

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

經理階層薪酬與競賽理論：台灣廠商的實證研究

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC 89-2415-H-032-038

執行期間：89年8月1日至90年7月31日

計畫主持人：陳明園

計劃參與人員：研究生 石雅慧

本成果報告包括以下應繳交之附件：

赴國外出差或研習心得報告一份

赴大陸地區出差或研習心得報告一份

出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份

國際合作研究計畫國外研究報告書一份

執行單位：淡江大學產業經濟學系

中華民國九十年九月三日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

經理階層薪酬與競賽理論：台灣廠商的實證研究

Management Compensation and Tournament Theory: Empirical Tests on Taiwan's Data

計畫編號：NSC 89-2415-H-032-038

執行期限：89年8月1日至90年7月31日

主持人：陳明園 淡江大學產業經濟學系

計劃參與人員：研究生 石雅慧 淡江大學產業經濟學系

E-mail：mychen@mail.tku.edu.tw

一、中文摘要

本研究分析代理與競賽觀點的經理人薪酬理論，檢驗經理人個人與公司特質變數對經理層級薪酬水準與層級間薪酬差距的影響，這些變數包括經理人於經理層級中的階級、股權集中度、大股東持股、企業風險、廠商規模與獲利能力等因素。就171家我國上市公司之737位經理人薪酬資料進行橫斷面分析，本研究發現，由代理理論所建立的經理人薪酬水準決定因素假說，以及由競賽理論所建立的經理層級間薪酬差額決定因素假說，大致上都能獲得實證結果的支持；儘管部分的發現無法與理論的預期或現有實證文獻相一致，但這正反映出我國不同於歐美的企業文化以及以「企業家」為決策主體的公司部門特質。

關鍵詞：經理人薪酬，代理理論，競賽理論，經理層級

Abstract

This paper provides empirical evidence about the determinants of the level of managerial compensation and of the structure of compensation within the management hierarchy. I establish the hypotheses relating the level of managerial pay and pay differentials between organizational levels to

individual and firm characteristics suggested by the agency model and tournaments as a theory of managerial compensation. The characteristics emphasized in this article include the managerial position in the management hierarchy, ownership concentration of the firm, large shareholding, business risks, and the size and profitability of the firm. Hypotheses are tested cross-sectionally in ordinary least squares analysis using the data of 737 managers in 171 Taiwan's listed companies. Empirical results show that most of the predictions emerged in the theories of agency and tournaments gain support in the data. Although some of the individual findings are different from those presented in the literature using data from the United States, they ought to be seen as a result of the diverse enterprise culture and a reflection of a more entrepreneur-run corporate section in Taiwan.

Keywords: managerial compensation, agency theory, tournament theory, management hierarchy

二、緣由與目的

隨著社會經濟的快速發展與變遷，企業規模亦同步擴大，在考慮所有權與經營權分離，且企業整體勞動成本對於未來發展有長遠的影響等諸多因素之下，經理人薪酬結構的設計在組織的誘因機制中一直是個重要的議題。

文獻中有關經理人薪酬 (managerial compensation) 的研究, 大多採用 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論 (agency theory) 觀點, 檢驗高階主管薪酬, 尤指執行長或總裁 (chief executive officer, 以下簡稱 CEO) 薪酬, 與廠商績效的關係。高階主管的薪酬契約被視為解決廠商內部代理問題的重要機制, 因為以績效 (經理人生產力的表現) 決定酬勞的制度, 可提供高階主管重視經營績效的誘因, 有助於股東與經理人之間利益的一致。然而, 由於強調薪酬變化對於績效變化的敏感度分析, 著重於「如何支付薪酬」而非「支付多少薪酬」, 對於經理人薪酬水準的決定、以及廠商之間薪酬水準差異的分析也就較為欠缺。最近的研究已開始延伸代理理論的觀點, 從股權結構、企業風險等因素探討經理人薪酬水準的決定, 但由於集中在 CEO 的薪酬分析, 因此未能對廠商內部經理層級 (management hierarchy) 之薪酬結構的設計提出可驗證的實證觀點。

