50)
CRR	-0.0247*** (-4.33)	0.0295 (2.61)
RDEI	0.2836** (2.07)	1.5698 (5.58)
CAPX	-1.0120** (-2.13)	2.5639 (4.92)
FAGE	0.0115 (0.27)	-0.2833 (-6.07)
CASHR	0.2078 (1.43)	0.7114 (3.55)
Industry Fixed Effects	YES	YES
Year Fixed Effects	YES	YES
Adj-R ²	7.55%	31.90%
工具變數聯合檢定 F-statistic (p-value)	6.06 (0.0138)	
Sargan over-identification test Statistic (p-value)	8.49 (0.1311)	
N	7,120	7,120

註 1：迴歸皆採雙尾檢定，其中*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準。

括弧內數值為 t 值，t 值矯正 Petersen (2009) firm-cluster 異質變異。

註 2：工具變數聯合檢定是對本文兩個工具變數(AAGE、HIGHBENE)，聯合檢定其迴歸係數是否異於 0。

註 3：Sargan over-identification test 用來測試是否有達到 validity condition 的要求。

表 6 為員工福利揭露程度與董事長內部化對企業價值影響之實證結果，用來驗證假說 H2，第 2 欄為實證模型(3)之結果，員工福利揭露程度估計值 ($\widehat{BENEFIT}$) 的係數顯著為正 (係數=0.5873，t 值=1.77)，此結果與表 5 相同，其次，董事長內部化的係數 ($BOARDINT$) 顯著為負 (係數=-1.0162，t 值=-3.00)，顯示董事長由最終控制者擔任，企業價值較低。最後，員工福利揭露程度估計值 ($\widehat{BENEFIT}$) 與董事長內部化 ($BOARDINT$) 的交乘項顯著為正 (係數=0.2981，t 值=2.80)，顯示員工福利揭露程度較高的公司可以緩解董事長內部化對企業價值的負面影響，本文認為員工是企業的生產力與勞動力來源，企業揭露較多的員工福利，顯示該企業較重視員工福利，投資人在評估企業價值會將企業投入員工福利的程度考慮進去。雖然董事長內部化的企業有較低的公司價值，然而，透過揭露較多員工福利，可以向大眾傳遞公司內部本質良好的訊息，藉此提升企業聲譽，降低市場對型二代理成本的之顧慮，減緩市場對董事長內部化企業之負面評價，進而提升企業價。

表 6 員工福利揭露程度與董事長內部化對企業價值影響之實證結果

$$\begin{aligned} BENEFIT_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} + \alpha_6 CRR_{i,t} \\ & + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} + \beta_4 ESZ_{i,t} \\ & + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} + \beta_{10} FAGE_{i,t} \\ & + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

	實證模型(1)	實證模型(3)
	應變數= $BENEFIT$	應變數= $TOBINQ$
<i>INTERCEPT</i>	1.9553*** (2.81)	3.8403*** (7.37)
<i>AAGE</i>	-0.5253*** (-3.11)	
<i>HIGHBENE</i>	0.3546*** (3.61)	
$\widehat{BENEFIT}$		0.5873* (1.77)
<i>BOARDINT</i>		-1.0162*** (-3.00)
$\widehat{BENEFIT} \times BOARDINT$		0.2981*** (2.80)

<i>ESZ</i>	0.2150*** (15.23)	-0.1868** (-2.50)
<i>LVR</i>	-0.0260 (-0.89)	-0.0054 (-0.37)
<i>ROAS</i>	0.2954 (1.45)	3.3274*** (9.69)
<i>CRR</i>	-0.0247*** (-4.33)	0.0286** (2.55)
<i>RDEI</i>	0.2836** (2.07)	1.5837*** (5.64)
<i>CAPX</i>	-1.0120** (-2.13)	2.5123*** (4.87)
<i>FAGE</i>	0.0115 (0.27)	-0.2772** (-5.90)
<i>CASHR</i>	0.2078 (1.43)	0.6914*** (3.47)
Industry Fixed Effects	YES	YES
Year Fixed Effects	YES	YES
Adj-R ²	7.55%	32.17%
N	7,120	7,120

註：迴歸皆採雙尾檢定，其中*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準。
括弧內數值為 t 值，t 值矯正 Petersen (2009) firm-cluster 異質變異。

伍、額外分析

一、控制公司治理變數效果

過去研究顯示，有良好公司治理的企業更有意願履行企業社會責任 (Wang et al., 2022)。健全的治理機制可以使企業社會責任運作更有效率，可降低代理問題，進而提升營運績效與公司價值 (陳振遠、王健聰與洪世偉，2017)。此外，郭翠菱與王志洋 (2017) 研究發現當經理人董事會成員比例增加時，可以提高家族企業的經營績效，並且相較於缺乏有效公司治理的家族企業，當家族企業有較佳的公司治理環境時，其績效亦愈佳。基於上述文獻，本文認為公司治理機制也會影響投資人對企業價值的評估，為驗證在控制公司治理因素的影響後，本文的結果仍獲得支持，亦即本文結果並非來自公司治理因素之影響。本文第一個額外分析將文獻常見的公司治理變數，包含董事會規模 (*BSSIZEC*)、大股東持股比率 (*MSHP*)、獨立董事占比 (*NIA*)、經理人兼任董事比率 (*MBDP*)、

