

不同生命週期下核心代理問題 對高階經理團隊薪酬之影響

張雅淇*

淡江大學會計學系

謝佑承

資誠聯合會計師事務所

摘要

本文旨在探討核心代理問題與高階經理團隊薪酬之關聯性，就控制型態將樣本區分為單一家族主導及非由單一家族主導來進行討論。此外，研究中亦加入生命週期的觀點，將之作為企業屬性，欲瞭解核心代理問題與高階經理團隊薪酬間的關聯程度，在不同的生命週期階段下是否會有所不同。以2009年至2015年台灣上市櫃公司資料進行實證分析，研究結果發現，就單一家族主導企業而言，席次偏離差與高階經理團隊薪酬呈正向關係。再者，就單一家族主導企業而言，在成熟期階段比在成長期階段、在衰退期階段比在成長期階段，席次偏離差正向影響高階經理團隊薪酬的程度更為明顯。

關鍵詞：核心代理問題、生命週期、薪酬

* 通訊作者。電子郵件信箱：140198@mail.tku.edu.tw。

收稿日：2017年11月

接受日：2021年3月

七審後接受

主審領域主編：劉啟群教授

DOI: 10.6552/JOAR.202107_(73).0004

The Effect of Core Agency Problem on Top Management Team Remuneration under Different Lifecycles

Ya-Chi Chang*

Department of Accounting
Tamkang University

You-Cheng Xie

Pricewaterhouse Coopers

Abstract

The purpose of this paper is to examine the relationship between managers' remuneration and core agency problem in terms of the type of controlling shareholders. Furthermore, this paper incorporates lifecycle perspective as a corporate attribute and investigates the effect core agency on managers' remuneration in various lifecycle stages. The sample comprises firms traded in the Taiwan Stock Exchange (TSE) and over the counter (OTC) exchange during 2009-2015. The empirical results indicate that seats deviation has significant positive effect on managers' remuneration for single family control firms. The findings also show that the relationship between seats deviation and managers' remuneration is more pronounced for single family control firms in the mature stage than for those in growth stage as well as in the decline stage than for those in growth stage.

Keywords: *Core agency problem, Lifecycle, Remuneration.*

* Corresponding author. E-mail: 140198@mail.tku.edu.tw.

壹、緒論

自 Berle and Means (1932) 提出公司「所有權」與「經營權」可分離的概念後，這兩種權力間的關係成為許多研究所探討的議題。學者認為企業的所有者追求著公司最佳績效，但專業經理人的目標卻可能與公司整體不一致，因此形成代理問題。Jensen and Meckling (1976) 提出可透過薪酬制度作為經營者與所有者兩者衝突的減緩機制，許多研究也證實透過會計基礎或市場基礎的績效衡量給與足夠的薪酬，能使經理人與公司整體利益一致（林淑惠與胡星陽 2003；洪玉舜與王泰昌 2013；Dechow and Sloan 1991；Leone, Wu, and Zimmerman 2006）¹。

隨著經濟發展，代理問題因控股股東的出現而逐漸轉變為核心代理問題，這種現象最早在北美洲與歐洲許多國家被發現(Warfield, Wild, and Wild 1995; Morck, Yeung, and Yu 2000; Faccio and Lang 2002)。核心代理問題屬於公司擁有者間的衝突，與傳統代理問題屬於管理階層與公司股份持有者間的衝突不同；其發生原因為公司內部大股東使用金字塔結構或使用交叉持股的方式意圖達到掌控公司之目的，而大股東所做出的這些手段對公司所造成的經營風險卻是全部股東一起承擔，小股東的權益在此過程中因而被間接犧牲(Shleifer and Vishny 1997; Mitton 2002)。為了研究這種情況，La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999) 以 20% 的股權集中程度為設定標準，檢視 27 個已開發國家，研究發現其中有 68% 以上具有這種情況。葉銀華 (2001) 也以同樣標準檢視我國企業，發現這種情況亦普遍存在於我國。

學者對於上述的核心代理問題，大多聚焦於此一問題對於「公司價值」的影響，且存有正面與負面兩種不同解釋。Jensen and Meckling (1976) 提出的「利益收斂假說」(convergence-of-interest hypothesis) 認為當企業的管理者持股比例愈高，會增加公司的經營績效，因為企業發生損失時高持股者所需承擔之責任較多，同樣地，公司績效提升時其所能得到的利益也較多，因此若公司存有核心代理問題，對公司可能是有利的。但 Jensen and Ruback (1983) 提出的「利益掠奪假說」(conflict-of-interest hypothesis) 卻認為企業大股東會影響董事會的決策，而在這樣的情況下，大股東可能不會在決策中考慮全體股東利益，反而會傾向極大化個人利益，造成小股東利益被掠奪。Claessens, Djankov, and Lang (2000) 也抱持著此一觀點，認為股權與盈餘分配權的偏差愈大，控股股東做出損害其他股東的行為動機愈強。

縱觀過去文獻發現，雖然已有許多研究秉持著代理理論而主張薪酬制度可作為解決經營者與所有者之間代理問題的一種方式，然而，卻少有學者探

¹ 運用企業績效來決定高階經理人薪酬，有助於減少經理人作出危害企業利益的行為(Fama 1980)，過去國內外有許多學者以高階經理人薪酬對績效的敏感性的角度，探討如何達成經理人與股東目標趨於一致。惟本研究討論之重點不在於績效指標連結到薪酬的部分，而是薪酬的「用途」。作者感謝評審委員之寶貴建議，更能突顯出本文之研究焦點。

究核心代理問題是否會影響高階經理人²薪酬。進一步而言, 雖然薪酬制度是公司治理中的重要制度之一, 其存在可以保障經理人與股東之間的關係, 使雙方利益一致、讓經理人能更為善盡責任; 但從利益掠奪假說角度觀之, 核心代理問題愈大表示控制股東實質出資與決策掌控力的差距愈大、掠奪小股東財富的動機也愈強烈(Claessens et al. 2000), 然這需要有經理人通力合作才能達成侵佔的目的。控制股東為了誘使高階經理團隊與其站在同一陣線, 於是支付高階經理人豐厚的薪酬(黃振豐、陳薇如與張雅婷 2016), 故高階經理團隊薪酬反而卻成為控制股東的利益交換籌碼。此外, 本研究慮及相較於美國、日本和德國等國家而言, 台灣企業家族成員握有決定性的股權且位居高階經理團隊甚是明顯(李永全與馬黛 2006), 故從親屬關係的觀點出發, 並考量控制股東是否有足夠的「能力」實現其意圖³, 除了以核心代理問題與高階經理團隊薪酬之關聯性作為研究焦點外, 更納入單一家族主導及非單一家族主導之議題。

企業生命週期的概念由 Adizes (1988)所提出, 之後便成為組織理論發展重要的權變因素(劉俊儒、張育琳與劉均怡 2017)。依據權變理論(contingency theory), 組織在面對不同的情境, 需考量自身條件及外部環境, 採取相對應的組織結構、管理方式。過去有許多文獻分析生命週期此一權變變數對於管理控制制度(包括薪酬管理)的影響(王文英與李佳玲 2013; Moores and Yuen 2001; Ferreira and Otley 2009)。Jawahar and McLaughlin (2001)認為企業在每個生命週期階段下, 會因應不同的挑戰而有不同的策略, 而這些策略主要依賴當時的外部環境與內部組織所設計。Myers (1977)也認為企業價值係由現有資產(assets in place)與成長機會(growth opportunity)組合而成, 兩者對於公司價值的相對權重會因其所處生命週期階段而有所不同; 例如, 成熟期階段現有資產的權重較高, 而成長期階段成長機會的權重較高。Smith and Watts (1992)與 Gaver and Gaver (1993)則指出薪酬契約的設計會受到公司現有資產及未來成長機會二者組合比例所影響。目前已有學者將企業生命週期觀念應用於高階經理人薪酬相關研究中, 如林淑惠與胡星陽 (2003)探討成長機會與酬勞間的關聯性。劉俊儒等 (2017)討論各種績效指標在不同生命週期階段下, 如何影響高階經理人薪酬。由於處於不同生命週期階段的企業, 在經營策略、資產運用等方面會有所差異, 宜將企業作生命週期階段的分類。故本研究進一步考量企業生命週期此一權變變數, 欲探討不同生命週期下, 高階經理人薪酬與核心代理問題的關聯性是否會有所不同。

本研究以 2009 年至 2015 年台灣上市櫃公司為研究對象, 實證結果顯示, 針對單一家族主導公司而言, 席次偏離程度愈大, 高階經理人的薪酬愈

² 本文「高階經理人」與「高階經理團隊」名詞交叉使用。

³ 台灣經濟新報社(TEJ)以控制型態將企業分為單一家族主導、專業經理人治理、公股主導與共治型態四類。戴怡蕙與曾智揚 (2019)指出並非所有型態的公司其控制股東均有能力達成其意圖, 例如針對共治型態公司而言, 一方的控制團體需經過另一方控制團體的同意才可能實現其目的。

高。進一步作不同生命週期階段的比較，實證結果發現單一家族主導公司，成熟期相對於成長期、衰退期相對於成長期，席次偏離差與高階經理團隊薪酬的正向關係更為明顯。上述結果隱含控制股東的控制權偏離程度愈大，侵佔小股東財富利益的誘因愈強烈，此時愈可能運用其對於高階經理團隊薪酬的決定權來進行操弄，尤其是當企業處於成熟時期會比成長時期、處於衰退時期會比成長時期更是明顯。

本文的貢獻如下：首先，過去核心代理問題相關文獻多著重於瞭解其對於公司價值的影響，本文試圖探究核心代理問題與高階經理人薪酬之關聯性，並考量台灣上市櫃公司透過家族持股來掌控公司的模式已屬常見 (Claessens et al. 2000)，就單一家族主導及非單一家族主導情況作分別討論，除了可補充過去研究忽略家族控股在其中所扮演的角色外，同時對於核心代理問題及高階經理人薪酬文獻提供增額的貢獻。其次，代理理論主張薪酬可作為減緩代理問題的工具，以往研究也強調薪酬與企業緊密連結帶來的好處，針對核心代理問題是否會影響到高階經理人薪酬水準卻甚少論述。延伸 Core, Holthausen, and Larcker (1999) 研究發現當公司內部治理機制愈差時，總經理薪酬水準愈高，本研究進一步了解核心代理問題與高階經理人薪酬的關聯性，藉以提供更多實證證據加以釐清。第三，目前國內外既有研究甚少著墨於企業生命週期與核心代理問題之交互作用，本研究依組織生命週期階段進一步剖析核心代理問題對高階經理人薪酬可能之影響，有別於以往文獻僅只於檢驗企業生命週期與高階經理人薪酬的關係，故可填補過去文獻尚未連結之部分。

本文共分為五大部分。第一部分為緒論，介紹研究動機與目的。第二部分整理相關文獻，並據以推論出研究假說。第三部分研究方法，包括說明資料來源、樣本選取之外，並描述變數操作型定義與實證模型。第四部分顯示本研究之實證結果。最後，第五部分則是結論。

貳、文獻探討與假說發展

薪酬制度不只可用在人力資源策略上，同樣也可作為權益代理問題的緩衝機制 (Smith and Watts 1992)。楊朝旭與吳幸蓁 (2003) 也指出一個設計良好的薪酬制度可以保障經理人與所有權人的權益，此為公司治理中的重要監督機制。許多文獻已發現高階經理人薪酬水準會受到某些因素所影響，例如：總經理是否兼任董事長、未來投資機會等 (Core et al. 1999)，但核心代理問題是否會影響到高階經理人的薪酬多寡仍有待驗證。核心代理問題係指大股東之股權高於盈餘分配權所產生之控制股東與小股東間的代理問題。當股份控制權嚴重偏離現金流量請求權時，代表大股東所擁有之決策權遠大於其所需承擔的經營風險。換言之，由於控制股東享有的盈餘分配權較小，縱使公司整體利益受到損害，對於控制股東的影響卻不大；但控制股東侵占行為所獲取

之利益，可排除小股東而獨自享有，因此，公司整體利益已被移轉到控制股東（張瑞當、方俊儒與曾玉琦 2007）。台灣家族企業投票權與現金流量權的偏離程度較非家族企業為高（林嬋娟與張哲嘉 2009），Pedersen and Thomsen (1997)亦指出不同的控制股東類型，可能會有不同的效果。過去也有許多學者（李永全與馬黛 2006；湯麗芬 2010；王元章與張椿柏 2011；郭翠菱與王志洋 2017）發現家族控制之不利影響。林穎芬、洪晨桓與陳羽甄 (2011)則指出董事會與經理人之間的關係涉及的代理問題，可由家族及非家族的型態來切入。