由 Lazear and Rosen (1981) 所提出競賽理論 (tournament theory), 卻提供了有關廠商經理層級薪酬結構的重要實證假說。競賽理論不僅分析 CEO 薪酬水準的決定, 更強調 CEO 薪酬顯著高於其他經理階級薪酬的特殊意義, 以及如何設計組織內各層級間的薪酬差距, 以誘使經理人在晉升至更高層級的競賽過程中投入最大的努力。雖然有關經理層級薪酬水準與結構是否符合競賽理論的實證研究仍屬有限, 但新的研究成果仍在持續增加中。

國內有關經理人薪酬的研究大多從代理理論出發, 探討高階主管薪酬水準的決定及其與績效的關係。然而, 利用國內的資料從事類似國外的代理理論研究, 隱含兩個潛在的問題: 其一是, 我國企業經理人職稱較少有 CEO 之設置, 相對於國外

CEO 的職稱與權責, 有些企業為董事長, 有些企業為總經理, 在無法獲知各企業職權運作的實際情況下, 以董事長或總經理之薪酬進行類似國外 CEO 薪酬之研究並不恰當; 其二是, 經理人薪酬的組成項目中, 與績效之關係最為密切者誠屬股票酬勞, 但以我國現有的公開資料來看, 有關經理人股票酬勞的揭露甚為缺乏, 只能以較易獲得的經理人基本薪資與紅利資料進行分析, 雖然實證結果大多符合代理理論所推論的薪酬-績效關係, 但因缺乏股票酬勞的分析, 因此也就無法確實瞭解我國經理人薪酬與績效變化間的敏感度。另一方面, 由於著重於與 CEO 階級相當之經理人的薪酬分析, 據作者所知, 尚未有實證上的研究嘗試瞭解高階主管階層中各層級間薪酬結構的問題, 因此也就缺乏競賽理論相關假說的實證證據。

本研究主要的目的乃是研究廠商組織內部高階經理層級的薪酬結構 (internal compensation schemes), 根據代理理論與競賽理論分別在經理層級薪酬水準與層級間薪酬差距的理論基礎, 配合其他相關文獻的觀點, 建立並檢驗有關組織內各層級薪酬水準與層級間薪酬差距的實證假說。與現有國內文獻不同的是, 本研究的對象為高階經理階層之各經理人, 而非侷限於與國外 CEO 職稱相當之經理人; 同時, 本研究的重點為廠商內部薪酬結構, 而非薪酬與績效的關係, 在此情形下, 以基本薪資與紅利做為經理人薪酬的定義, 把易受股票市場榮衰影響的股票酬勞排除, 反而是更恰當的選擇。簡言之, 本研究希望透過研究議題的選擇, 避免上述有關 CEO 應為董事長或總經理之職權確認問題, 並緩和因為國內經理人薪酬資料不健全所造成的研究上的瑕疵; 同時, 也期望在競賽理論的議題上, 提供歐美國家以外的實驗例證, 畢竟由於國情與企業文化的差異, 國外文獻所支持的組織內經理人的競賽關係是否明顯存在於我國企業, 實為一個令人深感興趣的問題。

三、實證方法與樣本選取

本研究將以代理理論及競賽理論為主，輔以其他相關文獻的論點，探討經理人薪酬的決定因素，說明這些決定因素分別對各經理層級的薪酬水準以及層級間薪酬差距所造成的影響，以建立實證假說。代理理論分析薪酬水準與公司績效或價值變化的關係，將著重於薪酬決定因素對經理層級薪酬水準的影響效果；而競賽理論強調層級間薪酬差距的設計，在薪酬決定因素對經理層級間薪酬差距的影響效果方面將有獨到的看法。本研究所考慮的決定因素為經理人個人與公司之特質變數，包括經理人於經理層級中的階級、廠商的股權結構、經營環境的不確定性（企業風險）、廠商的規模與獲利能力、公司成立年數、以及經理人親屬是否任職董監事。