控制席次 (*CST*)、金字塔結構 (*PYS*)、交叉持股結構 (*PXS*) 加入實證模型(2)與(3)，重新驗證員工福利揭露程度對企業價值的影響，並進一步分析董事長內部化的企業員工福利揭露程度愈高，對企業價值的影響，新發展出實證模型(4)與(5)如下：

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} \\ & + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} + \beta_{10} BSSIZEC_{i,t} \\ & + \beta_{11} MSHP_{i,t} + \beta_{12} NIA_{i,t} + \beta_{13} MBDP_{i,t} + \beta_{14} CST_{i,t} + \beta_{15} PYS_{i,t} + \beta_{16} PXS_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} \\ & + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \beta_{12} BSSIZEC_{i,t} + \beta_{13} MSHP_{i,t} + \beta_{14} NIA_{i,t} \\ & + \beta_{15} MBDP_{i,t} + \beta_{16} CST_{i,t} + \beta_{17} PYS_{i,t} + \beta_{18} PXS_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

其中公司治理變數定義如下，其餘變數定義與實證模型(2)相同：

BSSIZEC = 董事會規模，以董事席次取自然對數衡量。

MSHP = 大股東持股比率，以每月於公開資訊觀測站所申報之大股東、及每年於股東會年報所揭露之前 10 大股東合計持股比率衡量。

NIA = 獨立董事占比，以獨立董事席次÷董事席次衡量。

MBDP = 經理人兼任董事比率，以經理人兼任董事席次÷董事席次衡量。

CST = 董事席次由控制股東擔任比率，以控制席次÷董事席次衡量。

PYS = 金字塔結構，為虛擬變數，企業最終控制者「是否」係透過所屬集團旗下「公開發行以上公司 (含上市櫃)」持有企業；若有此情形為 1，否則為 0。

PXS = 交叉持股結構，為虛擬變數，企業「是否」與企業所屬集團旗下其他「公開發行以上公司 (含上市櫃)」有交叉持股情形，若有則為 1，否則為 0。

控制公司治理變數後之實證結果顯示，員工福利揭露程度估計值($BENEFIT$)顯著為正（係數=0.7598，t 值=2.49；係數=0.6661，t 值=2.08），結果仍與假說 H1 相符，此外， $BENEFIT \times BOARDINT$ 之迴歸係數顯著為正（係數=0.2526，t 值=2.45），仍支持本研究假說 1 與假說 2。顯示控制公司治理變數影響後，實證結果仍與主迴歸相同。（因篇幅限制不列表）

二、家族企業樣本分析

我國約有過半數的企業為家族企業，家族企業之董事長具所有權與控制權高度集中的特性，故探討家族企業可以更進一步驗證董事長內部化的企業，投資人對其評價較低的問題是否可以投過投入較多的員工福利來降低。家族企業雖有較嚴重的型二代理問題 (Claessens, Djankov, and Lang, 2000; Fan and Wong, 2002)，然而，過去研究發現家族企業為了建立與維持企業於社會的形象與名譽，會更積極參與企業社會責任活動 (Zeng, 2021)。因此，本研究愈進一步驗證，在家族企業中，揭露愈多的員工福利措施是否可以降低型二代理成本，提升企業價值。第二個額外分析，將進一步以家族企業樣本重新分析實證模型 (1)至實證模型(3)。有關家族公司的定義，本文依照「台灣經濟新報社 (TEJ)」資料庫所提供的資料分類，若企業集團控制型態屬於單一家族主導，則分類為家族公司。

家族企業樣本的實證結果顯示，員工福利揭露程度 ($BENEFIT$) 之係數顯著為正（係數 = 0.7858，t 值=3.14；係數=0.6127，t 值=2.45），其次，董事長內部化的係數 ($BOARDINT$) 顯著為負（係數=-11695，t 值=-5.10），顯示董事長由最終控制者擔任，企業價值較低。最後，員工福利揭露程度估計值 ($BENEFIT$) 與董事長內部化 ($BOARDINT$) 的交乘項顯著為正（係數=0.3457，t 值=4.82）。家族企業揭露愈多的員工福利，投資人也會給予較高的評價，此外，在家族企業中，員工福利揭露程度愈高之董事長內部化公司，企業價值愈高。額外分析支持，董事長內部化的家族公司，員工福利揭露可以消除二代理問題所帶來之負面影響，進而提升企業價值。（因篇幅限制不列表）

三、員工福利揭露程度項目分項測試

本研究之員工福利揭露程度 (*BENEFIT*) 之衡量係由 7 個項目所構成之綜合分數，為進一步瞭解員工福利各項目對企業價值之影響，在第三個額外分析中，進一步將 7 個項目分別進行測試，檢測 7 個項目分別對企業價值所產生之影響，7 個項目分別是(1)額外投保保險 (*INSU*)、(2)疾病及意外給付 (*SAB*)、(3)分紅入股或產品優待 (*DSPP*)、(4)貸款與優惠存款計畫 (*LCD*)、(5)眷屬補助、撫卹及子女獎學金 (*FAS*)、(6)娛樂性福利措施 (*RB*)、(7)公共設施(*PU*)，為測試個別員工福利對企業價值之影響，本研究提出實證模型(6)如下：

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 INSU_{i,t} + \beta_2 SAB_{i,t} + \beta_3 DSPP_{i,t} + \beta_4 LCD_{i,t} + \beta_5 FAS_{i,t} + \beta_6 RB_{i,t} \\ & + \beta_7 PU_{i,t} + \beta_8 ESZ_{i,t} + \beta_9 LVR_{i,t} + \beta_{10} ROAS_{i,t} + \beta_{11} CRR_{i,t} + \beta_{12} RDEI_{i,t} \\ & + \beta_{13} CAPX_{i,t} + \beta_{14} FAGE_{i,t} + \beta_{15} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