台灣上市櫃公司有很大比例的控制股東屬於家族控制型態，家族成員常涉入企業的經營，從而擔任重要經理人職位（郭翠菱與王志洋 2017），不僅於此，董事會亦受控制家族所掌控(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny 2000)，故形同球員兼裁判般，一手制定有利於己的獎酬計畫，另一手領取高薪（汪進揚與李芷綾 2017）。Hermalin and Weisbach (1998)指出經理人會藉由迎合董事會的要求，來換取高額的薪酬。黃振豐等 (2016)表示控制權與盈餘分配權偏離程度愈大時，控制股東會與高階經理團隊站在同一陣線，偏向給予自己所指派經理人較為優沃的薪酬，掠奪小股東利益。戴怡蕙 (2017)實證發現控制股東股份控制權與盈餘分配權偏離程度愈大時，績效表現愈差的公司，經理人反而可獲取高額薪資。郭翠菱與王志洋 (2017)亦指出家族企業控制權與現金流量權偏離程度愈大，將產生家族控制股東侵佔小股東財富的現象，造成績效不佳。

相對於上述掠奪的觀點，另有少數學者秉持著誘因的觀點認為控制股東可獲得利益會隨著公司價值增加而提升，故其會考量公司最終價值，作為決策依據(Shleifer and Vishny 1986)。當控制股東持股比例大到某一程度時，所需承擔的損失風險亦將擴大，使控制股東利益與公司利益趨於一致，而有誘因進行極大化公司價值之決策。Anderson and Reeb (2003)亦指出家族控制股東基於保有良好家族聲譽並維持控制權，因此更致力於事業的長遠經營。Villalonga and Amit (2006)顯示家族成員擔任公司重要職位時，家族持股比例愈高則可增進企業價值。

戴怡蕙與曾智揚 (2019)指出 TEJ 根據控制型態將企業所作的分類中，非單一家族主導型態企業較無法執行掠奪行為。進一步而言，共治型態企業之控制股東係由兩個以上團體所組成，其中一個控制團體若欲實現掠奪行為時，必須經過其他控制團體之同意；專業經理人治理型態之最終決策單位為一群專業經理人，亦須這一群專業經理人同意才能達到掠奪目的；控制股東為政府單位之公股主導型態企業，在種種相關法規的限制下，難以進行掠奪行為⁴。據此，本研究依控制股東類別的不同分別就單一家族主導企業及非單一家族主導企業來討論。

⁴ 郭翠菱與王志洋 (2017)將共治型態企業分類為非家族企業群組。

就掠奪的觀點而言，相對於非單一家族主導企業，單一家族主導企業導因於所有權與管理權分離體制所造成之權益代理問題並不嚴重（王曉雯、陳欣妤與吳佩珊 2013；McConaughy, Walker, Henderson, and Mishra 1998），反而常存有控制股東與非控制股東間之核心代理問題（陳俞如與謝存瑞 2015；Claessens et al. 2000；Yeh, Lee, and Woitke 2001），此將使單一家族主導企業之控制股東更有可能及機會透過利益輸送和掏空公司資產方式，剝奪小股東利益（郭翠菱與王志洋 2017）。亦即，與非單一家族主導企業相較，由於單一家族主導企業核心代理問題更為嚴重，控制股東循私自利的動機愈強烈；在單一家族控制股東高控制權情況下，其更易於藉由所擁有的控制權支付給高階經理人高額的薪酬，兩者共同合作侵占小股東利益。因此，根據此一觀點，核心代理問題與高階經理人薪酬的正向關係在單一家族主導企業會比非單一家族主導企業更為明顯。相反地，就誘因的觀點而言，控制股東為了將來能移轉公司更多盈餘於自身財富上，係以全體股東利益為出發點，會視公司營運績效給予高階經理人適切的薪酬，而不會運用其掌握的控制權來左右高階經理人的薪酬。因此，根據誘因觀點，不論是單一家族主導企業抑或非單一家族主導企業，核心代理問題均不會影響到給予高階經理人薪酬的多寡，故在單一家族主導及非單一家族主導企業間，核心代理問題對於高階經理人薪酬的影響並無顯著差異。本研究以多數學者掠奪觀點之實證結論為基礎，建立假說如下：

H1：若符合掠奪的觀點，核心代理問題對於高階經理團隊薪酬的正向影響，在公司屬於單一家族主導者會比非單一家族主導者更明顯。

企業生命週期已成為管理控制制度（包括薪酬管理）重要的權變變數（劉俊儒等 2017），權變理論強調管理控制制度應與權變變數配適（王文英與李佳玲 2013；Chenhall 2003）。企業在每一成長過程階段所面臨的內外環境變化，除了會衍生出不同的經營策略、組織結構問題之外（劉若蘭、許永聲與劉力維 2014；Jawahar and McLaughlin 2001），亦會對應不同的財務特徵（Liu 2008）。林淑惠與胡星陽（2003）發現成長機會高的公司有較高的酬勞連結程度。劉俊儒等（2017）亦指出不同生命週期階段下，各種績效指標的誘因效果會不同，連帶影響高階經理人薪酬的多寡。不同生命週期下，企業階段性發展目標會受到當時所面對的風險所影響，所以經營決策也須因應生命週期的演進而做適當的修正（張文武與賴靜美 2017），例如薪酬制度及人事管理。

陳欣妤與邱耿中（2017）基於生命週期觀點，以競爭程度高低檢視生命週期階段是否為影響相對績效評估（relative performance evaluation，簡稱RPE）的因素之一，實證結果發現企業於成長期或衰退期時，高階經理人現金紅利採用相對績效評估的情況並不明顯，但於成熟期時，高階經理人薪酬設計會採用相對績效評估。Anthony and Ramesh（1992）研究發現當企業處於成

長期時，高階經理人現金紅利並未採用相對績效評估，當企業進入到成熟期，由於競爭較為激烈使得高階經理人現金紅利傾向採用相對績效評估，但當企業處於衰退期時，又傾向不採用相對績效評估。張育琳、傅鍾仁與劉俊儒 (2011)發現相對於成熟期與衰退期公司，成長期公司高階經理人薪酬對於非財務績效指標與公司價值間的正向影響更為強烈。

企業在不同的生命週期階段，即使面對同一利害關係人，也會採取不同的行動(Jawahar and McLaughlin 2001)。故本研究認為控制股東是否會運用其所擁有的控制權，來影響高階經理團隊的薪酬，可能會隨著該企業所處生命週期階段的演進而有所不同。劉若蘭等 (2014)、張文武與賴靜美 (2017)與Lynall, Golden, and Hillman (2003)均指出與成熟期、衰退期相較，企業處於生命週期成長期時，經營重點在於擬定適切的策略方向並提升競爭力，代理問題程度並不高；隨著企業邁入成熟期與衰退期，組織型態愈趨於複雜，管理階層擁有較多的裁量權，大股東與小股東之間的利益衝突愈形嚴重，代理問題亦愈加明顯。爰此，在以家族成員為主體之企業中，從掠奪的觀點來看，處於成熟期及衰退期的企業，控制股東運用控制權力來影響高階經理人薪酬的決定會比成長期明顯。然而，另從誘因的角度來看，控制股東的控制力愈高時，愈會以企業最終利益為決策考量，故相較於處於成長期的單一家族主導企業，處於成熟期及衰退期的單一家族主導企業以本身控制力使高階經理人獲得高額薪資情形會不明顯。由於上述這二個觀點會產生不同的論述，且過去文獻大多支持掠奪的觀點，故本研究在單一家族主導企業核心代理問題對於高階經理團隊薪酬的正向影響更為明顯之假說(假說 H1)成立下，建立假說如下：

H2a： 針對單一家族主導企業而言，若符合掠奪的觀點，核心代理問題正向影響高階經理團隊薪酬的情形，在成熟期較成長期明顯。

H2b： 針對單一家族主導企業而言，若符合掠奪的觀點，核心代理問題正向影響高階經理團隊薪酬的情形，在衰退期較成長期明顯。

成熟期階段企業經營趨於穩定且風險及不確定性低，而衰退期階段營收及獲利下滑，企業能否成功轉型的變數大(張文武與賴靜美 2017)。從掠奪的觀點來看，當單一家族主導企業處於衰退期時，控制股東循私自利而犧牲小股東利益的可能性會較成熟期單一家族主導企業高，故衰退期較成熟期控制股東更有可能藉由所擁有之控制力來影響高階經理團隊薪酬。但從誘因的角度來看，即使單一家族主導公司處於衰退期，控制股東仍會努力經營公司、力求找尋企業下個利基，故衰退期較成熟期控制股東愈是不太可能會以控制力來影響高階經理人的薪酬。因為這二種觀點會產生不同的論述，基於過去文獻大多支持掠奪的觀點，故本研究建立假說如下：

H2c：針對單一家族主導企業而言，若符合掠奪的觀點，核心代理問題正向影響高階經理團隊薪酬的情形，在衰退期較成熟期明顯。

參、研究方法

一、資料來源與樣本選取

本研究以 2009 年至 2015 年台灣上市櫃公司為研究對象，此乃考量到我國自 2008 年起將員工分紅的會計處理原則變更為費用化，將會使高股價高配股比率的公司受到一定程度的衝擊，若皆考量費用化前後之資料，恐有研究基礎不一致情況，故研究期間起始年度為 2009 年。資料來源如下，薪酬資料選自台灣經濟新報社資料庫的「TEJ Company DB 董監酬勞」資料庫；公司基本資料來自「Company DB 基本資料」；公司財務資料來源為「Finance」資料庫；股權結構資料來自「TEJ 公司治理 TCGI 股權結構（控制持股與董監結構）」資料庫。

原始樣本為 10,864 筆（已排除行業性質特殊之金融保險業），刪去公司年數不足一年者 37 筆，並排除資料缺漏不全或高階經理團隊薪酬為零⁵之樣本共 2,160 筆，最後，樣本數為 8,667 筆。本文藉由台灣經濟新報社資料庫之產業分類方式，將樣本依產業予以分類，樣本之產業分布狀況彙總於表 1，從表中可發現電子業占總樣本數 52.99%，為數最高，其次為化學生技醫療及建材營造，分別占總樣本數 7.41%及 6.72%。

表 1 樣本公司產業分布

產業	產業代碼	樣本數	占全體樣本百分比(%)
水泥工業	11	73	0.84
食品工業	12	154	1.78
塑膠工業	13	226	2.61
紡織工業	14	401	4.63
電機機械	15	546	6.30
電器電纜	16	63	0.73
化學生技醫療	17	642	7.41
玻璃陶瓷	18	37	0.43
造紙工業	19	49	0.57
鋼鐵工業	20	342	3.95
橡膠工業	21	77	0.89
汽車工業	22	68	0.78
電子工業	23	4,593	52.99
建材營造	25	582	6.72
航運	26	166	1.92
觀光	27	138	1.59
貿易百貨	29	152	1.75
綜合與其他	98、99	358	4.13
合計		8,667	100.00

⁵ 本研究有相當數量高階經理人薪酬為零之樣本而可能會影響實證結果，故參考林穎芬、黃麗津與陳思源 (2012)、黃振豐等 (2016)的作法，將高階經理人薪酬為零之樣本排除之。

二、變數定義與衡量

(一) 生命週期

本文企業生命週期之劃分主要來自 Anthony and Ramesh (1992) 使用股利支付率、銷貨成長率、資本支出率及公司成立年數四項判別因子作為劃分依據。但我國股利支付模式與國外公司有所不同，許多企業即便擁有大量盈餘也不一定發放現金股利給股東，使得現金股利發放率非常低甚至有些為零（劉政淮、許永聲與金凱雯 2013）。據此，本研究參考金成隆、林修葳與邱偉恒 (2005) 的作法，以研發費用率取代股利支付率。再者，因許多學者（例如，劉政淮等 2013）認為上市櫃公司已距離創立期有一定時間，宜將生命週期中的創始期排除，故本研究僅包含成長期、成熟期、衰退期三個生命週期。茲將判別因子說明如下：

1. 銷貨成長率($SG_{i,t}$) = (本期銷貨收入淨額 - 前期銷貨收入淨額) / 前期銷貨收入淨額 × 100
2. 資本支出率($CEV_{i,t}$) = 本期現金流量表中的資本支出 / 本期銷貨收入淨額 × 100
3. 研發費用率($RD_{i,t}$) = 本期研發費用 / 本期銷貨收入淨額 × 100
4. 公司成立年數($YEAR_{i,t}$) = 公司成立年度至樣本觀察值所屬年度間的年數

本研究利用上述各項單一指標，將樣本公司由大到小進行排序，以銷貨成長率、資本支出率及研發費用率為劃分因子者，區分為高、中、低三組，分別獲得 0、1 及 2 分；以公司成立年數為劃分因子者，區分為年輕、成熟及年老三組，分別獲得 0、1 及 2 分（如表 2）。接著，將每一樣本公司所得的四個分數予以合計，建立出一個綜合指標⁶，當綜合指標分數介於 0-2 時，歸類為成長期，介於 3-5 時，歸類為成熟期，介於 6-8 時，則歸類為衰退期。

表 2 生命週期各階段評分表

	銷貨成長率 ($SG_{i,t}$)	資本支出率 ($CEV_{i,t}$)	研發費用率 ($RD_{i,t}$)	公司成立年數 ($YEAR_{i,t}$)
0 分	高成長率	高支出率	高密度	年輕
1 分	中成長率	中支出率	中密度	成熟
2 分	低成長率	低支出率	低密度	年老