本研究將就不同的「經理層級」定義與樣本選取方式，設計三個模型以檢驗各薪酬決定因素對經理層級薪酬水準與層級間薪酬差距的效果。模型一以「經理人職稱」定義經理層級，同時以經理人的個人資料為樣本，檢驗經理人在「職稱層級」中的階級與其他個人及公司特質變數對經理人個人薪酬的影響。「職稱層級」是以職稱階級高低做為排序的依據，在考慮了取樣過程與樣本特色之後，本研究將高階主管階層由高而低分為七個層級 - 董事長、總經理兼董事、副董事長、總經理、副總經理兼董事、副總經理、經理兼董事。模型二仍以「經理人職稱」定義經理層級，但改以公司資料為分析對象，針對公司各「職稱層級」之薪酬與公司特質之關係進行迴歸分析，當同一職稱有二位或二位以上的經理人時，則取其薪酬平均值。模型二的設計乃著眼於模型一因資料缺乏而無法考慮其他可能影響薪酬的個人特質變數，單就公司職稱層級與薪酬的關係，提供與模型一對照比較的實證結果。

根據實際的觀察，可發現我國公司內

部的職稱層級、各職稱實際掌有的職權、與其薪酬之間的界線不是非常明確，公司可能不以職稱來區分薪酬水準的高低及薪酬差距的大小，而是以各經理人負責之業務對公司所佔之重要性來支付薪酬；然而，由於無法獲得相關資料來劃分經理人職務權力的等級，例如責任的負擔、工作的複雜性、獨立決策的程度等，模型三將以經理人所獲得的薪酬高低做為分辨職權等級的依據，薪酬愈高代表此經理人在公司擁有愈高的職權。模型三以模型一之經理人薪酬為基礎，但不再以職稱來界定層級，不論經理人之職稱為何，觀察的重點是經理人實際所獲得的薪酬，以公司所有經理人薪酬由高而低的排序來劃分層級，檢驗公司特質變數對各「薪酬層級」薪酬之影響，而當同公司之不同經理人（甚至是不同職稱）擁有相同薪酬時，將其視為同一薪酬層級。每一模型各有兩條迴歸估計式：一是以各經理層級之薪酬水準做為應變數，二是以經理層級間之薪酬差距做為應變數，此一做法的理由是針對代理理論與競賽理論的不同著眼點，希望獲得較豐富的實證結果。

三個模型皆採橫斷面分析，以普通最小平方方法 (OLS) 估計之。由於是橫斷面資料，很可能會有異質變異數 (heteroscedasticity) 的現象存在，雖然 OLS 估計仍是不偏，但卻不再具有效率，所以在利用 OLS 求出迴歸係數的估計值之後，將利用 White 估計式修正共變異數矩陣以計算估計係數的顯著水準。

本研究以 1997 至 1999 三年度中發行公開說明書的上市公司為取樣對象，經理人薪酬資料直接取自公開說明書，雖然為 1997 至 1999 的公開說明書，但其中所載明之薪酬資料為前一年度的，故實際上本研究是採用 1996 至 1998 年之薪酬資料為研

究樣本。雖然政府已強制要求公開說明書中必須揭露高階經理人的薪資、紅利及董監事酬勞之明細，但並非所有載於公開說明書的薪酬資料皆符合本研究之要求，本研究樣本選取之基本原則如下所述。

第一，由於模型一與模型三均以經理人個人薪酬為分析基礎，本研究選取之樣本公司將是公開說明書中有明列經理人個人薪酬資料者。雖然高階經理人的薪酬資料必須於公開說明書揭露，但不少公司皆以經理人薪酬總額或平均值顯示之，對於這些公司，本研究將不予選用。雖然模型二之樣本無需上述限制，但為求實證結果之比較，仍採用此選取原則。第二，由於模型一與模型二經理層級之最高職稱設定為董事長，為求樣本的一致性，少數公司因缺少董事長薪酬之資料將不予選用。雖然模型三之樣本無需此限制，但仍採用此原則以求實證結果之比較。第三，本研究視董事長與副董事長為經理人，絕大部分公司的公開說明書皆載明董事長與副董事長兼任經理人而領取經理人員薪酬的事實，這印證了董事長與副董事長的經理人角色。但部分公司的董事長或副董事長只領取董事酬勞，無領取經理人薪資，這些公司也不予採用。第四，為要求資料的一致性，遇及當年度有改選管理團隊、經理人轉任其他職位或退休之情形時，將該公司從樣本中刪除。