員工福利的 7 個項目中，只有眷屬補助、撫卹及子女獎學金 (*FAS*) 係數為正（係數=0.0673，t 值=1.70；係數=0.0655，t 值=1.68）。本研究發現，企業提供眷屬補助、撫卹及子女獎學金給予員工時，可幫助企業價值提升。本文推測此結果係因企業員工多屬青壯年階層，近年受少子化影響，為支持與鼓勵員工生育，企業若提供一定程度的眷屬補助、撫卹及子女獎學金，不僅可協助員工減輕撫養壓力，亦能透過此行動表現對員工及其家庭的關心和負責任態度，從而建立企業良好形象和信譽，提升企業價值。本研究並未發現其他個別項目對員工價值有影響，推測每家公司提供給員工的福利型態並不相同，特定項目的員工福利可能並不是每家企業都會提供，例如：企業有提供娛樂性福利措施，但可能沒有提供疾病及意外給付，因此都投資人在看員工福利資訊時仍會看整體的揭露程度，較不會只關注在特定單一項目。（因篇幅限制不列表）

四、以其他方式衡量公司績效

本研究主迴歸分析係以公司價值進行分析，在第四個額外分析中，將公司價值 (*TOBINQ*) 改以股東權益報酬率 (*ROE*) 與資產報酬率 (*ROA*) 衡量，修正模型(2)與(3)，發展實證模型(7)與(8)：

$$\begin{aligned} ROE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 CRR_{i,t} + \beta_5 RDEI_{i,t} \\ & + \beta_6 CAPX_{i,t} + \beta_7 FAGE_{i,t} + \beta_8 CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 CRR_{i,t} + \beta_5 RDEI_{i,t} \\ & + \beta_6 CAPX_{i,t} + \beta_7 FAGE_{i,t} + \beta_8 CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (8)$$

實證模型(7)中，應變數為股東權益報酬率 (*ROE*)，衡量方式係以稅後淨利÷股東權益衡量；實證模型(8)中，應變數為資產報酬率 (*ROA*)，衡量方式係以稅前息前折舊前之淨利÷平均資產總額。實證模型(7)與(8)之迴歸結果，應變數為股東權益報酬率 (*ROE*) 之結果顯示，員工福利揭露程度估計值 (*BENEFIT*) 顯著為正（係數=1.3246，t 值=20.81）。應變數為資產報酬率 (*ROA*) 之結果顯示，員工福利揭露程度估計值 (*BENEFIT*) 顯著為正（係數=0.7473，t 值=21.84），上述結果顯示，員工福利揭露程度愈高的公司，有較高的股東權益報酬率與資產報酬率，上述結果說明公司績效改以股東權益報酬率 (*ROE*) 與資產報酬率 (*ROA*) 衡量，仍支持本文主迴歸之推論。（因篇幅限制不列表）

五、員工福利以其他變數衡量

為了進一步分析員工福利支出對公司價值之影響，本研究第五個額外分析中，改以短期員工福利支出衡量企業投入員工福利之程度，短期員工福利支出 (*SBEN*) 之變數資料取自 TEJ 非合併財務報表資料庫，變數中包含管理薪酬中被分類為短期員工福利之部分，如薪資獎金、紅利、酬勞等項目。與主迴歸相

同，以兩階段最小平方法 (2SLS) 進行估計，在兩階段最小平方法之第一階段，本研究發展實證模型(9)，以取得員工福利揭露程度之估計值 ($\widehat{SBEN}$)，第二階段建立影響企業價值之實證模型(10)與(11)：

$$\begin{aligned} SBEN_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} \\ & + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{SBEN}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} + \beta_6 RDEI_{i,t} \\ & + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (10)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{SBEN}_{i,t} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{SBEN}_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} + \beta_4 ESZ_{i,t} \\ & + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} + \beta_{10} FAGE_{i,t} \\ & + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (11)$$

在實證模型(9)中， $STEB$ 為短期員工福利支出，衡量方式為管理薪酬中屬於短期員工福利之金額相加，包含薪資獎金、紅利、酬勞及業務執行費之總和再取自然對數衡量。其餘變數定義與前面相同，不再贅述。

2016 年至 2020 年有短期員工福利支出($SBEN$)的樣本觀察值共有 4,604 筆，短期員工福利支出的原始金額平均數為 35,149 千元。表 7 說明將員工福利以短期員工福利支出衡量之結果，實證結果顯示，短期員工福利支出 ($\widehat{SBEN}$) 與企業價值具顯著正向關係（係數=0.7239；t 值=3.85；係數=0.6402；t 值=3.39），此外， $\widehat{SBEN} \times BOARDINT$ 的係數顯著為正且達顯著水準（係數=0.2081；t 值=3.11），表 7 的結果顯示員工福利改以短期員工福利支出衡量 ($STEB$)，仍支持短期員工福利支出程度越高者，企業價值愈高。此外，當董事長由最終控制者擔任時（董事長內部化），短期員工福利支出程度越高者企業價值愈高，表 7 之實證結果仍支持本文主迴歸之推論。

表 7 員工福利揭露程度對企業價值影響之實證結果—其他員工福利變數衡

$$SBEN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \widehat{SBEN}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \widehat{SBEN}_{i,t} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{SBEN}_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \quad (11)$$