本研究係以公司 - 年(firm-year)資料將樣本劃分成不同生命週期階段，故同一家公司在不同年度可能會被歸類到不同階段。經由進一步分析，由表 3 可發現，本研究樣本中，所屬階段與前期相同者有 68.82%，在相鄰階段間（由成長期轉變成成熟期，或由成熟期轉變成衰退期）變動者有 16.31%，因

⁶ 係參照邱垂昌與洪福讚 (2008)、曹壽民、連威豪與劉奕孜 (2010)，透過這樣的綜合指標可以降低單一指標分類生命週期的錯誤。

此本文生命週期階段的劃分不至於有重大偏誤⁷。

表 3 生命週期階段變動分析

	樣本數	比例(100%)
相同	5,014	68.82
成長期→成熟期	589	8.08
成熟期→衰退期	600	8.23
成長期→衰退期	3	0.04
成熟期→成長期	510	7.00
衰退期→成長期	7	0.10
衰退期→成熟期	563	7.73
合計	7,286	100.00

註：由於檢測各企業在生命週期階段的變動需要有前後期資料，故觀察值會少一期。

(二) 高階經理團隊薪酬

本文將高階經理團隊定義為「總經理與副總經理」。Leone et al. (2006)指出高階經理人薪酬由現金薪酬（包括薪資、獎金及紅利）及股票基礎的補償（包括限制型股票及股票選擇權）二者所組成。惟限制型股票或股票選擇權這兩種補償性薪酬不能立即變現，係屬於長期性誘因機制，故參考國內外學者的作法，未將限制型股票及股票選擇權納入計算。另外，慮及員工分紅制度為我國特有，尤以國內電子業更是偏好發放股票給員工作為員工紅利，而成為我國經理人薪酬中重要的部分（陳如慧 2005；黃振豐等 2016），故納入薪酬的計算中⁸。總而言之，本研究所指的薪酬為薪資、退職金、獎金及特支費、現金股利及股票股利合計數。其中，股票股利參酌林淑惠與胡星陽(2003)、陳玉麟(2012)的作法來設算及調整股票紅利的價值⁹。由於我國 2005 年之後高階經理人薪酬係採彙總揭露，高階經理人薪酬會受到領薪人數所影響，故本研究以薪資總額（新臺幣千元）除以總人數得出每人平均薪酬後，取自然對數值衡量之¹⁰。

⁷ Dickinson (2011)指出企業生命週期階段並非僅為單純的線性關係，而是可循環且可跳躍的，此乃導因於每一企業行進速度係不同調，或者有些企業在某年度會進行產業升級或組織再造所致。

⁸ 員工分紅制度下，員工所獲取之股票，可立即出售獲得現金，並無轉讓的限制，故與限制型股票及股票選擇權的性質不同。此外，股票股利為高階經理人薪酬中重要的成份，若未納入薪酬總額計算恐造成嚴重低估（陳如慧 2005）。

⁹ 作者感謝匿名審查委員建議以市場價值方式衡量股票紅利。本文針對各年度有發放股票股利之樣本，若除權日所屬月份高階經理人持股增量大於其所獲配股票股利數時，超過部分視為股票紅利股數，接著再乘以股東會當日股票收盤價，即為股票紅利之市值。

¹⁰ 作者感謝匿名審查委員之意見。本文研究期間涵蓋 2009 年~2015 年，為控制通貨膨脹對於實證結果可能的影響，參照 Engel, Hayes and Wang (2010)的方式，以 2009 年作為基期，將高階經理人平均薪酬平減 GDP 指數後再取自然對數值。

(三) 核心代理問題

La Porta et al. (1999)以股權偏離作為代理變數,認為在間接持股的情況下,控制股東雖擁有金字塔頂端的控制權,卻不一定擁有其他子公司的控制權,然而卻依然能夠擁有現金流的請求權,其中現金流的請求權是一種掌控公司的體現,因此學者認為股份盈餘的偏離將會造成金字塔頂端的大股東與其他小股東之間的核心代理問題。惟國內學者林宛瑩與許崇源 (2008)指出,使用席次偏離來衡量核心代理問題較合乎目前我國狀況,因為我國企業主要決策都需經過董事會而非個別股東,因此若在董事會取得較多的席次,對公司便有更大的影響力。葉銀華 (2004)亦證實我國席次控制權與盈餘分配權偏差值較高的公司,核心代理問題影響程度較高也更嚴重。

因上述兩種衡量方式在我國皆有學者採用(林宛瑩與許崇源 2008;許崇源與陳昭蓉 2008),故本文將這兩種衡量方式皆作為核心代理問題的代理變數來進行探討:

1. 席次偏離差($Bed_{i,t}$): 席次控制權減現金流量請求權。席次控制權為最終控制者所控制席次除以全部董事;現金流量請求權為最終控制者的直接現金流量請求權與各控制鏈之間持股率乘積。
2. 股權偏離差($Sed_{i,t}$): 股份控制權減現金流量請求權。股份控制權為最終控制者的直接與間接持股率;現金流量請求權為最終控制者的直接現金流量請求權與各控制鏈之間持股率乘積。

(四) 單一家族主導

過去文獻對於家族控制的定義均有所差異,本文採用 TEJ 對於家族控制型態的分類來定義。TEJ 主要根據年報公告的親屬關係來判斷,並將控制型態分為單一家族主導、專業經理人治理、公股主導與共治型態四類。其中,單一家族主導型態基本條件為家族裡至少有兩人以上出任集團旗下公司的董事長或監察人或達到公司說明書及年報揭露標準之經理人(經理人以上)。易言之,係指公司之最終控制者由具有相同利益及目標之一群人(自然人)組成,該一群人彼此間具有「親屬關係」,故也較符合本文所欲討論的議題。本研究參酌陳俞如與謝存瑞 (2015)、郭翠菱與王志洋 (2017)、戴怡蕙 (2017)的作法,依此定義將樣本分類為二群子樣本:由單一家族主導企業及非由單一家族主導企業。

(五) 控制變數

1. 企業規模($Size_{i,t}$)

企業規模愈大,經營複雜程度也愈高,也愈需要能力更好的經理人來管理,因此須提供優渥的薪酬條件給經理人(Rosen 1992)。參照過去文獻,本文使用總資產(新臺幣千元)取自然對數值作為企業規模的代理變數,預期企

業規模與高階經理人薪酬呈正向關係。

2. 股價淨值比($Pbr_{i,t}$)

公司未來成長機會愈高，風險也會隨之提高，公司為了吸引高階經理人制定有益於公司的決策並留住高品質的專業人才，常需付出高額的薪資(Smith and Watts 1992)。然而，相對地，當公司未來前景並不是很樂觀時，也會愈需要利用高薪聘請到優質的經理人，藉以突破當前之經營困境(林佳慶與董珮珊 2017)。Leone et al. (2006)研究亦指出高階經理人所得之薪酬可能會受到公司特性而有正向或負向影響，故本文於模型中加入股價淨值比(當年度收盤價除以每股淨值)加以控制，但不做方向預測。

3. 股票報酬率($Ret_{i,t}$)

公司在股票市場上的績效表現愈好，經理人可獲得的薪酬水準也會愈高(Sloan 1993)。故本研究於模型中加入股票報酬率作為控制變數，衡量方式為當期累積股票經除權除息的月報酬，預期股票報酬率與高階經理人薪酬呈正向關係。

4. 槓桿比率($Lev_{i,t}$)

企業舉債程度愈高，因支應本息的償還，使得公司現金流量較低，再加上受到負債契約種種的限制(Jensen 1986)，將降低企業支付高階經理人高額薪酬的能力與可能性。洪玉舜與王泰昌(2005)亦發現槓桿比率與薪酬績效敏感度為負相關。因此本文將槓桿比率(總負債除以總資產)作為控制變數之一，預期槓桿比率與高階經理人薪酬呈負向關係。

5. 資產報酬率($Roai,t$)

企業在會計上的績效表現愈佳，高階經理人的薪酬也會愈高(Murphy 2000)。故本研究加入資產報酬率(淨利除以總資產)此一變數於模型中，藉以控制其對高階經理人薪酬的影響，預期資產報酬率與高階經理人薪酬呈正向關係。

6. 研發費用率($Rd_{i,t}$)

研發費用率可作為企業未來成長機會的代理變數(Bradley, Jarrell, and Kim 1984)，研發費用率愈高，通常表示企業潛在投資機會愈大(王元章與張椿柏 2011)。此外，陳明園與張家萍(2006)認為研發費用可以反應出公司給予高階經理人的職權大小，而高階經理人職權愈大，由於其所需承擔之責任與風險也愈大，相對地也會有較高的薪酬。因此，本研究加入研發費用率(研發費用除以銷貨收入淨額)加以控制，預期研發費用率與高階經理人薪酬呈正向關係。

7. 總經理兼任董事長($Dual_{i,t}$)

總經理兼任董事長時, 可利用其職務權力影響經理人薪酬合約的設定, 因此薪酬水準會較高(陳欣妤與邱耿中 2017; Albuquerque 2009)。但另一方面, 總經理與董事長並非同一人時, 將提高董事長與總經理間資訊傳遞所衍生之溝通成本(王元章與張椿柏 2011), 提高高階經理人工作執行的難度, 而需要給予高階經理人較高的薪酬。故本文於模型中納入總經理兼任董事長此一虛擬變數作為控制, 當總經理與董事長為同一人時設為 1, 否則設為 0, 但不預期總經理兼任董事長與高階經理人薪酬的方向關係。

8. 企業風險($Risk_{i,t}$)

企業風險可顯示出公司所處的資訊環境及營運環境, 亦為決定高階經理人薪酬多寡的潛在因素(陳欣妤與邱耿中 2017; Core et al. 1999)。當企業經營風險愈高時, 責任愈重, 也愈需要給予高階經理人高額之薪酬(Banker and Datar 1989)。惟蔡柳卿、楊朝旭與許慧雯(2012)實證卻發現薪酬水準隨著公司風險的增加而減少。由於高階經理人薪酬有可能會隨著公司風險增加而增加, 也有可能隨著公司風險增加而減少(蔡柳卿等 2012; 陳欣妤與邱耿中 2017), 故本研究不預期企業風險與高階經理人薪酬的方向關係。參酌過去文獻, 本文以股票報酬標準差¹¹作為企業風險的代理變數。

9. 董事會規模($Bsize_{i,t}$)

當董事會規模愈大, 協調成本愈大且搭便車的問題愈嚴重, 董事反而愈無意願做事與承擔責任, 造成監督經理人的功能無法發揮(Bennedsen, Kongsted, and Nielsen 2008), 讓高階經理人有機可乘。過去許多研究(Core et al. 1999; Ozkan 2011)均發現董事會規模愈大, 高階經理人之薪酬會愈高。然而, 另有學者指出董事會規模愈大, 愈得以集結更多專業人士, 進而強化董事會的監督能力(Bushman, Chen, Engel, and Smith 2004)。因此, 本文將董事會規模納入控制變數, 衡量方式為董事席次, 但不預期董事會規模與高階經理人薪酬的方向關係。

10. 高階經理人持股比率($Mhold_{i,t}$)

高階經理人的持股比率愈高, 對於董事會的影響力愈大, 也愈有可能藉此權力決定薪酬合約的內容, 以增加己身之薪酬(Hermalin and Wallace 2001)。然而, 另有研究指出, 當管理者持股比率愈高, 管理者與股東的利益目標愈趨於一致, 而較不需要運用薪酬的設計來降低代理問題(Jiraporn, Kim, and Davidson 2005)。因此, 本文將高階經理人持股比率作為控制變數, 衡量方式為高階經理人持股數除以流通在外股數, 但不預測高階經理人持股比率與高階經理人薪酬的方向關係。

¹¹ 戴怡蕙(2017)指出股票報酬標準差涵蓋市場整體風險、產業風險及個別公司風險。

11. 年度虛擬變數(Year)

本研究樣本期間為 2009 至 2015 年，為了控制不同年度的總體經濟、經營環境等層面產生的效果，本文於模型中設立 6 個年度虛擬變數加以控制。

三、實證模型

本研究資料型態同時包括時間序列與橫斷面之非平衡之追蹤資料(unbalanced panel data)，且高階經理人薪酬可能會受到某些企業無法觀察但會隨著時間變動(time-variant)的特性所影響。因此，本文運用 F -test、Largrange Multitplier (LM-test)與 Hausman test 決定應採用何種模型。首先依據 F -test 及 Largrange Multitplier (LM-test)之檢定結果，判別固定效果模型(fixed effects model)或隨機效果模型(random effects model)是否優於普通最小平方法，接著再以 Hausman test 決定資料係屬於固定效果模型抑或隨機效果模型。

針對假說 H1，本研究將核心代理問題的代理變數區分為席次偏離差及股權偏離差，分別建立下列模型(1)及(2)來進行驗證¹²。為檢視核心代理問題對於高階經理人薪酬的影響，在單一家族主導企業及非單一家族主導企業是否會有所差異，本文將樣本分為二群來進行檢測。

$$\begin{aligned} \ln(\text{COMP}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Bed}_{i,t} + \beta_2 \text{Lifecycle}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Pbr}_{i,t} + \beta_5 \text{Ret}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{Roa}_{i,t} + \beta_8 \text{Rd}_{i,t} + \beta_9 \text{Dual}_{i,t} + \beta_{10} \text{Risk}_{i,t} + \beta_{11} \text{Bsize}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{Mhold}_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \ln(\text{COMP}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sed}_{i,t} + \beta_2 \text{Lifecycle}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Pbr}_{i,t} + \beta_5 \text{Ret}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{Roa}_{i,t} + \beta_8 \text{Rd}_{i,t} + \beta_9 \text{Dual}_{i,t} + \beta_{10} \text{Risk}_{i,t} + \beta_{11} \text{Bsize}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{Mhold}_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (2)$$