經由上述原則之篩選以及剔除若干資料不清之樣本後，總計取得有效樣本數為 737 位經理人之薪酬，而這 737 經理人樣本分別來自於 171 家上市公司。

四、實證結果與討論

變數定義與迴歸結果整理列表於後。詳細分析因限於篇幅不在此描述，綜合而言，本研究發現在職稱層級下所呈現的經理人薪酬結構並無法符合競賽理論之論

點；反之，在薪酬層級下就能表現出競賽理論之精髓，顯示隨層級的上升，層級間薪酬差距將擴大，且由次高層級晉升到最高層級時，存在最大的薪酬差距，薪酬與經理層級的關係符合下凸型態。同時，薪酬層級級數增加有助於薪酬水準的提昇以及層級間薪酬差距的縮小。如果薪酬級數增加可代表經理人職權分工愈專業，則這結果顯示企業會支付較高的薪酬以吸引高生產力之專業經理人，並採行「壓縮式」的薪酬結構，縮小層級間的薪酬差距，促進專業經理人間的合作，以利績效的提昇。股權集中度與薪酬水準、薪酬差距間皆有負向的變動關係，前者支持代理理論所強調的經理人薪酬與集中股權監督效果之間的替代關係；後者則驗證了股權集中度所隱含的競賽理論訊息假說，亦即股權愈集中代表經理人生產力的訊息愈能被充分掌握，因此以巨額薪酬差距促使生產力不易觀察的經理人做最大努力的需要性也將因而降低。

以薪酬高低來定義經理層級時，大股東持股對於薪酬水準的影響為正向，而對薪酬差距則為負向影響。在我國企業，大股東通常隱含著企業家族的支配力，在家族成員任職董監事與各層級經理的高可能性下，高薪酬水準是合理的結果，這也呼應了經理人親屬任職董監事有助於經理人薪酬水準提高的實證發現；同時，在此密集持有的股權結構下，以增加薪酬差距誘使經理人努力的意義與重要性，將遠不及股權分散、家族控股不明顯的企業。大股東持股所反映的是我國以企業家為決策中心的公司部門，其本質並非企業監管的問題。

就企業風險對薪酬水準之影響來看，正如代理理論的推論，當企業承擔的風險愈大時，傾向於提高經理人的保障薪酬，

以增加經理人接受風險的意願；而在薪酬差距方面，本研究發現，我國企業在面臨高企業風險時，普遍會縮小經理層級間的薪酬差距，鼓勵經理人以團隊合作的模式來經營整個公司，此項結果與國外競賽理論實證研究所發現的企業風險與薪酬差距的正向相關有所不同，這正好顯現我國企業在面對外在環境不確定時不同於歐美的企業文化。

實證結果並發現經理人在大規模或獲利能力佳的廠商能獲得較高的薪酬，符合經理人生產力與其薪酬存在正向關係的預期；同時，廠商規模、獲利能力與層級間薪酬差額呈現負向關係，作者認為這結果顯示小廠商或績效差之廠商會以層級間較大的薪酬差距來突顯決策權力之所在。