	實證模型(9)	實證模型(10)	實證模型(11)
	應變數=SBEN	應變數=TOBINQ	
INTERCEPT	5.3228** (7.59)	1.7605** (3.40)	2.2803** (4.03)
AAGE	-0.8730** (-4.98)		
HIGHBENE	0.2262* (1.71)		
$\widehat{SBEN}$		0.7239** (3.85)	0.6402** (3.39)
BOARDINT			-2.1071** (-3.24)
$\widehat{BENEFIT} \times BOARDINT$			0.2081** (3.11)
ESZ	0.4622** (29.07)	-0.3910** (-4.36)	-0.3747** (-4.20)
LVR	0.0195 (0.54)	-0.0461** (-3.50)	-0.0460** (-3.45)
ROAS	2.3267** (9.34)	2.0981** (3.70)	2.2368** (3.99)
CRR	-0.0074** (-6.12)	0.0067** (4.37)	0.0062** (3.99)
RDEI	0.5172** (3.18)	1.4079** (4.87)	1.4314** (4.98)
CAPX	0.7707. (1.39)	1.5684** (2.90)	1.5903** (2.96)
FAGE	0.0459 (0.94)	-0.3011** (-6.03)	-0.2925** (-5.83)
CASHR	0.8047** (5.05)	0.3675 (1.47)	0.3740 (1.51)
Industry Fixed Effects	YES	YES	YES
Year Fixed Effects	YES	YES	YES
Adj-R ²	24.94%	31.77%	32.24%
N	4,604	4,604	4,604

註：迴歸皆採雙尾檢定，其中*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準，***表示達 1%顯著水準。
括弧內數值為 t 值，t 值矯正 Petersen (2009) firm-cluster 異質變異。

六、總經理內部化

本文主迴歸探討董事長內部化與員工福利揭露對企業價值影響，在第六個額外分析中，本文進一步分析，總經理內部化對員工福利揭露與企業價值影響之關聯。與主迴歸分析相同，亦以兩階段最小平方法 (2SLS) 進行估計。第一階段與實證模型(1)相同，第二階段修正實證模型(3)，建立以下實證模型(12)：

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 COEINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times COEINT_{i,t} \\ & + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (12)$$

在實證模型(12)中，*CEOINT* 為總經理內部化，衡量方式為樣本公司當年度總經理為最終控制者擔任設為 1，否則為 0。 $\widehat{BENEFIT} \times COEINT$ 為 $\widehat{BENEFIT}$ 與 *CEOINT* 之交乘項，其餘變數定義與實證模型(3)相同，不再贅述。表 8 為員工福利揭露程度與總經理內部化對企業價值影響之實證結果，其中，員工福利揭露程度估計值 ($\widehat{BENEFIT}$) 顯著為正 (係數=0.2456，t 值=2.07)，此外，員工福利揭露程度估計值 ($\widehat{BENEFIT}$) 與總經理內部化 (*CEOINT*) 之交乘項顯著為正 (係數=0.3628，t 值=4.55)，顯示員工福利揭露程度較高的公司可以緩解總經理內部化對企業價值的負面影響。

七、員工福利揭露程度以 t-1 期衡量

本文主迴歸模型以當期員工福利揭露衡量對企業價值的影響，為消除部分的內生問題，在第七個額外分析中，本研究另以前一期的員工福利揭露程度衡量，修正實證模型(1)至(3)，發展出以下實證模型(13)至(15)：

$$\begin{aligned} BENEFIT_{i,t-1} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} \\ & + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (13)$$

表 8 員工福利揭露程度與總經理內部化對企業價值影響之實證結果

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 COEINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times COEINT_{i,t} + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \quad (12)$$

實證模型(12)	
應變數=TOBINQ	
<i>INTERCEPT</i>	3.0008*** (18.78)
<i>BENEFIT</i>	0.2456** (2.07)
<i>COEINT</i>	-1.2495*** (-4.87)
<i>BENEFIT</i> × <i>COEINT</i>	0.3628*** (4.55)
<i>ESZ</i>	-0.1129*** (-4.33)
<i>LVR</i>	-0.0105 (-0.90)
<i>ROAS</i>	3.5566*** (16.38)
<i>CRR</i>	0.0026*** (3.23)
<i>RDEI</i>	1.9913*** (12.91)
<i>CAPX</i>	2.6548*** (7.05)
<i>FAGE</i>	-0.2856*** (-11.65)
<i>CASHR</i>	0.9024*** (7.84)
Industry Fixed Effects	YES
Year Fixed Effects	YES
Adj-R ²	28.66%
N	7,120

註：迴歸皆採雙尾檢定，其中*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準。
括弧內數值為 t 值，t 值矯正 Petersen (2009) firm-cluster 異質變異。

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t-1} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} \\ & + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (14)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t-1} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} \\ & + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (15)$$

實證結果顯示，員工福利揭露程度估計值($\widehat{BENEFIT}_{i,t-1}$)顯著為正（係數=0.7328，t 值=1.86；係數=0.3963，t 值=1.71），結果仍與假說 H1 相符，此外， $\widehat{BENEFIT}_{i,t-1} \times BOARDINT$ 之迴歸係數顯著為正（係數=0.2845，t 值=2.46），結果仍支持本研究假說 1 與假說 2，即改以前期員工福利揭露程度衡量，實證結果仍未改變。（因篇幅限制不列表）