其中，

- $\ln(\text{COMP}_{i,t})$ = 高階經理人平均薪酬（新臺幣千元）取自然對數值。
- $\text{Bed}_{i,t}$ = 席次偏離差，席次控制權減現金流量請求權。
- $\text{Sed}_{i,t}$ = 股權偏離差，股份控制權減現金流量請求權。
- $\text{Lifecycle}_{i,t}$ = 生命週期評分，生命週期四種指標評分加總。
- $\text{Size}_{i,t}$ = 企業規模，總資產（新臺幣千元）取自然對數值。
- $\text{Pbr}_{i,t}$ = 股價淨值比，當年度收盤價除以每股淨值。
- $\text{Ret}_{i,t}$ = 股票報酬率，當期累積股票經除權除息之月報酬。
- $\text{Lev}_{i,t}$ = 槓桿比率，總負債除以總資產。
- $\text{Roa}_{i,t}$ = 資產報酬率，淨利除以總資產。

¹² 為避免極端值對實證結果產生影響，依據 Lien and Balakrishnan (2005)的處理方式，本研究將連續變數其數值小於 1%及超過 99%百分位值之觀察值予以 winsorized。

$Rd_{i,t}$	=	研發費用率，研發費用除以營業收入淨額。
$Dual_{i,t}$	=	總經理兼任董事長虛擬變數，當總經理與董事長同一人時設為 1，否則設為 0。
$Risk_{i,t}$	=	企業風險，前 12 個月的股票月報酬標準差。
$Bsize_{i,t}$	=	董事會規模，董事會席次。
$Mhold_{i,t}$	=	高階經理人持股比率，高階經理人持股數除以流通在外股數。
$Year_t$	=	年度虛擬變數， $t=1,2,\dots,6$ 分別代表西元 2009 年、2010 年...2014 年，若為 t 年度則設為 1，否則設為 0 ¹³ 。
$\varepsilon_{i,t}$	=	殘差項。

為了進一步瞭解不同生命週期，高階經理人薪酬與核心代理問題間的關係是否會有所差異，參考過去相關文獻的作法，加入各生命週期兩兩比較虛擬變數(D)，並以核心代理問題與各生命週期兩兩比較虛擬變數之交乘項($Bed_{i,t} \times D$ 、 $Sed_{i,t} \times D$)來檢驗本研究提出之假說 H2¹⁴，實證模型如下：

$$\begin{aligned} \ln(COMP_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 Bed_{i,t} + \beta_2 D + \beta_3 Bed_{i,t} \times D + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Pbr_{i,t} + \beta_6 Ret_{i,t} \\ & + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 Roa_{i,t} + \beta_9 Rd_{i,t} + \beta_{10} Dual_{i,t} + \beta_{11} Risk_{i,t} + \beta_{13} Mhold_{i,t} \\ & + \sum_{t=1}^6 \varphi_t Year_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \ln(COMP_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 Sed_{i,t} + \beta_2 D + \beta_3 Sed_{i,t} \times D + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Pbr_{i,t} + \beta_6 Ret_{i,t} \\ & + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 Roa_{i,t} + \beta_9 Rd_{i,t} + \beta_{10} Dual_{i,t} + \beta_{11} Risk_{i,t} + \beta_{13} Mhold_{i,t} \\ & + \sum_{t=1}^6 \varphi_t Year_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (4)$$

其中，

D = 各生命週期兩兩比較之虛擬變數。當成熟期與成長期比較時，成熟期為 1，成長期為 0。當衰退期與成長期比較時，衰退期為 1，成長期為 0。當衰退期與成熟期比較時，衰退期為 1，成熟期為 0。

其餘變數定義與模型(1)、(2)相同。

¹³ 本研究實證分析模型，不論是採用固定效果模型或隨機效果模型，均已控制公司效果，若於模型中再加入產業別虛擬變數則會產生嚴重的共線性問題，導致統計軟體無法執行，故各模型均不納入產業別虛擬變數，而是根據匿名審查委員之寶貴建議，於敏感性分析中再將樣本進一步劃分為電子業及非電子業做深入的檢測。

¹⁴ 延續假說 H1 之掠奪觀點，本研究假說 H2 意欲瞭解單一家族主導企業核心代理問題與高階經理團隊薪酬間正向關聯性，在公司處於成熟期是否會比處於成長期更明顯（假說 H2a）、在公司處於衰退期是否會比處於成長期更明顯（假說 H2b）、在公司處於衰退期是否會比處於成熟期更明顯（假說 H2c），即預期交乘項($Bed_{i,t} \times D$ 、 $Sed_{i,t} \times D$)係數顯著為正。

肆、實證結果

一、敘述性統計

本研究各變數之敘述性統計量列示於表 4。從 Panel A 可知，全部樣本中高階經理人平均薪酬($COMP_{i,t}$)為 3,750.62 (新臺幣千元)，第 1 百分位及第 99 百分位分別為 7.00 (新臺幣千元) 及 70,327.35 (新臺幣千元)，顯示高階經理人平均薪酬水準差異性頗大。高階經理人平均薪酬取自然對數值 ($\ln(COMP_{i,t})$) 平均數為 7.97，標準差為 0.67。核心代理問題變數中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)平均數為 20.96，標準差為 22.98，表示平均而言，席次控制權較現金流量請求權高 20.96%。股權偏離差($Sed_{i,t}$)平均數為 5.84，標準差為 10.01，表示股份控制權平均較現金流量請求權高 5.84%。控制變數方面，公司總資產 (新臺幣千元) 取自然對數值($Size_{i,t}$)平均數為 15.35，標準差為 1.44。股價淨值比($Pbr_{i,t}$)平均數為 1.73，標準差為 1.37。股票報酬率($Ret_{i,t}$)平均數為 5.57%，標準差為 10.58%，顯示樣本公司在股票市場績效表現離散程度相當大。槓桿比率($Lev_{i,t}$)平均值為 40.73%，標準差為 17.73%，顯示舉債程度的差異性亦相當大。資產報酬率($Roa_{i,t}$)平均數為 8.13%，標準差為 8.52%。研發費用率($Rd_{i,t}$)平均數為 3.93%，標準差為 7.54%，表示平均而言，研發支出大約占銷貨收入淨額的 3.93%。總經理兼任董事長($Dual_{i,t}$)平均數為 0.32，顯示約有 32%的樣本公司其總經理與董事長均為同一人。企業風險($Risk_{i,t}$)平均數 10.89，中位數為 9.72，標準差為 5.86。董事會規模($Bsize_{i,t}$)平均數為 6.95，表示平均董事會為 6.95 席¹⁵。高階經理人持股比率($Mhold_{i,t}$)平均數為 4.29%，標準差為 5.46%。

Panel B 可發現單一家族主導樣本的高階經理人平均薪酬($COMP_{i,t}$)、高階經理人平均薪酬取自然對數值($\ln(COMP_{i,t})$)、席次偏離差($Bed_{i,t}$)與股權偏離差($Sed_{i,t}$)均高於非單一家族主導樣本。控制變數部分，單一家族主導企業的股價淨值比($Pbr_{i,t}$)、股票報酬率($Ret_{i,t}$)、資產報酬率($Roa_{i,t}$)、研發費用率($Rd_{i,t}$)、企業風險($Risk_{i,t}$)及董事會規模($Bsize_{i,t}$)均顯著低於非單一家族主導企業。單一家族主導企業的槓桿比率($Lev_{i,t}$)及高階經理人持股比率($Mhold_{i,t}$)皆顯著高於非單一家族主導企業。

¹⁵ 公司法修正前原第 192 條第一項規定，公司董事會，設置董事不得少於三人，由董事會就有行為能力之人選任之。惟本研究之樣本中倚強股份 (股票代碼 3209) 於 2009 年、華友聯 (股票代碼 1436) 於 2012 年之董事會成員均僅有二人，故敘述性統計之董事會規模($Bsize_{i,t}$)最小值為 2。

表 4 敘述性統計量

Panel A 全部樣本(N=8,667)					
	平均數	標準差	第 1 百分位	中位數	第 99 百分位
$COMP_{i,t}$ (千元)	3750.62	3841.20	7.00	2820.25	70327.35
$\ln(COMP_{i,t})$	7.97	0.67	6.12	7.94	9.84
$Bed_{i,t}$	20.96	22.98	-32.98	20.19	75.56
$Sed_{i,t}$	5.84	10.01	0.00	1.47	48.38
$Size_{i,t}$	15.35	1.44	12.44	15.15	19.86
$Pbr_{i,t}$	1.73	1.37	0.43	1.33	9.17
$Ret_{i,t}(\%)$	5.57	10.58	-15.05	3.48	49.62
$Lev_{i,t}(\%)$	40.73	17.73	5.29	40.75	85.11
$Roa_{i,t}(\%)$	8.13	8.52	-17.49	7.66	32.18
$Rd_{i,t}(\%)$	3.93	7.54	0.00	1.40	49.68
$Dual_{i,t}$	0.32	0.47	0.00	0.00	1.00
$Risk_{i,t}$	10.89	5.86	2.52	9.72	33.78
$Bsize_{i,t}$	6.95	2.11	2.00	7.00	27.00
$Mhold_{i,t}(\%)$	4.29	5.46	0.00	2.17	26.54

Panel B 分組檢測						
	單一家族主導樣本 (N=5,447)		非單一家族主導樣本 (N=3,220)		差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t-value	Z-value
$COMP_{i,t}$ (千元)	4308.96	3225.25	3750.62	3841.20	10.47***	13.28***
$\ln(COMP_{i,t})$	8.09	8.08	7.97	0.67	12.92***	13.28***
$Bed_{i,t}$	21.70	20.59	20.96	22.98	2.30**	2.19**
$Sed_{i,t}$	6.48	2.13	5.84	10.01	4.58***	10.12***
$Size_{i,t}$	15.36	15.19	15.34	15.10	0.73	1.13
$Pbr_{i,t}$	1.67	1.29	1.82	1.40	-4.99***	-6.70***
$Ret_{i,t}(\%)$	5.25	3.33	6.10	3.89	-3.60***	-3.75***
$Lev_{i,t}(\%)$	41.47	41.63	39.46	38.91	5.10***	5.34***
$Roa_{i,t}(\%)$	7.89	7.40	8.54	8.32	-3.41***	-4.59***
$Rd_{i,t}(\%)$	3.22	0.99	5.12	2.37	-11.44***	-16.54***
$Dual_{i,t}$	0.31	0.00	0.32	0.00	-0.87	-0.87
$Risk_{i,t}$	10.75	9.60	11.13	9.97	-2.94***	-3.56***
$Bsize_{i,t}$	6.74	7.00	7.29	7.00	-11.91***	-12.24***
$Mhold_{i,t}(\%)$	4.62	2.34	3.73	1.91	7.44***	3.66***

註：1.*、**、***分別表示達到 10%、5%、1%之顯著水準，雙尾檢定。

2.兩群組之平均數差異檢定係採 t 檢定，中位數差異檢定係採無母數 Mann Whitney 等級符號檢定。

3.變數定義： $\ln(COMP_{i,t})$ ：高階經理人平均薪酬（新臺幣千元）取自然對數值； $Bed_{i,t}$ ：席次偏離差，席次控制權減現金流量請求權； $Sed_{i,t}$ ：股權偏離差，股份控制權減現金流量請求權； $Size_{i,t}$ ：企業規模，總資產（新臺幣千元）取自然對數值； $Pbr_{i,t}$ ：股價淨值比，當年度收盤價除以每股淨值； $Ret_{i,t}$ ：股票報酬率，當期累積股票經除權除息之月報酬； $Lev_{i,t}$ ：槓桿比率，總負債除以總資產； $Roa_{i,t}$ ：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利除總資產； $Rd_{i,t}$ ：研發費用率，研發費用除以銷貨收入淨額； $Dual_{i,t}$ ：總經理兼任董事長虛擬變數，若總經理與董事長為同一人為 1，否則為 0； $Risk_{i,t}$ ：企業風險，前 12 個月的股票月報酬標準差； $Bsize_{i,t}$ ：董事會規模，董事會席次； $Mhold_{i,t}$ ：高階經理人持股比率，高階經理人持股數除以流通在外股數。

表 5 為生命週期各個判別因子的敘述性統計量。銷貨成長率($SG_{i,t}$) 平均數為 6.19%，標準差為 41.34%，差異性相當大。資本支出率($CEV_{i,t}$) 平均數為 0.06%，標準差為 0.11%。研發費用率($RD_{i,t}$) 平均數為 3.93%，標準差為

7.54%，差異亦相當大。公司成立年數($YEAR_{i,t}$) 平均數為 28.51 年，標準差為 12.56¹⁶。綜合上述，可發現樣本公司在銷貨成長、研發投入及成立年數上均有相當大的差距。