五、參考文獻

- [1] 吳政穎 (2000)，我國上市公司股權集中度、薪酬設計與公司經營績效關係之研究，國立政治大學企業管理研究所博士論文。
- [2] 林穎芬 (1999)，台灣上市公司控管機制之研究—探討家族與非家族企業高階主管薪酬與離職的控管效果，國立中山大學企業管理研究所博士論文。
- [3] 葉銀華與邱顯比 (1996)，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，《台大管理論叢》，7：2，57-90。
- [4] 石雅慧 (2001)，高階經理人薪酬結構之分析-台灣廠商的實證研究，淡江大學產業經濟研究所碩士論文。
- [5] Aggarwal, R. and A. Samwick (1999), The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation, *Journal of Political Economy*, 107, 65-105.
- [6] Becker, B. and M. Huselid (1992), The incentive effects of tournament compensation systems, *Administrative Science Quarterly*, 37, 336-350.
- [7] Boyd, B.K. (1994), Board control and CEO compensation, *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.
- [8] Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang (2000), The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- [9] Conyon, M. and D. Leech (1994), Top pay, company performance and corporate governance, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 56, 229-247.
- [10] Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *International Journal of Industrial Organization*, 15, 469-492.
- [11] Cosh, A. and A. Hughes (1997), Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings, *International Journal of Industrial Organization*, 15, 371-492.
- [12] Demsetz, H. (1995), Management compensation and tournament theory, in *The economics of the business firm: seven critical commentaries*, 110-136, Cambridge University Press.
- [13] Ehrenberg, R. and M. Bognanno (1990), The incentive effects of tournaments revisited: Evidence from the European PGA tour, *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 74-88.
- [14] Eriksson, T. (1999), Executive compensation and tournament theory: Empirical tests on Danish data, *Journal of Labor Economics*, 17, 262-280.
- [15] Garen, J. (1994), Executive compensation and principal-agent theory, *Journal of Political Economy*, 102, 1175-1199.
- [16] Gregg, P., S. Machin, and S. Szymanski (1993), The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance, *British Journal of Industrial Relations*, 31, 1-9.
- [17] Hallock, K.F. (1997), Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 331-344.
- [18] Holmstrom, B. (1979), Moral hazard and observability, *Bell Journal of Economics*, 10, Spring, 74-91.
- [19] Holmstrom, B. (1987), Incentive compensation: Practical design from a theory point of view, in H.R. Nalbantian ed., *Incentives, Cooperation, and Risk Sharing*, 179-285, New York: Rowman and Littlefield.
- [20] Janakiraman, S., R. Lambert, and D. Larcker (1992), An empirical investigation of the relative performance evaluation hypothesis, *Journal of Accounting Research*, 30, 53-69.
- [21] Jensen, M. and W. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- [22] Jensen, M. and K. Murphy (1990), Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- [23] Knoeber, C. and W. Thurman (1994), Testing the theory of tournaments: An empirical analysis of broiler production, *Journal of Labor Economics*, 12, 155-179.
- [24] Lambert, R., D. Larcker, and K. Weigelt (1993), The structure of organizational incentives, *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-461.
- [25] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- [26] Lazear, E. (1989), Pay equality and industrial politics, *Journal of Political Economy*, 97, 561-580.
- [27] Lazear, E. (1995), *Personnel Economics*, Cambridge, MA: MIT Press.
- [28] Lazear, E. and S. Rosen (1981), Rank-order tournaments as optimum labor contracts, *Journal of Political Economy*, 89, 841-864.
- [29] Leonard, J. (1990), Executive pay and firm performance, *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 13-29.
- [30] Main, B. (1991), Top executive pay and performance, *Managerial and Decision Economics*, 12, 219-229.
- [31] Main, B., C. III O'Reilly, and J. Wade (1993), Top executive pay: Tournament or teamwork?, *Journal of Labor Economics*, 11, 606-628.
- [32] Mehran, R. (1995), Executive compensation, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.
- [33] Rosen, S. (1986), Prizes and incentives in elimination tournaments, *American Economic Review*, 76, 701-715.