八、公司價值以 t+1 期衡量

本研究主迴歸分析係以當期公司價值進行分析，在第八個額外分析中，將當期公司價值 ($TOBINQ$) 改以 t+1 期公司價值衡量，重新驗證假說 H1 與 H2，修正模型(2)與(3)，發展實證模型(16)與(17)：

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} \\ & + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (16)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{BENEFIT}_{i,t} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 \widehat{BENEFIT}_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} \\ & + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (17)$$

公司價值以 $t+1$ 期衡量的實證結果顯示，員工福利揭露程度 ($BENEFIT$) 之係數顯著為正（係數=0.4185， t 值=1.86；係數=0.4018， t 值=1.82），其次，董事長內部化的係數 ($BOARDINT$) 顯著為負（係數=-0.8753， t 值=-2.64），顯示董事長由最終控制者擔任，企業價值較低。最後，員工福利揭露程度估計值 ($BENEFIT$) 與董事長內部化 ($BOARDINT$) 的交乘項顯著為正（係數=0.2553， t 值=2.44）。上述顯示，公司價值以 $t+1$ 期衡量，假說 H1 與 H2 仍獲得支持。（因篇幅限制不列表）

九、控制公司固定效果

本研究主要實證模型(1)至(3)主要是控制產業效果與年度效果。由於 Panel Data 模型同時考量個體與時間的差異，因此 Panel Data 模型相較於普通最小平方法，可以更好控制不同企業之間的差異 (Lee and Ryu, 2020)，故第九個額外分析改控制公司效果 (Firm Fixed Effects) 與年度效果 (Year Fixed Effects)，重新驗證假說 H1 與 H2，修正實證模型(1)至(3)，發展實證模型(18)至(20)：

$$\begin{aligned} BENEFIT_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} + \alpha_5 ROAS_{i,t} \\ & + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} + \alpha_{10} CASHR_{i,t} \\ & + \text{Firm Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (18)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BENEFIT_{i,t} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} \\ & + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} + \text{Firm Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (19)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BENEFIT_{i,t} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 BENEFIT_{i,t} \times BOARDINT_{i,t} \\ & + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} + \text{Firm Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (20)$$

公司固定效果衡量之實證結果顯示，員工福利揭露程度 ($BENEFIT$) 之係數顯著為正（係數=0.980， t 值=3.95；係數=0.3714， t 值=2.85），其次，董事

長內部化的係數 (*BOARDINT*) 顯著為負 (係數=-1.4603, *t* 值=-5.19), 顯示董事長由最終控制者擔任, 企業價值較低。最後, 員工福利揭露程度估計值 (*BENEFIT*) 與董事長內部化 (*BOARDINT*) 的交乘項顯著為正 (係數=0.4352, *t* 值=5.14), 假說 H1 與 H2 仍獲得支持。(因篇幅限制不列表)

十、以修正後員工福利揭露程度衡量

實證模型(1)的應變數為員工福利揭露程度 (*BENEFIT*), 衡量方式係由 7 個子項目所構成, 分別是(1)額外投保保險 (*INSU*)、(2)疾病及意外給付 (*SAB*)、(3)分紅入股或產品優待 (*DSPP*)、(4)貸款與優惠存款計畫 (*LCD*)、(5)眷屬補助、撫卹及子女獎學金 (*FAS*)、(6)娛樂性福利措施 (*RB*) 與(7)公共設施(*PU*)。由於員工分紅是企業可以用以抵稅的項目, 為避免指標可能有內生性問題, 第十個額外分析, 本文重新改以 6 個子項目所構成, 刪除(3)分紅入股或產品優待 (*DSPP*) 項目, 重新以其他 6 個項目建構修正後員工福利揭露程度 (*MBENEFIT*) 取代原來的員工福利揭露程度 (*BENEFIT*), 並修正實證模型(1)至(3), 發展出以下實證模型(21)至(23):

$$\begin{aligned} MBENEFIT_{i,t-1} = & \alpha_0 + \alpha_1 AAGE_{i,t} + \alpha_2 HIGHBENE_{i,t} + \alpha_3 ESZ_{i,t} + \alpha_4 LVR_{i,t} \\ & + \alpha_5 ROAS_{i,t} + \alpha_6 CRR_{i,t} + \alpha_7 RDEI_{i,t} + \alpha_8 CAPX_{i,t} + \alpha_9 FAGE_{i,t} \\ & + \alpha_{10} CASHR_{i,t} + \text{Industry Fixed Effects} \\ & + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (21)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 MBENEFIT_{i,t-1} + \beta_2 ESZ_{i,t} + \beta_3 LVR_{i,t} + \beta_4 ROAS_{i,t} + \beta_5 CRR_{i,t} \\ & + \beta_6 RDEI_{i,t} + \beta_7 CAPX_{i,t} + \beta_8 FAGE_{i,t} + \beta_9 CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (22)$$

$$\begin{aligned} TOBINQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 MBENEFIT_{i,t-1} + \beta_2 BOARDINT_{i,t} + \beta_3 BENEFIT_{i,t} \\ & \times BOARDINT_{i,t} + \beta_4 ESZ_{i,t} + \beta_5 LVR_{i,t} + \beta_6 ROAS_{i,t} + \beta_7 CRR_{i,t} \\ & + \beta_8 RDEI_{i,t} + \beta_9 CAPX_{i,t} + \beta_{10} FAGE_{i,t} + \beta_{11} CASHR_{i,t} \\ & + \text{Industry Fixed Effects} + \text{Year Fixed Effects} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (23)$$