表 5 生命週期判別因子敘述性統計(N=8,667)

	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
銷貨成長率($SG_{i,t}$)	6.19	41.34	-65.72	0.79	279.82
資本支出率($CEV_{i,t}$)	0.06	0.11	0.00	0.03	0.70
研發費用率($RD_{i,t}$)	3.93	7.54	0.00	1.40	49.68
公司成立年數($YEAR_{i,t}$)	28.51	12.56	1.25	26.58	69.67

註：銷貨成長率($SG_{i,t}$)：(本期銷貨收入淨額-前期銷貨收入淨額)/前期銷貨收入淨額*100；資本支出率($CEV_{i,t}$)：本期現金流量表中的資本支出/本期銷貨收入淨額*100；研發費用率($RD_{i,t}$)：本期研發費用/本期銷貨收入淨額*100；公司成立年數($YEAR_{i,t}$)：公司成立年度至樣本觀察值所屬年度間的年數。

表 6 為利用各項判別因子分類下之個數與平均值。Panel A 係以銷貨成長率作為分類基礎，銷貨成長率呈遞減狀態 (38.0787、1.5606 及 -21.0141)，但資本支出率 (0.0727、0.0593 及 0.0607)、研發費用率 (3.5276、3.1980 及 5.0513) 及公司成立年數 (27.2412、30.3572 及 27.9269) 均呈現起伏狀態。Panel B 係運用資本支出率作為分類基礎，資本支出率呈遞減狀態 (0.1577、0.0295 及 0.0057)，但銷貨成長率 (6.6158、3.2131 及 8.7363)、研發費用率 (3.9909、3.8488 及 3.9395) 及公司成立年數 (28.7915、29.1533 及 27.5806) 均呈現起伏狀態。Panel C 係在研發費用率基礎下進行分類，研發費用率 (10.2478、1.4970 及 0.0540) 與資本支出率 (0.0730、0.0613 及 0.0585) 均呈遞減狀態，但銷貨成長率 (2.9454、5.3389 及 10.2554) 與公司成立年數 (22.3487、29.4541 及 33.6895) 均呈減增狀態。Panel D 係利用公司成立年數進行劃分，公司成立年數 (15.5855、26.8600 及 43.1054) 呈遞增狀態，銷貨成長率 (8.1457、5.195 及 4.8993) 與研發費用率 (6.9733、3.4219 及 1.3778) 均呈遞減狀態，資本支出率 (0.0754、0.0564 及 0.0609) 則呈起伏狀態。Panel E 係利用綜合指標所作之分類，銷貨成長率 (19.7808、5.9284 及 -6.6838)、資本支出率 (0.1206、0.0580 及 0.0240) 與研發費用率 (7.6390、3.3843 及 0.4631) 均為遞減狀態，公司成立年數 (18.5418、28.7950 及 37.7036) 呈遞增狀態。綜合上述可知，以綜合指標進行分類，所得結果較符合各生命週期階段之特徵。

¹⁶ 由於本研究樣本公司中，有少數幾家公司係藉由股份轉換所成立之控股公司，例如永信 (股票代碼 3705)、神達 (股票代碼 3706)，或是由集團分割出來的子公司，例如燦星網 (股票代碼 4930)，故公司成立年數($Year_{i,t}$)最小值不足二年。

表 6 生命週期判別因子分類下之平均值

	N	銷貨成長率 ($SG_{i,t}$)	資本支出率 ($CEV_{i,t}$)	研發費用率 ($RD_{i,t}$)	公司成立年數 ($YEAR_{i,t}$)
Panel A 以銷貨成長率分群					
成長期	2,887	38.0787	0.0727	3.5276	27.2412
成熟期	2,887	1.5606	0.0593	3.1980	30.3572
衰退期	2,893	-21.0141	0.0607	5.0513	27.9269
Panel B 以資本支出率分群					
成長期	2,887	6.6158	0.1577	3.9909	28.7915
成熟期	2,888	3.2131	0.0295	3.8488	29.1533
衰退期	2,892	8.7363	0.0057	3.9395	27.5806
Panel C 以研發費用率分群					
成長期	2,885	2.9454	0.0730	10.2478	22.3487
成熟期	2,878	5.3389	0.0613	1.4970	29.4541
衰退期	2,904	10.2554	0.0585	0.0540	33.6895
Panel D 以公司成立年數分群					
成長期	2,893	8.1457	0.0754	6.9733	15.5855
成熟期	2,887	5.5195	0.0564	3.4219	26.8600
衰退期	2,887	4.8993	0.0609	1.3778	43.1054
Panel E 以綜合指標分群					
成長期	1,896	19.7808	0.1206	7.6390	18.5418
成熟期	4,868	5.9284	0.0580	3.8343	28.7950
衰退期	1,903	-6.6838	0.0240	0.4631	37.7036

註：變數定義請參見表 5。

二、相關分析

表 7 為各變數間的 Pearson 相關係數表。透過表中可發現高階經理人平均薪酬取自然對數值($\ln(COMP_{i,t})$)均與席次偏離差($Bed_{i,t}$)及股權偏離差($Sed_{i,t}$)呈顯著正相關。另外，高階經理人平均薪酬取自然對數值($\ln(COMP_{i,t})$)與企業規模($Size_{i,t}$)、股價淨值比($Pbr_{i,t}$)、資產報酬率($Roa_{i,t}$)、研發費用率($Rd_{i,t}$)、董事會規模($Bsize_{i,t}$)呈顯著正相關。高階經理人平均薪酬取自然對數值($\ln(COMP_{i,t})$)與股票報酬率($Ret_{i,t}$)、企業風險($Risk_{i,t}$)及高階經理人持股比率($Mhold_{i,t}$)呈顯著負相關。此外，各個變數之間的相關係數絕對值，最高者為股價淨值比($Pbr_{i,t}$)與資產報酬率($Roa_{i,t}$)達 0.351，故後續迴歸分析中，本研究採用變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor，簡稱 VIF) 檢測是否存有共線性(collinearity)問題¹⁷。

¹⁷ 結果顯示各模型自變數之 VIF 值均未超過 10，故自變數間的共線性問題並不嚴重(Kennedy 1992)。

表 7 Pearson 相關係數表(N=8,667)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.
1. $\ln(\text{COMP}_{i,t})$	1.000												
2. $\text{Bed}_{i,t}$	0.161***	1.000											
3. $\text{Sed}_{i,t}$	0.065***	-0.135***	1.000										
4. $\text{Size}_{i,t}$	0.493***	0.316***	0.104***	1.000									
5. $\text{Pbr}_{i,t}$	0.146***	-0.132***	0.046***	-0.075***	1.000								
6. $\text{Ret}_{i,t}$	-0.068***	0.023**	0.028***	-0.057***	0.062***	1.000							
7. $\text{Lev}_{i,t}$	-0.008	0.054***	0.008	0.330***	-0.019*	-0.015	1.000						
8. $\text{Roai}_{i,t}$	0.401***	-0.058***	0.037***	0.204***	0.351***	-0.081***	-0.182***	1.000					
9. $\text{Rd}_{i,t}$	0.025**	-0.040***	0.019*	-0.225***	0.174***	0.056***	-0.317***	-0.198***	1.000				
10. $\text{Dual}_{i,t}$	-0.006	-0.015	-0.012	-0.027**	-0.007	0.013	-0.016	-0.007	0.022**	1.000			
11. $\text{Risk}_{i,t}$	-0.201***	-0.046***	0.019*	-0.260***	0.256***	0.293***	0.062**	-0.160***	0.157***	0.023**	1.000		
12. $\text{Bsize}_{i,t}$	0.210***	0.087***	0.151***	0.340***	0.040***	-0.045***	0.001	0.081***	-0.031***	-0.011	-0.139***	1.000	
13. $\text{Mhold}_{i,t}$	-0.060***	-0.232***	-0.161***	-0.233***	0.017	0.002	-0.085***	0.032**	0.086***	0.002	0.015	-0.177***	1.000

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準，雙尾檢定。

2. 變數定義：請參見表 4。

三、實證結果分析

(一) 核心代理問題對高階經理團隊薪酬之影響

本研究利用模型(1)及(2)檢測核心代理問題與高階經理團隊薪酬之關聯性，模型(1)以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數，模型(2)則以股權偏離差作為核心代理變數，表 8 Panel A 及 Panel B 分別列示模型(1)及(2)之實證結果。為瞭解核心代理問題與高階經理團隊薪酬的關聯性中，單一家族主導企業與非單一家族主導企業¹⁸是否有所不同，各表均將樣本再進一步劃分為二個子樣本來加以驗證。

誠如前述，本研究需判定最適之實證分析模型，如表 8 所示，利用 F -test 及 LM -test 可發現固定效果模型及隨機效果模型二者均較普通最小平方法模型適合；進一步運用 Hausman test 檢定固定效果模型或隨機效果模型之適切性，結果顯示單一家族主導樣本應採用固定效果模型（亦即針對單一家族主導樣本群組，因無法觀察到的因子與解釋變數間具有統計相關性、且不會隨著時間變動而變動，藉由固定效果模型可控制個別公司之差異）、非單一家族主導樣本應採用隨機效果模型做為檢驗實證結果之方法（亦即針對非單一家族主導樣本群組，其無法觀察到的因子與解釋變數間具統計獨立性，透過隨機效果模型可考量個別公司之隨機效果）¹⁹。

¹⁸ 參考過去文獻（郭翠菱與王志洋 2017；戴怡蕙與曾智揚 2019）的作法及觀點，本研究非單一家族主導企業群組中包含 1,046 筆共治型態之樣本（佔總樣本 12.07%）。為增加實證結果之穩健性，本文另將共治型態樣本自非單一家族主導企業群組排除後，重新執行分析，測試結論與表 8 一致。

¹⁹ Mundlak (1978) 指出當隨機效果模型的截距項與解釋變數間具有相關性時，為避免產生偏誤情況，應使用固定效果模型；相對地，當隨機效果模型的截距項與解釋變數間無關時，則應使用隨機效果模型。基於此，為避免誤用統計方法而產生錯誤的結論，本研究縱觀過去文獻並參考多數學者（如郭翠菱與王志洋 2017）的作法，運用 F -test、 LM -test 及 Hausman test 決定出適合的模型來進行假說之驗證，如此一來應可減輕模型有誤設之疑慮。

表 8 Panel A 可發現在單一家族主導樣本中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)係數顯著為正($\beta_1=0.0023$, $t=3.01$)，但在非單一家族主導樣本中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)係數未達顯著水準($\beta_1=0.0004$, $t=0.48$)。運用 Chow test 檢測單一家族主導樣本及非單一家族主導樣本二樣本群間，在模型(1)迴歸係數 β_1 是否存有差異，結果顯示 F 統計量為 3.52 達顯著水準($p<0.05$)，表示當席次控制權偏離現金流量請求權的程度愈嚴重時，相較於非單一家族主導企業，單一家族主導企業之高階經理人薪酬明顯較高。控制變數方面，所有欄位公司規模($Size_{i,t}$)係數均顯著為正，與預期相符，表示隨著公司規模愈大，營運的複雜度隨之升高，愈需要以高額薪酬來聘任高階經理人(Rosen 1992)；資產報酬率($Roa_{i,t}$)係數顯著為正，與以往文獻相符，意謂企業在會計上的績效表現愈佳時，會給予高階經理人愈多的薪酬(Murphy 2000)。在單一家族主導樣本中，槓桿比率($Lev_{i,t}$)、企業風險($Risk_{i,t}$)係數均顯著為負，此一結果與 Jensen (1986)、蔡柳卿等 (2012)的結論一致，顯示企業舉債程度愈高、所面臨的經營環境愈嚴峻時，高階經理人之薪酬水準會愈低。在非單一家族主導樣本中，股價淨值比($Pbr_{i,t}$)、研發費用率($Rd_{i,t}$)係數均顯著為正，亦即當公司未來成長機會、研發費用愈高時，高階經理人可獲得較高之薪酬(陳明園與張家萍 2006；Smith and Watts 1992)。

表 8 Panel B 為模型(2)之實證結果，可觀察到不論是在單一家族主導樣本($\beta_1=-0.0003$, $t=-0.07$)或是在非單一家族主導樣本($\beta_1=-0.0006$, $t=-0.26$)，股權偏離差($Sed_{i,t}$)係數均未達顯著水準，顯示不論控制型態為何，控制股東均不會以其股份控制權來左右高階經理人薪酬。其餘控制變數之檢測結果，與模型(1)相似，故不再重覆贅述。

上述實證結果可知：(1)單一家族主導公司，席次控制權與現金流量請求權偏離程度愈嚴重時，高階經理人愈得以獲取高額的薪酬；惟控制股東藉由間接持股強化其對企業的控制權所造成的股權偏離，並不會讓高階經理人因此有較高的薪酬。造成此一現象可能係因為控制家族通常藉由取得董事會席次握有控制權後，傾向任命自家人為高階經理人，而控制家族會滿足高階經理人對薪酬的需求，以驅使該高階經理人做出對所屬家族得以獲得較高利益之決策，符合掠奪的觀點。綜言之，本研究發現台灣控制家族透過其對於董事會之控制，而不是經由持股形成對決策的影響力，使高階經理人取得高額的薪酬，如同林宛瑩與許崇源 (2008)指出台灣控制股東常以董事會席次取得對企業的控制力。(2)非單一家族主導公司，不論是席次偏離程度或是股權偏離程度，均與高階經理人薪酬無關。可能的原因為非單一家族主導公司主要是面臨所有權與管理權分離所產生之權益代理問題，核心代理問題並不嚴重，此時高階經理團隊薪酬主要依其經營公司的成效而定，以減緩高階管理團隊之投機行為。