表一 解釋變數定義

變數	定義
模型一、二之職稱層級虛擬變數*	
CH	CH=1 代表職稱層級為董事長
EXD	EXD=1 代表職稱層級為總經理兼董事
VCH	VCH=1 代表職稱層級為副董事長
EX	EX=1 代表職稱層級為總經理
VEXD	VEXD=1 代表職稱層級為副總經理兼董事
VEX	VEX=1 代表職稱層級為副總經理
模型三之薪酬層級虛擬變數**	
LEV1	LEV1=1 代表薪酬層級為該公司最高水準者
LEV2	LEV2=1 代表薪酬層級為該公司次高水準者
LEV3	LEV3=1 代表薪酬層級為該公司第三水準者
LEV4	LEV4=1 代表薪酬層級為該公司第四水準者
LEV5	LEV5=1 代表薪酬層級為該公司第五水準者
NOL2	NOL2=1 代表該公司具有二層薪酬層級
NOL3	NOL3=1 代表該公司具有三層薪酬層級
NOL4	NOL4=1 代表該公司具有四層薪酬層級
NOL5	NOL5=1 代表該公司具有五層薪酬層級
其他解釋變數	
HI	公司股權之 Herfindahl 指標，該值愈大，代表公司的股權愈集中
BLOCK	BLOCK=1 代表該公司具有持股比率大於 10% 之大股東；反之，BLOCK=0 代表該公司無持股比率大於 10% 之股東
RETDUM	RETDUM=1 代表該公司具完整二年之股價週報酬率資料；反之，RETDUM=0 代表該公司不具完整二年之資料
RETSE	公司股價週報酬率對市場加權股價週報酬率之「市場模型」迴歸式殘差項的估計標準誤
LNLABOR	公司規模之變數，為該公司員工數之自然對數值
OI	獲利能力之變數，將該公司當年度之營業利益除以總資產
LNAGE	公司成立年數之自然對數值
BOARD	BOARD=1 代表該經理人的親屬有入主董事會；BOARD=0 代表該經理人的親屬無入主董事會（模型一）
LNPAYCH	公司最高職稱經理人（董事長）薪酬之自然對數值（模型一、二）
LNPAYMAX	公司最高薪酬層級經理人薪酬之自然對數值（模型三）
ID1... ID8	以台灣證券交易所之行業類別為基準，將樣本總歸為九大類（詳見正文）
D97, D98	D97=1 代表 1997 年之樣本；D98=1 代表 1998 年之樣本；參考組為 1996 年之樣本
BOARD×HI	交互項，BOARD 與 HI 之乘積
LNAGE×HI	交互項，LNAGE 與 HI 之乘積
RETSE×BLOCK	交互項，RETSE 與 BLOCK 之乘積

* 職稱層級虛擬變數參考組為經理兼董事者。

** 薪酬層級虛擬變數參考組為排序低於第五水準者；薪酬層級數之虛擬變數參考組為層級數大於五層者。

表二 薪酬水準迴歸式之估計結果

解釋變數	模型一		模型二	
	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	13.5160 ^a (0.1603)	13.6455 ^a (0.1816)	13.5411 ^a (0.1745)	13.7234 ^a (0.1983)
CH	0.5616 ^a (0.0571)	0.5571 ^a (0.0569)	0.5704 ^a (0.0535)	0.5611 ^a (0.0532)
EXD	0.5845 ^a (0.0566)	0.5755 ^a (0.0565)	0.5897 ^a (0.0552)	0.5743 ^a (0.0551)
VCH	0.3947 ^a (0.0926)	0.4031 ^a (0.0896)	0.3972 ^a (0.0919)	0.3930 ^a (0.0894)
EX	0.2927 ^a (0.0888)	0.2860 ^a (0.0879)	0.2745 ^a (0.0884)	0.2603 ^a (0.0878)
VEXD	0.2969 ^a (0.0513)	0.2933 ^a (0.0514)	0.2771 ^a (0.0554)	0.2712 ^a (0.0553)
VEX	0.0488 (0.0508)	0.0424 (0.0515)	0.0468 (0.0515)	0.0329 (0.0521)
HI	-1.2470 ^a (0.3070)	-4.3472 ^a (1.3464)	-1.4277 ^a (0.3794)	-6.9503 ^a (1.6214)
BLOCK	-0.0027 (0.0419)	0.0664 (0.0570)	-0.0092 (0.0473)	0.0659 (0.0656)
RETDUM	-0.0674 (0.0599)	-0.0743 (0.0605)	-0.0743 (0.0621)	-0.0739 (0.0614)
RETSE	0.0134 (0.0104)	0.0387 ^b (0.0171)	0.0164 (0.0105)	0.0448 ^b (0.0182)
LNLABOR	0.1366 ^a (0.0199)	0.1337 ^a (0.0198)	0.1444 ^a (0.0221)	0.1436 ^a (0.0221)
OI	1.4641 ^a (0.3578)	1.4141 ^a (0.3518)	1.4298 ^a (0.4100)	1.3643 ^a (0.4038)
LNAGE	-0.0233 (0.0357)	-0.0689 ^c (0.0398)	-0.0435 (0.0402)	-0.1064 ^b (0.0449)
BOARD	0.0349 (0.0390)	0.1102 ^b (0.0503)		
RETSE×BLOCK		-0.0301 ^b (0.0154)		-0.0343 ^b (0.0168)
LNAGE×HI		0.9776 ^a (0.3544)		1.6070 ^a (0.4304)
BOARD×HI		-2.8858 ^a (1.0419)		
樣本數	737	737	607	607
調整後 R ²	0.3483	0.3619	0.3481	0.3585