以修正後員工福利揭露程度衡量實證結果顯示，修正後員工福利揭露程度 ($\widehat{MBENEFIT}$) 之係數顯著為正 (係數=0.9608, t 值=2.30; 係數=0.8690, t 值=2.09)，其次，董事長內部化的係數 ($BOARDINT$) 顯著為負 (係數=-0.7825, t 值=-2.63)，顯示董事長由最終控制者擔任，企業價值較低。最後，員工福利揭露程度估計值 ($\widehat{BENEFIT}$) 與董事長內部化 ($BOARDINT$) 的交乘項顯著為正 (係數=0.2707, t 值=2.43)。上述顯示，以修正後員工福利揭露程度 ($\widehat{MBENEFIT}$) 衡量，實證結果仍未改變，假說 H1 與 H2 仍獲得支持。(因篇幅限制不列表)

十一、控制產業和年度的聯合固定效果 (industry-year joint fixed effect)

第十一個額外分析改用了產業和年度的聯合固定效果 (industry-year joint fixed effect)，以重新檢驗假說 H1 和 H2。結果顯示，在控制產業和年度的聯合固定效果下，員工福利揭露程度 ($\widehat{BENEFIT}$) 的係數仍顯著為正 (係數=0.7076, t 值=3.83; 係數=0.5996, t 值=3.22)。此外，董事長內部化 ($BOARDINT$) 的係數顯著為負 (係數=-1.0091, t 值=-5.12)，顯示當董事長擔任最終控制者時，企業價值較低。最後，員工福利揭露程度 ($\widehat{BENEFIT}$) 與董事長內部化 ($BOARDINT$) 的交互項係數顯著為正 (係數=0.2959, t 值=4.94)。這些結果說明，在控制產業和年度的聯合固定效果後，主迴歸分析中的假說 H1 和 H2 依然得到支持。(因篇幅限制，未列出表格)

陸、結論

員工做為企業的生產力與勞動力來源，公司如果能給予薪資以外的員工福利，對企業的經營將有正向的幫助。近年來全球面臨人才短缺，良好的員工福利政策可以幫助公司吸引並留住人才，員工福利對企業經營之影響愈來愈重要。本研究以 2016 年至 2020 年臺灣上市櫃公司為研究對象，探討我國上市櫃公司員工福利揭露程度對企業價值之影響，並進一步分析董事長內部化對員工福利揭露與企業價值之間的影響。

本文之實證結果顯示，當員工福利揭露程度愈高時，其企業價值亦會提高，本文進一步分析董事長內部化對員工福利揭露與企業價值之間的影響，實證結果顯示，當董事長由最終控制者擔任時（董事長內部化），員工福利揭露分數愈高會增加公司價值。本文的結果支持良好的員工福利政策，可以激勵員工對企業的向心力，有效增加企業聲譽，公司因而有更好價值。此外，董事長內部化的公司有較嚴重的型二代理問題，透過員工福利的揭露，可降低資訊不對稱問題，減緩市場對董事長內部化企業之負面評價。

本研究另外執行多個額外測試，包含控制公司治理變數、員工福利揭露項目分項測試、家族樣本分群測試、改以股東權益報酬率與資產報酬率衡量公司績效、改以短期員工福利支出衡量企業投入員工福利之程度、分析經理人內部化之影響、員工福利揭露程度以 $t-1$ 期衡量、公司價值以 $t+1$ 期衡量、改控制公司固定效果及改以修正後員工福利揭露程度進行分析，這些結果均支持本文主迴歸結果。在額外分析中本研究發現，當總經理已由最終控制者擔任時（總經理內部化），員工福利揭露分數愈高，公司價值亦較高。此外，有關員工福利揭露項目分項測試中，實證結果顯示企業提供眷屬補助、撫卹及子女獎學金給予員工時，可幫助企業價值提升。

本文認為企業社會責任經成為投資人矚目的焦點，特別是有關環境保護，近年來已經是實務界、學界與政府機關所重視的議題。然而，從另一個角度分析，人才留任與吸引對於企業的競爭優勢更是扮演重要的角色。員工福利可吸引潛在員工，增強員工對企業的向心力，有助於企業良好形象的建立，對企業經營管理相當重要。本研究探討員工福利揭露程度對企業價值之影響，不同於以往員工福利文獻常用的問卷調查，以實證方式進行研究，發現員工福利揭露程度確實對企業價值產生正向影響。本論文之實證結果具有下列之管理意涵，企業應積極進行員工福利揭露。非財務資訊的揭露已成為投資人評估企業前景的一環，而員工福利揭露可降低資訊不對稱的情況，亦可增進員工對企業的信任感及得到大眾對企業的認可，若企業能積極揭露員工福利，對企業的長期發展大有裨益。本文的實證意涵支持，在 ESG 倡議中，人力資源管理應扮演更關鍵性的角色，產官學三方都應該對員工福利相關的議題投入更多的心力。