(二) 不同生命週期下，高階經理團隊薪酬受到核心代理問題的影響

本研究以模型(3)及(4)來驗證假說 H2，單一家族主導樣本及非單一家族主導樣本之實證結果分別彙總於表 9 及表 10。各表 Panel A 及 Panel B 分別列出以席次偏離差及以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數的結果，並均包含三個比較群組：(1)成熟期與成長期之比較(D1)，(2)衰退期與成長期之比較(D2)，(3)衰退期與成熟期之比較(D3)，來檢測兩兩不同生命週期下之差異性。如前所述，在進行假說檢定前需先判別最適之實證分析模型，經由 *F*-test 及 LM-test 可發現固定效果模型及隨機效果模型二者均較普通最小平方模型適合。接著，利用 Hausman test 比較固定效果模型或隨機效果模型之適切性，顯示針對單一家族樣本，以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數來進行衰退期與成熟期之比較檢定時（欄 III），適用隨機效果模型；針對非單一家族樣本，進行成熟期與成長期之比較時（欄 I），亦以隨機效果模型為佳；其餘則採用固定效果模型作為測試方法為宜。

1. 單一家族主導樣本

表 9 Panel A 可發現欄 I 及欄 II 交乘項($Bed_{i,t} \times D1$ 、 $Bed_{i,t} \times D2$)係數均顯著為正($\beta_3=0.0013$, $t=1.69$; $\beta_3=0.0034$, $t=2.01$)；惟欄 III 交乘項($Bed_{i,t} \times D3$)係數未達顯著水準($\beta_3=-0.0007$, $t=-1.35$)。顯示處於成熟期比處於成長期之單一家族主導企業，及處於衰退期比處於成長期之單一家族主導企業，席次偏離程度正向影響高階經理人薪酬更為明顯；但處於成熟期與衰退期之單一家族主導企業之間，高階經理團隊薪酬受到席次偏離差的影響並無顯著差異。控制變數方面，所有欄位公司規模($Size_{i,t}$)、資產報酬率($Roa_{i,t}$)係數均顯著為正，與預期相符。欄 I 槓桿比率($Lev_{i,t}$)、企業風險($Risk_{i,t}$)係數顯著為負、董事會($BSize_{i,t}$)係數顯著為正，表示處於成長期及成熟期之單一家族主導企業，財務槓桿程度與企業風險愈小，高階經理人的薪酬愈高。欄 III 股票報酬率($Ret_{i,t}$)係數顯著為負，與預期不符，可能係因為處於成熟期及衰退期之單一家族主導企業，更常以短期績效（資產報酬率($Roa_{i,t}$)）作為薪酬之決定，較少以股票報酬作為薪酬給予之標準所致（黃振豐等 2016）；槓桿比率($Lev_{i,t}$)、企業風險($Risk_{i,t}$)係數顯著為負，顯示處於成熟期及衰退期之單一家族主導企業，舉債程度愈高、經營風險愈高，則高階經理人的薪酬愈低。

表 9 Panel B 可發現所有欄位交乘項 ($Sed_{i,t} \times D1$ 、 $Sed_{i,t} \times D2$ 及 $Sed_{i,t} \times D3$) 均未達顯著水準 ($\beta_3=-0.0017$, $t=-1.07$; $\beta_3=0.0051$, $t=0.86$; $\beta_3=-0.0002$, $Z=-0.09$)，顯示就單一家族主導樣本而言，股權偏離差對於高階經理團隊薪酬的影響，在不同的生命週期階段來作兩兩比較時，並無發現有顯著差別。其餘控制變數之檢測結果，與表 9 Panel B 相似，故不再重覆贅述。

總結上述實證結果可知，針對單一家族主導企業而言，處於成熟階段比處於成長階段、處於衰退階段比處於成長階段，當董事會席次控制超出現金流量請求權愈多時，控制家族愈有可能以其在董事會運作中所佔有的席次優

勢操縱高階經理團隊所能獲取之薪酬，符合掠奪觀點，與預期相符。

2. 非單一家族主導樣本

表 10 Panel A 可發現所有欄位交乘項 ($Bed_{i,t} \times D1$ 、 $Bed_{i,t} \times D2$ 及 $Bed_{i,t} \times D3$) 係數均未達顯著水準 ($\beta_3=0.0000$ ， $Z=0.04$ ； $\beta_3=0.0054$ ， $t=1.63$ ； $\beta_3=0.0005$ ， $t=0.40$)。亦即，就非單一家族主導樣本而言，兩兩生命週期階段作比較時，席次偏離差影響高階經理團隊薪酬並無顯著差異。控制變數方面，所有欄位公司規模($Size_{i,t}$)、資產報酬率($Roa_{i,t}$)係數均維持顯著為正。欄 I 及欄 II 股價淨值比($Pbr_{i,t}$)、研發費用率($Rd_{i,t}$)係數顯著為正，表示在成長期及成熟期之非單一家族主導企業、以及在成長期及衰退期之非單一家族主導企業，企業成長機會愈高時，會給予高階經理人愈高的薪酬，與預期相符。欄 II 股票報酬率($Ret_{i,t}$)、高階經理人持股比率($Mhold_{i,t}$)係數顯著為負，表示處於成長期及衰退期之非單一家族主導企業，可能愈會以短期績效表現而非股票報酬報酬來決定高階經理人的薪酬(黃振豐等 2016)；管理者持股比率愈高，管理者與股東之利益愈趨於一致，因此愈不需要透過薪酬的設計來減緩代理問題(Jiraporn et al. 2005)。

表 10 Panel B 可發現所有欄位交乘項 ($Sed_{i,t} \times D1$ 、 $Sed_{i,t} \times D2$ 及 $Sed_{i,t} \times D3$) 係數均未達顯著水準 ($\beta_3=-0.0013$ ， $Z=-0.96$ ； $\beta_3=0.0109$ ， $t=1.34$ ； $\beta_3=0.0020$ ， $t=0.74$)。顯示就非單一家族主導公司而言，在不同的生命週期階段來作兩兩比較時，高階經理團隊薪酬受到股權偏離差的影響並無顯著差異。其餘控制變數之檢測結果，與表 10 Panel A 相似，故不再重覆贅述。

表 8 核心代理問題對高階經理團隊薪酬影響之實證結果

Panel A 以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數							
		單一家族主導			非單一家族主導		
檢定適用之模型							
F-test		12.57***			13.45***		
LM-test		6162.63***			4146.18***		
Hausman test		66.69***			14.31		
選取模型		fixed			random		
自變數	預期符號	估計係數	t值	VIF	估計係數	Z值	VIF
cons		5.2263***	8.39		4.0199***	14.43	
$Bed_{i,t}$	(H ₁) +	0.0023***	3.01	1.25	0.0004	0.48	1.19
$Lifecycle_{i,t}$?	-0.0121**	-2.20	1.39	-0.0044	-0.74	1.32
$Size_{i,t}$	+	0.1645***	3.92	1.78	0.2447***	12.64	1.73
$Pbr_{i,t}$?	-0.0002	-0.02	1.46	0.0258**	2.17	1.51
$Ret_{i,t}$	+	-0.0008	-1.61	1.21	0.0000	0.06	1.24
$Lev_{i,t}$	-	-0.0022**	-2.29	1.50	-0.0008	-0.82	1.49
$Roa_{i,t}$	+	0.0135***	8.74	1.80	0.0194***	9.97	1.82
$Rd_{i,t}$	+	0.0035	1.12	1.60	0.0138***	5.79	1.52
$Dual_{i,t}$?	0.0047	0.48	1.00	0.0084	0.69	1.01
$Risk_{i,t}$?	-0.0021*	-1.72	1.52	-0.0025	-1.41	1.66
$Bsize_{i,t}$?	0.0077	0.87	1.21	-0.0010	-0.14	1.18
$Mhold_{i,t}$?	0.0047	1.27	1.13	-0.0009	-0.18	1.13
Year		Included			Included		
R-sq: within		0.1057			0.1590		
R-sq: between		0.3919			0.5069		
R-sq: overall		0.3439			0.4320		
Wald χ^2 /F值		16.29***			544.00***		
N		5,447			3,220		
檢定單一家族主導樣本及非單一家族主導樣本迴歸係數 β_1 是否有存有差異				F統計量 3.52**			
Panel B 以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數							
		單一家族主導			非單一家族主導		
檢定適用之模型							
F-test		12.68***			13.46***		
LM-test		6255.08***			4048.22***		
Hausman test		61.57***			16.86		
選取模型		fixed			random		
自變數	預期符號	估計係數	t值	VIF	估計係數	Z值	VIF
cons		5.2308***	8.31		4.0115***	14.79	
$Sed_{i,t}$	(H ₁) +	-0.0003	-0.07	1.11	-0.0006	-0.26	1.03
$Lifecycle_{i,t}$?	-0.0126**	-2.27	1.38	-0.0042	-0.71	1.32
$Size_{i,t}$	+	0.1705***	4.06	1.65	0.2462***	13.01	1.59
$Pbr_{i,t}$?	-0.0009	-0.12	1.46	0.0256**	2.16	1.51
$Ret_{i,t}$	+	-0.0009*	-1.68	1.21	0.0000	0.06	1.24
$Lev_{i,t}$	-	-0.0023**	-2.30	1.48	-0.0009	-0.85	1.49
$Roa_{i,t}$	+	0.0132***	8.42	1.78	0.0194***	9.94	1.82
$Rd_{i,t}$	+	0.0035	1.10	1.59	0.0139***	5.79	1.52
$Dual_{i,t}$?	0.0033	0.33	1.00	0.0083	0.67	1.00
$Risk_{i,t}$?	-0.0019	-1.59	1.52	-0.0025	-1.41	1.66
$Bsize_{i,t}$?	0.0028	0.32	1.23	-0.0011	-0.15	1.18
$Mhold_{i,t}$?	0.0041	1.09	1.10	-0.0011	-0.21	1.14
Year		Included			Included		
R-sq: within		0.1019			0.1591		
R-sq: between		0.3943			0.5064		
R-sq: overall		0.3419			0.4316		
Wald χ^2 /F值		14.65***			546.90***		
N		5,447			3,220		

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義： $Lifecycle_{i,t}$ ：生命週期原始評分分數；其餘變數定義請參見表 4。

表 9 不同生命週期下, 核心代理問題對高階經理團隊薪酬影響之實證結果
(單一家族主導樣本)