註 1：由於模型一是以經理人個人薪酬為分析對象，而模型二是針對公司的職稱薪酬進行分析，故只在模型一考慮經理人親屬是否任職董監事的效果。

註 2：括弧內為經 White 估計式修正過之標準差；產業別與時間別控制變數 ID1...ID8 與 D97、D98 的估計係數未顯示於表中；a、b、c 分別表示在 1%、5%、10% 下顯著。

表三 薪酬差距迴歸式之估計結果

解釋變數	模型一		模型二	
	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	-7.7389 ^a (0.5138)	-7.8407 ^a (0.5450)	-7.1769 ^a (0.5394)	-7.2742 ^a (0.5676)
EXD	-0.5424 ^a (0.0417)	-0.5400 ^a (0.0414)	-0.5386 ^a (0.0401)	-0.5353 ^a (0.0395)
VCH	-0.3876 ^a (0.0859)	-0.3887 ^a (0.0861)	-0.3512 ^a (0.0853)	-0.3521 ^a (0.0841)
EX	-0.2903 ^a (0.0796)	-0.2869 ^a (0.0800)	-0.2858 ^a (0.0774)	-0.2784 ^a (0.0783)
VEXD	-0.2309 ^a (0.0374)	-0.2308 ^a (0.0373)	-0.2245 ^a (0.0405)	-0.2239 ^a (0.0401)
VEX	0.0006 (0.0403)	0.0038 (0.0407)	-0.0233 (0.0406)	-0.0187 (0.0407)
LNPAYCH	0.5887 ^a (0.0340)	0.5938 ^a (0.0349)	0.5510 ^a (0.0361)	0.5567 ^a (0.0368)
HI	-0.0004 (0.2244)	1.0441 (1.3694)	0.0046 (0.2757)	1.2961 (1.6203)
BLOCK	0.0476 (0.0452)	0.0260 (0.0604)	0.0711 (0.0520)	0.0242 (0.0701)
RETNUM	0.0566 (0.0529)	0.0580 (0.0541)	0.0621 (0.0543)	0.0664 (0.0543)
RETSE	-0.0072 (0.0086)	-0.0148 (0.0186)	-0.0114 (0.0085)	-0.0300 (0.0207)
LNLABOR	-0.0895 ^a (0.0184)	-0.0903 ^a (0.0186)	-0.0975 ^a (0.0193)	-0.0993 ^a (0.0196)
OI	-0.9209 ^a (0.3093)	-0.9209 ^a (0.3164)	-0.9117 ^a (0.3520)	-0.9135 ^b (0.3580)
LNAGE	0.0085 (0.0334)	0.0212 (0.0385)	0.0188 (0.0366)	0.0355 (0.0426)
BOARD	0.0482 (0.0353)	0.0414 (0.0551)		
RETSE×BLOCK		0.0090 (0.0172)		0.0210 (0.0196)
LNAGE×HI		-0.3044 (0.3564)		-0.3866 (0.4249)
BOARD×HI		0.2687 (1.4086)		
樣本數	563	563	433	433
調整後 R ²	0.5049	0.5028	0.5053	0.5050