參考文獻

- 王麗惠 (2006)，「證券市場績效對公司價值與資本結構之影響—台灣政權輪替前後期間之實證」，《中山管理評論》，第 14 卷 3 期，639-668。
- 李建然、湯麗芬與呂幸蓉 (2020)，「董監事責任保險與公司價值之關聯性：從股票投資者角度探討」，《證券市場發展季刊》，第 32 卷 4 期，31-72。
- 池祥萱、繆文娟與莊滢臻 (2014)，「企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據」，《管理學報》，第 31 卷 1 期，1-19。
- 師仁傑 (2017)，「探討企業形象與組織吸引力的關係：以台灣傳統產業個案為例」，未出版碩士論文，義守大學企業管理學系研究所。
- 許永聲、陳信吉與陳琬菁 (2013)，「董事會特性與盈餘管理之選擇行為」，《會計評論》，第 57 期，39-72。
- 考試院 (1995)，「公務人員福利制度法制化之研究」，《考銓研究報告》，台北：考試院。
- 郭翠菱與王志洋 (2017)，「公司治理如何影響家族企業之績效？長期縱貫分析」，《會計評論》，第 64 期，61-111。
- 陳昭蓉與朱全斌 (2022)，「企業大陸投資盈餘匯回與公司價值：公司治理評鑑及機構投資人之影響」，《會計評論》，第 75 期，81-135。
- 陳振遠、王健聰與洪世偉 (2017)，「公司治理對於企業社會責任、公司價值之影響」，《中山管理評論》，第 25 卷 1 期，135-176。
- 黃柏凱、林玉君與張淑菁 (2022)，「避險是否能增加家族企業的公司價值？」，《中山管理評論》，第 30 卷 3 期，515-554。
- 黃瓊瑤、方世榮與陳育成 (2012)，「家族控制與企業社會責任績效之關聯性」，《中山管理評論》，第 20 卷 2 期，673-711。
- 謝秉蓉、陳建志與王銀杏 (2021)，「台灣企業社會責任報告書揭露品質與企業價值之關聯性探討」，《管理與系統》，第 28 卷 1 期，61-87。
- 魏好珊 (2017)，「有社會責任的公司比較不會避稅嗎？—台灣上市公司實證」，

《管理與系統》，第 24 卷 3 期，393-431。

- Akpınar, A., Y. Jiang, L. R. Gomez-Mejia, P. Berrone and J. L. Walls (2008), "Strategic Use of CSR as a Signal for Good Management," Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1134505>.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence From the S&P 500," *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, 1301-1328.
- Ballou, B., N. H. Godwin and R. T. Shortridge (2003), "Firm Value and Employee Attitudes on Workplace Quality," *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 4, 329-341.
- Bardos, K. S., M. Ertugrul and L. S. Gao (2020), "Corporate Social Responsibility, Product Market Perception, and Firm Value," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 62, 101588.
- Barney, J. B. (1990), "The Debate between Traditional Management Theory and Organizational Economics: Substantive Differences or Intergroup Conflict?" *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, 382-393.
- Beaudoin, C. A. (2008), "Earnings Management: The Role of the Agency Problem and Corporate Social Responsibility," Unpublished Ph.D. Dissertation, Drexel University.
- Boudreaux, C. J. (2021), "Employee Compensation and New Venture Performance: Does Benefit Type Matter," *Small Business Economics*, Vol. 57, 1453-1477.
- Brammer, S. and S. Pavelin (2004), "Building a Good Reputation," *European Management Journal*, Vol. 22, No. 6, 704-713.
- Chang, S. and H. Jo (2019), "Employee-Friendly Practices, Product Market Competition and Firm Value," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 46, No. 1-2, 200-224.
- Chauvin, K. W. and J. P. Guthrie (1994), "Labor Market Reputation and the Value of the Firm," *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, No. 6, 543-552.
- Chiang, H. T. and M. C. Lin (2011), "Examining Board Composition and Firm

- Performance,” *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 5, No. 3, 15-27.
- Chin, C. L., P. Lee, H. Y. Chi and A. Anandarajan (2006), “Patent Citation, R&D Spillover, and Tobin's Q: Evidence from Taiwan Semiconductor Industry,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 26, 67-84.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt (1994), “A Simple Approximation of Tobin's Q,” *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 70-74.
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang (2000), “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, 81-112.
- Constantinescu, D., C. Caraiani, C. I. Lungu and P. Mititean (2021), “Environmental, Social and Governance Disclosure Associated with the Firm Value. Evidence from Energy Industry,” *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 20, No. 1, 56-75.
- Dencker, J. C., A. Joshi and J. J. Martocchio (2007), “Employee Benefits as Context for Intergenerational Conflict,” *Human Resource Management Review*, Vol. 17, No. 2, 208-220.
- Diantimala, Y., S. Syahnur and I. Islahuddin (2022), “Recursive Correlation between Voluntary Disclosure, Cost of Capital, Information Asymmetry, and Firm Value,” *Cogent Business and Management*, Vol. 9, No. 1, 2154489.
- Dowling, G. (2006), “How Good Corporate Reputations Create Corporate Value,” *Corporate Reputation Review*, Vol. 9, No. 2, 134-143.
- Edmans, A. (2012), “The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility,” *Academy of Management Perspectives*, Vol. 26, No. 4, 1-19.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wong (2002), “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, 401-425.