Panel A 以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數										
		欄 I			欄 II			欄 III		
檢定適用之模型										
F-test		10.00***			6.66***			12.05***		
LM-test		3588.55***			1338.22***			5159.86***		
Hausman test		59.20***			40.57***			34.10***		
選取模型		fixed			fixed			fixed		
自變數	預期符號	係數	Z 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
cons		4.8229***	7.33		4.4483***	5.07		5.2701***	7.34	
$Bed_{i,t}$	+	0.0020*	1.76	6.02	-0.0018	-1.18	3.44	0.0029***	3.38	1.69
$D1$		-0.0315	-1.44	1.63						
$Bed_{i,t} \times D1$	(H _{2a}) +	0.0013*	1.69	6.55						
$D2$					-0.0754	-0.86	2.37			
$Bed_{i,t} \times D2$	(H _{2b}) +				0.0034**	2.01	4.32			
$D3$								0.0164	0.81	2.09
$Bed_{i,t} \times D3$	(H _{2c}) +							-0.0007	-1.35	2.50
$Size_{i,t}$	+	0.1834***	4.07	1.78	0.2134***	3.69	1.68	0.1557***	3.22	1.85
$Pbr_{i,t}$?	-0.0047	-0.47	1.51	-0.0024	-0.23	1.63	0.0115	1.14	1.34
$Ret_{i,t}$	+	-0.0003	-0.58	1.22	-0.0016*	-1.76	1.23	-0.0011*	-1.77	1.19
$Lev_{i,t}$	-	-0.0020*	-1.78	1.56	-0.0018	-1.30	1.46	-0.0020*	-1.83	1.48
$Roa_{i,t}$	+	0.0155***	8.31	1.78	0.0118***	5.17	1.92	0.0139***	8.41	1.62
$Rd_{i,t}$	+	0.0047	1.28	1.59	0.0035	1.03	1.82	0.0029	0.66	1.31
$Dual_{i,t}$?	0.0045	0.39	1.00	0.0011	0.07	1.01	0.0012	0.11	1.00
$Risk_{i,t}$?	-0.0028*	-1.86	1.45	0.0014	0.78	1.61	-0.0027**	-2.04	1.51
$Bsize_{i,t}$?	0.0204*	1.90	1.19	0.0062	0.47	1.19	0.0063	0.65	1.24
$Mhold_{i,t}$?	0.0061	1.42	1.13	0.0052	1.02	1.14	0.0060	1.53	1.13
Year		Included			Included			Included		
R-sq: within		0.1282			0.1063			0.0969		
R-sq: between		0.3739			0.3331			0.3871		
R-sq: overall		0.3466			0.3201			0.3318		
Wald χ^2/F 值		12.74***			6.81***			11.00***		
N		4,050			2,334			4,510		
Panel B 以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數										
		欄 I			欄 II			欄 III		
檢定適用之模型										
F-test		10.03***			6.67***			12.17***		
LM-test		3597.58***			1348.44***			5245.67***		
Hausman test		30.69***			40.41***			23.70		
選取模型		fixed			fixed			random		
自變數	預期符號	係數	Z 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
cons		4.7827***	7.20		4.6637***	5.18		4.5275***	18.86	
$Sed_{i,t}$	+	0.0016	0.34	3.48	-0.0063	-1.04	2.10	-0.0001	-0.05	1.53
$D1$		-0.0034	-0.16	1.50						
$Sed_{i,t} \times D1$	(H _{2a}) +	-0.0017	-1.07	3.66						
$D2$					-0.0562	-0.59	2.00			
$Sed_{i,t} \times D2$	(H _{2b}) +				0.0051	0.86	2.28			
$D3$								-0.0062	-0.37	1.43
$Sed_{i,t} \times D3$	(H _{2c}) +							-0.0002	-0.09	1.72
$Size_{i,t}$	+	0.1922***	4.28	1.64	0.2017***	3.49	1.58	0.2126***	12.68	1.71
$Pbr_{i,t}$?	-0.0045	-0.45	1.51	-0.0038	-0.36	1.63	0.0169*	1.77	1.33
$Ret_{i,t}$	+	-0.0003	-0.53	1.22	-0.0017*	-1.88	1.23	-0.0011*	-1.83	1.19
$Lev_{i,t}$	-	-0.0022**	-2.01	1.54	-0.0017	-1.23	1.46	-0.0029***	-3.37	1.47
$Roa_{i,t}$	+	0.0150***	7.97	1.77	0.0120***	5.18	1.91	0.0148***	9.37	1.59
$Rd_{i,t}$	+	0.0047	1.25	1.59	0.0038	1.08	1.82	0.0098***	2.85	1.31
$Dual_{i,t}$?	0.0022	0.20	1.00	0.0014	0.08	1.01	0.0002	0.01	1.00
$Risk_{i,t}$?	-0.0026*	-1.71	1.46	0.0016	0.89	1.62	-0.0032**	-2.44	1.51
$Bsize_{i,t}$?	0.0145	1.38	1.22	0.0038	0.29	1.22	0.0006	0.08	1.26
$Mhold_{i,t}$?	0.0051	1.16	1.10	0.0052	1.02	1.12	0.0056*	1.93	1.11
Year		Included			Included			Included		
R-sq: within		0.1220			0.1045			0.0891		
R-sq: between		0.3769			0.3319			0.4035		
R-sq: overall		0.3476			0.3182			0.3338		
Wald χ^2/F 值		11.53***			6.51***			439.25***		
N		4,050			2,334			4,510		

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準 (雙尾檢定)。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設, 考量誤差項異質變異情形, 故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義: $D1$ 為生命週期虛擬變數, 成熟期為 1, 成長期為 0; $D2$ 為生命週期虛擬變數, 衰退期為 1, 成長期為 0; $D3$ 為生命週期虛擬變數, 衰退期為 1, 成熟期為 0; 其餘變數定義請參見表 4。

表 10 不同生命週期下，核心代理問題對高階經理團隊薪酬影響之實證結果
(非單一家族主導樣本)

Panel A 以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數									
	欄 I			欄 II			欄 III		
檢定適用之模型									
F-test	12.33***			8.08***			10.69***		
LM-test	3127.36***			1066.31***			2388.95***		
Hausman test	17.12			35.43**			39.85***		
選取模型	random			fixed			fixed		
自變數	係數	Z 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
cons	3.9815***	15.77		3.6142***	2.86		4.2831***	3.79	
$Bed_{i,t}$	-0.0003	-0.22	3.64	-0.0022	-0.99	1.92	0.0003	0.23	1.42
D1	0.0079	0.28	2.24						
$Bed_{i,t} \times D1$	0.0000	0.04	4.63						
D2				-0.1334	-1.10	2.86			
$Bed_{i,t} \times D2$				0.0054	1.63	3.13			
D3							-0.0408	-0.98	2.45
$Bed_{i,t} \times D3$							0.0005	0.40	2.62
$Size_{i,t}$	0.2463***	13.99	1.77	0.2695***	3.28	1.69	0.2290***	3.13	1.76
$Pbr_{i,t}$	0.0278***	2.59	1.56	0.0457**	2.29	1.64	0.0156	0.82	1.46
$Ret_{i,t}$	0.0005	0.80	1.26	-0.0024**	-2.31	1.18	0.0004	0.45	1.29
$Lev_{i,t}$	-0.0014	-1.40	1.56	-0.0027	-1.51	1.33	0.0008	0.49	1.54
$Roa_{i,t}$	0.0192***	9.43	1.85	0.0186***	6.29	1.89	0.0168***	6.11	1.65
$Rd_{i,t}$	0.0127***	5.48	1.52	0.0230***	5.08	1.68	0.0056	0.99	1.39
$Dual_{i,t}$	0.0122	0.96	1.01	-0.0055	-0.28	1.01	0.0137	0.84	1.01
$Risk_{i,t}$	-0.0025	-1.32	1.61	-0.0021	-0.78	1.66	-0.0008	-0.36	1.67
$Bsize_{i,t}$	-0.0007	-0.09	1.22	0.0228	1.35	1.15	-0.0066	-0.46	1.17
$Mhold_{i,t}$	0.0032	0.83	1.14	-0.0185**	-2.11	1.17	-0.0029	-0.32	1.13
Year	Included			Included			Included		
R-sq: within	0.1626			0.2025			0.1434		
R-sq: between	0.5018			0.4299			0.4642		
R-sq: overall	0.4371			0.4132			0.3964		
Wald χ^2/F 值	542.24***			9.69***			6.63***		
N	2,714			1,465			2,261		
Panel B 以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數									
	欄 I			欄 II			欄 III		
檢定適用之模型									
F-test	12.35***			8.06***			10.71***		
LM-test	3129.58***			1056.71***			2385.41***		
Hausman test	18.79			37.31***			45.15***		
選取模型	random			fixed			fixed		
自變數	係數	Z 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
cons	3.9962***	16.04		3.6113***	2.93		4.2971***	3.89	
$Sed_{i,t}$	-0.0002	-0.09	2.70	-0.0021	-0.57	1.48	-0.0018	-0.35	1.31
D1	0.0178	0.88	1.50						
$Sed_{i,t} \times D1$	-0.0013	-0.96	3.04						
D2				-0.1041	-0.83	2.03			
$Sed_{i,t} \times D2$				0.0109	1.34	1.84			
D3							-0.0417	-1.26	1.55
$Sed_{i,t} \times D3$							0.0020	0.74	1.66
$Size_{i,t}$	0.2446***	14.25	1.63	0.2703***	3.39	1.52	0.2294***	3.15	1.60
$Pbr_{i,t}$	0.0283***	2.65	1.54	0.0478**	2.27	1.59	0.0156	0.83	1.47
$Ret_{i,t}$	0.0006	0.82	1.26	-0.0025**	-2.44	1.19	0.0004	0.46	1.29
$Lev_{i,t}$	-0.0014	-1.37	1.56	-0.0025	-1.48	1.34	0.0008	0.47	1.54
$Roa_{i,t}$	0.0192***	9.50	1.84	0.0173***	5.39	1.87	0.0167***	5.87	1.65
$Rd_{i,t}$	0.0127***	5.44	1.51	0.0213***	4.78	1.68	0.0056	1.01	1.40
$Dual_{i,t}$	0.0119	0.93	1.01	-0.0135	-0.68	1.01	0.0121	0.73	1.01
$Risk_{i,t}$	-0.0026	-1.36	1.62	-0.0021	-0.77	1.65	-0.0008	-0.33	1.67
$Bsize_{i,t}$	-0.0003	-0.04	1.23	0.0199	1.17	1.16	-0.0063	-0.45	1.18
$Mhold_{i,t}$	0.0033	0.85	1.14	-0.0169**	-2.21	1.18	-0.0028	-0.31	1.13
Year	Included			Included			Included		
R-sq: within	0.1633			0.2007			0.1438		
R-sq: between	0.5011			0.4317			0.4621		
R-sq: overall	0.4364			0.4126			0.3944		
Wald χ^2/F 值	550.35***			9.50***			6.29***		
N	2,714			1,465			2,261		

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義：請參見表 4 及表 9。

四、敏感性分析

(一) 將高階經理團隊薪酬進一步分類²⁰

Hill and Hansen (1989)指出經理人的薪酬可分為非誘因薪酬及誘因薪酬，非誘因薪酬係對於經理人基本保障，誘因薪酬則以公司績效表現作為發放的標準。據此，參考過去文獻的分類方式，本研究再將高階經理人薪酬進一步拆解，其中非誘因薪酬包括薪資，而誘因薪酬包括獎金及特支費、現金股利、股票股利。

非誘因薪酬方面，實證結果發現，就單一家族主導企業樣本（表 11 Panel A）及非單一家族主導企業樣本（表 11 Panel B）而言，所有交乘項係數均未達顯著水準，顯示兩兩生命週期之間，高階經理人非誘因薪酬受到核心代理問題之影響並無顯著差異。誘因薪酬方面，就單一家族主導樣本（表 12 Panel A）而言，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D2$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D2$)係數顯著為正($\beta_3=0.0100$, $t=1.68$)，顯示處於衰退期比處於成長期之單一家族主導企業，當控制股東透過董事會席次取得控制力，使得席次控制權與現金流量權產生嚴重差異時，高階經理人激勵性薪酬—誘因薪酬會受到控制股東席次控制所左右。

(二) 以單因子劃分生命週期階段

本研究亦嘗試利用各個單因子分別將樣本劃分為不同生命週期階段，重新檢測假說 H2，如表 13~16 所示。各表 Panel A 係運用銷貨成長率劃分下之實證結果，可發現所有交乘項均未達顯著水準。各表 Panel B 列示採用資本支出率分群下之實證結果，表 13 Panel B 可發現單一家族主導樣本中，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D1$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D1$)係數顯著為正($\beta_3=0.0010$, $t=1.73$)；表 14 Panel B 可發現單一家族主導樣本中，股權偏離差與生命週期虛擬變數 $D2$ 交乘項($Sed_{i,t} \times D2$)係數顯著為負($\beta_3=-0.0047$, $t=-1.77$)。各表 Panel C 為以研發費用率分類基礎下所得之實證結果，表 13 Panel C 可發現單一家族主導樣本中，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D3$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D3$)係數顯著為正($\beta_3=0.0018$, $t=1.81$)；表 14 Panel C 可發現單一家族主導樣本中，股權偏離差與生命週期虛擬變數 $D1$ 交乘項($Sed_{i,t} \times D1$)係數顯著為負($\beta_3=-0.0043$, $t=-1.95$)；表 15 Panel C 可發現非單一家族主導樣本，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D3$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D3$)係數顯著為正($\beta_3=0.0033$, $t=1.70$)。各表 Panel D 列示利用公司年數分組後之實證結果，就單一家族主導樣本（表 13 Panel D）而言，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D1$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D1$)係數顯著為正($\beta_3=0.0031$, $t=1.96$)；就非單一家族主導樣本（表 16 Panel D）而言，股權偏離差與生命週期虛擬變數 $D2$ 交乘項($Sed_{i,t} \times D2$)係數顯著為正($\beta_3=0.0284$, $t=1.75$)。

²⁰ 作者感謝匿名審查委員建議將薪酬進一步區分為非誘因薪酬及誘因薪酬。高階經理人薪酬結構並非本文主要研究重點，故僅提供實證結果並加以說明，建議後續研究可針對此一議題作更進一步探討。

表 11 不同生命週期下，核心代理問題對高階經理團隊非誘因薪酬影響之實證結果（兩兩比較）

Panel A 單一家族主導樣本		以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數						以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數						
選取模型	預期符號	欄 I		欄 II		欄 III		欄 I		欄 II		欄 III		
		fixed	t值	random	Z值	係數	t值	fixed	係數	t值	random	Z值	係數	t值
$Bed_{i,t} \times DI$	$(H_{2a}) +$	0.0003	0.47					$Sed_{i,t} \times DI$	0.0003	0.19				
$Bed_{i,t} \times D2$	$(H_{2b}) +$			0.0005	0.52			$Sed_{i,t} \times D2$			0.0012	0.40		
$Bed_{i,t} \times D3$	$(H_{2c}) +$					-0.0007	-1.47	$Sed_{i,t} \times D3$					0.0004	0.29
N		4,050		2,334		4,510		4,050			2,334		4,510	
Panel B 非單一家族主導樣本		以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數						以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數						
選取模型	預期符號	欄 I		欄 II		欄 III		欄 I		欄 II		欄 III		
		random	Z值	random	Z值	fixed	係數	t值	random	Z值	random	Z值	fixed	係數
$Bed_{i,t} \times DI$		-0.0004	-0.46					$Sed_{i,t} \times DI$	-0.0007	-0.55				
$Bed_{i,t} \times D2$				0.0023	0.95			$Sed_{i,t} \times D2$			0.0156	1.643		
$Bed_{i,t} \times D3$						0.0008	0.68	$Sed_{i,t} \times D3$					-0.0001	-0.06
N		2,714		1,465		2,261		2,714			1,465		2,261	