註 1：由於模型一是以經理人個人薪酬為分析對象，而模型二是針對公司的職稱薪酬進行分析，故只在模型一考慮經理人親屬是否任職董監事的效果。

註 2：括弧內為經 White 估計式修正過之標準差；產業別與時間別控制變數 ID1...ID8 與 D97、D98 的估計係數未顯示於表中；a、b、c 分別表示在 1%、5%、10% 下顯著。

表四 模型三之估計結果

解釋變數	薪酬水準迴歸式		薪酬差距迴歸式	
	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	13.3342 ^a (0.1699)	13.5373 ^a (0.1868)	-3.3698 ^a (0.4548)	-3.1709 ^a (0.4678)
LEV1	0.9575 ^a (0.0626)	0.9605 ^a (0.0613)		
LEV2	0.6970 ^a (0.0622)	0.7001 ^a (0.0610)	-0.7017 ^a (0.0465)	-0.7017 ^a (0.0468)
LEV3	0.4831 ^a (0.0614)	0.4862 ^a (0.0602)	-0.4844 ^a (0.0466)	-0.4844 ^a (0.0469)
LEV4	0.3388 ^a (0.0622)	0.3418 ^a (0.0609)	-0.3244 ^a (0.0474)	-0.3245 ^a (0.0476)
LEV5	0.1645 ^b (0.0687)	0.1676 ^b (0.0674)	-0.1432 ^c (0.0576)	-0.1432 ^b (0.0579)
LNPAYMAX			0.3210 ^b (0.0312)	0.3151 ^a (0.0312)
NOL2	-0.2925 ^a (0.1061)	-0.2886 ^a (0.1057)	0.2574 ^a (0.0834)	0.2474 ^a (0.0852)
NOL3	-0.1583 ^a (0.0506)	-0.1499 ^a (0.0502)	0.1968 ^a (0.0368)	0.1922 ^a (0.0373)
NOL4	-0.1268 ^a (0.0455)	-0.1375 ^a (0.0453)	-0.1221 ^a (0.0326)	-0.1176 ^a (0.0324)
NOL5	0.0233 (0.0485)	0.0350 (0.0483)	-0.0162 (0.0393)	-0.0179 (0.0397)
HI	-1.1228 ^a (0.3545)	-7.0344 ^a (1.1868)	-0.7863 ^a (0.2287)	-2.3738 ^c (1.2420)
BLOCK	0.0355 (0.0360)	0.0958 ^b (0.0475)	-0.0241 (0.0290)	-0.0630 (0.0419)
RETNUM	-0.0265 (0.0618)	-0.0130 (0.0619)	0.0015 (0.0495)	0.0105 (0.0495)
RETSE	0.0062 (0.0103)	0.0252 ^c (0.0148)	-0.0011 (0.0074)	-0.0180 (0.0125)
LNLABOR	0.1237 ^a (0.0198)	0.1205 ^a (0.0198)	-0.0470 ^a (0.0156)	-0.0494 ^a (0.0157)
OI	1.5758 ^a (0.3616)	1.5135 ^a (0.3570)	-1.2621 ^a (0.2872)	-1.3234 ^a (0.2923)
LNAGE	-0.0102 (0.0371)	-0.0768 ^c (0.0409)	-0.0574 ^a (0.0330)	-0.0738 ^b (0.0378)
RETSE×BLOCK		-0.0262 ^b (0.0134)		0.0174 (0.0114)
LNAGE×HI		1.7135 ^a (0.3285)		0.4319 (0.3361)
樣本數	724	724	553	553
調整後 R ²	0.4331	0.4449	0.4839	0.4850

註：括弧內為經 White 估計式修正過之標準差；產業別與時間別控制變數 ID1...ID8 與 D97、D98 的估計係數未顯示於表中；a、b、c 分別表示在 1%、5%、10% 下顯著。