- Fulmer, I. S., B. Gerhart, B. and K. S. Scott (2003), "Are the 100 Best Better? An Empirical Investigation of the Relationship between Being a "Great Place to Work" and Firm Performance," *Personnel psychology*, Vol. 56, No. 4, 965-993.
- Gomes, A. (2000), "Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects," *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, 615-646.
- Kang, D. U., G. J. Yu and S. J. Lee (2016), "Disentangling the Effects of the Employee Benefits on Employee Productivity," *Journal of Applied Business Research*, Vol. 32, No. 5, 1447-1458.
- Kim, E. H. and P. Ouimet (2014), "Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes," *The Journal of Finance*, Vol. 69, No. 3, 1273-1319.
- Lado, A. A. and M. C. Wilson (1994), "Human Resource Systems and Sustained Competitive Advantage: A Competency-Based Perspective," *Academy of Management Review*, Vol. 19, No. 4, 699-727.
- Lee, J. and H. Kim (2016), "Do Employee Relation Responsibility and Culture Matter for Firm Value? International Evidence," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 40 (A), 191-209.
- Lee, S. M. and K. Ryu (2020), "Management Ownership and Firm Value: An Empirical Analysis Using Panel Data," *Seoul Journal of Economics*, Vol. 33, No. 1, 1-17.
- Li, Y., M. Gong, X. Y. Zhang and L. Koh (2018), "The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power," *The British Accounting Review*, Vol. 50, No. 1, 60-75.
- Lins, K. V. (2003), "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, 159-184.
- Mann, S. V. and N. W. Sicherman (1991), "The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues," *Journal of Business*, Vol. 64, No. 2, 213-227.
- Maury, B. and A. Pajuste (2005), "Multiple Large Shareholders and Firm Value," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, No. 7, 1813-1834.

- Michaels, A. and M. Grüning (2017), "Relationship of Corporate Social Responsibility Disclosure on Information Asymmetry and the Cost of Capital," *Journal of Management Control*, Vol. 28, No. 3, 251-274.
- Mumford, T. V., S. Hanks and C. Alldredge (2019), "Strategically Managing Employee Benefits: Predictors of Benefit Choices," *International Journal of Business Management and Commerce*, Vol. 4, No. 1, 39-51.
- Muse, L. A. and L. L. Wadsworth (2012), "An Examination of Traditional Versus Non-Traditional Benefits," *Journal of Managerial Psychology*, Vol. 27, No. 2, 112-131.
- Nair, R., M. Muttakin, A. Khan, N. Subramaniam and V. S. Somanath (2019), "Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Transparency: Evidence from India," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 56, 330-351.
- Nguyen, P., N. Rahman and R. Zhao (2018), "CEO Characteristics and Firm Valuation: A Quantile Regression Analysis," *Journal of Management and Governance*, Vol. 22, 133-151.
- Odriozola, M. D., A. Martin and L. Luna (2018), "Labour Reputation and Financial Performance: Is there a Causal Relationship?" *Employee Relations*, Vol. 40, No. 1, 43-57.
- Perrini, F. and A. Tencati (2006), "Sustainability and Stakeholder Management: The Need for New Corporate Performance Evaluation and Reporting Systems," *Business Strategy and the Environment*, Vol. 15, No. 5, 296-308.
- Rossi, F. and M. A. Harjoto (2020), "Corporate Non-Financial Disclosure, Firm Value, Risk, and Agency Costs: Evidence from Italian Listed Companies," *Review of Managerial Science*, Vol. 14, 1149-1181.
- Villalonga, B. and R. Amit (2006), "How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, 385-417.
- Wang, J., H. D. Wang and T. Y. Lin (2022), "Corporate Governance, Corporate Social

- Responsibility, and Information Asymmetry,” *Journal of Management and Business Research*, Vol. 39, No. 1, 37-63.
- Wiwattanakantang, Y. (2001), “Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 9, No. 4, 323-362.
- Wu, J. and F. Yuan (2020), “Corporate Performance, Agency Costs and Non-Financial Information Disclosure,” *Journal of Physics: Conference Series*, Vol. 1634, No. 1, 012081.
- Yoon, B., J. H. Lee and R. Byun (2018), “Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea,” *Sustainability*, Vol. 10, No. 10, 3635.
- Yu, H., L. Xu and B. Chen (2011), “Ultimate Ownership, Institutions and Listed Companies' Debt Financing: Based on the Perspective of Controlling Shareholders,” *China Finance Review International*, Vol. 1, No. 4, 316-333.
- Yoopetch, C., S. Nimsai and B. Kongarchapatara (2021), “The Effects of Employee Learning, Knowledge, Benefits, and Satisfaction on Employee Performance and Career Growth in the Hospitality Industry,” *Sustainability*, Vol. 13, No. 8, 4101.
- Zeng, T. (2021), “Corporate Social Responsibility (CSR) in Canadian Family Firms,” *Social Responsibility Journal*, Vol. 17, No. 5, 703-718.



Does the Disclosure of Information on Employee Benefits Have an Impact on the Value of a Company?

Huan-Yi Li

Department of Accounting, National Changhua University of Education

Hsin-Yi Chi

Department of Accounting, National Chung Hsing University

Yi-Chieh Chen

PricewaterhouseCoopers, Taiwan

Excellent employee benefits can therefore increase business productivity and are an essential part of ESG, as well as having a positive impact on increasing shareholder value. Using a sample of Taiwanese listed and over-the-counter (OTC) firms for the period 2016-2020, this study examines the impact of employee benefit disclosure on firm value. This study finds that firms with higher employee benefit disclosure are associated with higher firm value. In addition, when the chair is held by the ultimate controller (chairman internalization), firms with higher levels of employee benefits disclosure are associated with higher firm value. The study implies that employees are a vital asset for a company's sustainable development. A company's emphasis on employee rights is essential to improving the company's competitiveness and sustainability practices, ultimately leading to an increase in shareholder value.

Key Words: Employee benefits disclosure 、 Internalization 、 Firm value.

李栢伊 紀信義 陳怡潔