註：1. *、**、***分別表示達到10%、5%、1%之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義：請參見表 4 及表 9。

表 12 不同生命週期下, 核心代理問題對高階經理團隊誘因薪酬影響之實證結果 (兩兩比較)

Panel A 單一家族主導樣本																							
以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數																							
選取模型	預期符號	欄 I			欄 II			欄 III			欄 I			欄 II			欄 III						
		fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值				
$Bed_{i,t} \times DI$	(H _{2a}) +	0.0040	1.17																				
$Bed_{i,t} \times D2$	(H _{2b}) +			0.0100*	1.68																		
$Bed_{i,t} \times D3$	(H _{2c}) +																						
N		4,050		2,334		4,510																	
Panel B 非單一家族主導樣本																							
以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數																							
選取模型	預期符號	欄 I			欄 II			欄 III			欄 I			欄 II			欄 III						
		fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	fixed	係數	t 值	
$Bed_{i,t} \times DI$		0.0012	0.38																				
$Bed_{i,t} \times D2$				0.0282	1.62																		
$Bed_{i,t} \times D3$																							
N		2,714		1,465		2,261																	

註：1. *, **, *** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準 (雙尾檢定)。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設, 考量誤差項異質變異情形, 故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義: 請參見表 4 及表 9。

表 13 單因子劃分生命週期階段之實證結果-以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數（單一家族主導樣本-兩兩比較）

自變數	預期符號	欄 I		欄 II		欄 III	
		係數	t值	係數	t值	係數	t值
Panel A 以銷貨成長率分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Bed_{i,t} \times D1$	(H _{2a}) +	-0.0004	-0.93				
$Bed_{i,t} \times D2$	(H _{2b}) +			-0.0004	-0.87		
$Bed_{i,t} \times D3$	(H _{2c}) +					0.0002	0.48
N		3,609		3,598		3,687	
Panel B 以資本支出率分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Bed_{i,t} \times D$	+	0.0010*	1.73	0.0007	0.63	-0.0001	-0.22
Panel C 以研發費用率分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Bed_{i,t} \times D$	+	0.0007	0.59	-0.0006	-0.33	0.0018*	1.81
Panel D 以公司成立年數分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Bed_{i,t} \times D$	+	0.0031*	1.96	-0.0001	-0.04	-0.0017	-1.31

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義：請參見表 4 及表 9。

表 14 單因子劃分生命週期階段之實證結果-以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數（單一家族主導樣本-兩兩比較）

自變數	預期符號	欄 I		欄 II		欄 III	
		係數	t值	係數	t值	係數	Z值/t值
Panel A 以銷貨成長率分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Sed_{i,t} \times D1$	(H _{2a}) +	0.0002	0.16				
$Sed_{i,t} \times D2$	(H _{2b}) +			-0.0010	-0.72		
$Sed_{i,t} \times D3$	(H _{2c}) -					-0.0010	-0.69
N		3,609		3,598		3,687	
Panel B 以資本支出率分群							
選取模型		fixed		fixed		random	
$Sed_{i,t} \times D$	+	-0.0020	-1.30	-0.0047*	-1.77	0.0012	0.80
Panel C 以研發費用率分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Sed_{i,t} \times D$	+	-0.0043*	-1.95	0.0079	1.26	-0.0002	-0.08
Panel D 以公司成立年數分群							
選取模型		fixed		fixed		fixed	
$Sed_{i,t} \times D$	+	-0.0014	-0.42	-0.0028	-0.41	0.0016	0.22

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義：請參見表 4 及表 9。

表 15 單因子劃分生命週期階段之實證結果-以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數 (非單一家族主導樣本-兩兩比較)

自變數	欄 I		欄 II		欄 III	
	係數	Z值/t值	係數	Z值/t值	係數	Z值/t值
Panel A 以銷貨成長率分群						
選取模型	random		random		fixed	
$Bed_{i,t} \times D1$	-0.0008	-1.19				
$Bed_{i,t} \times D2$			-0.0010	-1.08		
$Bed_{i,t} \times D3$					0.0010	1.31
N	2,165		2,182		2,093	
Panel B 以資本支出率分群						
選取模型	random		fixed		fixed	
$Bed_{i,t} \times D$	0.0006	0.67	0.0014	0.92	0.0004	0.42
Panel C 以研發費用率分群						
選取模型	fixed		fixed		random	
$Bed_{i,t} \times D$	-0.0010	-0.91	0.0048	1.51	0.0033*	1.70
Panel D 以公司成立年數分群						
選取模型	random		random		random	
$Bed_{i,t} \times D$	0.0023	1.42	0.0033	1.61	0.0000	0.02

註：1.*、**、***分別表示達到 10%、5%、1%之顯著水準 (雙尾檢定)。

2.由於本研究運用 White (1980)檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t -value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3.變數定義：請參見表 4 及表 9。

表 16 單因子劃分生命週期階段之實證結果-以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數 (非單一家族主導樣本-兩兩比較)

自變數	欄 I		欄 II		欄 III	
	係數	Z值/t值	係數	Z值/t值	係數	Z值/t值
Panel A 以銷貨成長率分群						
選取模型	random		random		fixed	
$Sed_{i,t} \times D1$	0.0022	1.35				
$Sed_{i,t} \times D2$			-0.0009	-0.55		
$Sed_{i,t} \times D3$					-0.0027	-1.42
N	2,165		2,182		2,093	
Panel B 以資本支出率分群						
選取模型	fixed		fixed		fixed	
$Sed_{i,t} \times D$	-0.0020	-1.09	0.0031	0.93	0.0015	0.86
Panel C 以研發費用率分群						
選取模型	fixed		fixed		random	
$Sed_{i,t} \times D$	-0.0010	-0.36	0.0037	0.45	-0.0028	-0.68
Panel D 以公司成立年數分群						
選取模型	fixed		fixed		fixed	
$Sed_{i,t} \times D$	0.0043	0.96	0.0284*	1.75	0.0080	0.89

註：1.*、**、***分別表示達到 10%、5%、1%之顯著水準 (雙尾檢定)。

2.由於本研究運用 White (1980)檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t -value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3.變數定義：請參見表 4 及表 9。

然而，上述以單一因子將樣本劃分為不同生命週期階段來進行實證分析時，分類落點易受到樣本特性的影響而不符合各生命週期階段之特徵，故呈現較為薄弱的證據，甚至導致所得結果會與本研究主要測試結果不一致。由於綜合指標考量各判斷因子間的互動，可降低分類錯誤的可能性（劉若蘭等 2014），較貼近各個生命週期階段之特徵，所以最後結果應以綜合指標為宜²¹。

（三）另設立成熟期階段及衰退期階段虛擬變數分析假說 H2

本文另延伸模型(1)及(2)，改納入成熟期($MS_{i,t}$)虛擬變數、衰退期($DS_{i,t}$)虛擬變數及這些虛擬變數與各個核心代理問題代理變數 ($Bed_{i,t}$ 及 $Sed_{i,t}$) 交乘項，重新執行假說 H2 之驗證，實證模型如下²²：

$$\begin{aligned} \ln(COMP_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 Bed_{i,t} + \beta_2 MS_{i,t} + \beta_3 DS_{i,t} + \beta_4 Bed_{i,t} \times MS_{i,t} + \beta_5 Bed_{i,t} \times DS_{i,t} \\ & + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Pbr_{i,t} + \beta_8 Ret_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Roa_{i,t} + \beta_{11} Rd_{i,t} \\ & + \beta_{12} Dual_{i,t} + \beta_{13} Risk_{i,t} + \beta_{14} Bsize_{i,t} + \beta_{15} Mhold_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t Year_t \\ & + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \ln(COMP_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 Sed_{i,t} + \beta_2 MS_{i,t} + \beta_3 DS_{i,t} + \beta_4 Sed_{i,t} \times MS_{i,t} + \beta_5 Sed_{i,t} \times DS_{i,t} \\ & + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Pbr_{i,t} + \beta_8 Ret_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Roa_{i,t} + \beta_{11} Rd_{i,t} \\ & + \beta_{12} Dual_{i,t} + \beta_{13} Risk_{i,t} + \beta_{14} Bsize_{i,t} + \beta_{15} Mhold_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t Year_t \\ & + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (6)$$

其中，

$MS_{i,t}$ = 成熟期虛擬變數，若公司處於成熟期階段時設為 1，否則設為 0。

$DS_{i,t}$ = 衰退期虛擬變數，若公司處於衰退期階段時設為 1，否則設為 0。

其餘變數定義，如模型(1)及(2)。

實證結果如表 17 所示，由表中可發現單一家族主導樣本，席次偏離差與成熟期虛擬變數交乘項($Bed_{i,t} \times MS_{i,t}$)係數顯著為正($\beta_4=0.0013$, $t=1.65$)；其餘交乘項均未達顯著水準。此外，檢測所有模型之迴歸係數 β_4 與 β_5 間是否存有差異，結果顯示 F 統計量均未達顯著水準。本文推測上述實證結果可能導因於

²¹ 劉若蘭等 (2014)實證結果亦得出生命週期在單一因子劃分下與在綜合指標劃分下所得之結論會不同，建議以綜合指標來分類較為妥適。

²² 作者感謝匿名審查委員之建議，此一設定方式係以成長期為比較主體。此外，本文另以成熟期為比較主體執行分析，即於模型(1)及(2)中加入成長期($GS_{i,t}$)虛擬變數、衰退期($DS_{i,t}$)虛擬變數及這些虛擬變數與各個核心代理問題代理變數 ($Bed_{i,t}$ 及 $Sed_{i,t}$) 交乘項，實證結論與模型(5)及(6)所得結論一致。

追蹤資料模型會考慮個別公司特性的異質性所致²³, 亦即在追蹤資料模型下運用模型(5)及模型(6)檢測兩兩生命週期階段的差異時, 同時也會將不加入比較之其他生命週期階段個別公司存有之特性考量進來而可能產生偏差²⁴, 故本文認為採用模型(3)、模型(4)可能是較為可信之實證結果。

表 17 設立成熟期階段及衰退期階段虛擬變數進行分析

Panel A 以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數					
		單一家族主導		非單一家族主導	
選取模型		fixed		fixed	
自變數	預期符號	係數	t值	係數	t值
$Bed_{i,t}$		0.0015	1.47	-0.0003	-0.25
$MS_{i,t}$		-0.0320	-1.47	-0.0102	-0.34
$DS_{i,t}$		-0.0200	-0.69	-0.0531	-1.04
$Bed_{i,t} \times MS_{i,t}$	(H _{2a}) +	0.0013*	1.65	0.0006	0.58
$Bed_{i,t} \times DS_{i,t}$	(H _{2b}) +	0.0007	0.72	0.0012	0.73
N		5,447		3,220	
檢定迴歸係數 β_4 及 β_5 是否有存有差異					
F統計量		1.26		0.21	
Panel B 以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數					
		單一家族主導		非單一家族主導	
選取模型		fixed		random	
自變數	預期符號	係數	t值	係數	Z值
$Sed_{i,t}$		0.0015	0.36	0.0000	-0.02
$MS_{i,t}$		-0.0042	-0.20	0.0150	0.71
$DS_{i,t}$		-0.0041	-0.15	-0.0239	-0.62
$Sed_{i,t} \times MS_{i,t}$	(H _{2a}) +	-0.0017	-1.07	-0.0011	-0.73
$Sed_{i,t} \times DS_{i,t}$	(H _{2b}) +	-0.0024	-1.00	0.0001	0.04
N		5,447		3,220	
檢定迴歸係數 β_4 及 β_5 是否有存有差異					
F統計量		0.14		0.19	

註：1. *、**、***分別表示達到10%、5%、1%之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980)檢定發現違反同質性假設, 考量誤差項異質變異情形, 故 t-value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義： $MS_{i,t}$ ：成熟期虛擬變數, 若公司處於成熟期階段時設為 1, 否則設為 0； $DS_{i,t}$ ：衰退期虛擬變數, 若公司處於衰退期階段時設為 1, 否則設為 0；其餘變數定義請參見表 4。

(四) 另利用交乘項來分析假說 H1

為增加實證結果之堅韌性, 針對假說 H1, 本研究在此處另設立單一家族主導企業($Fami_{i,t}$)虛擬變數, 並以各個核心代理問題代理變數與單一家族主導企業交乘項 ($Bed_{i,t} \times Fami_{i,t}$ 及 $Sed_{i,t} \times Fami_{i,t}$) 來進行分析。未列表之結果顯

²³ 追蹤資料模型的優點為不論是採行固定效果或隨機效果模型, 其截距項均可反映橫斷面個別公司之異質性(Beck and Katz 1995)。

²⁴ 例如, 在檢測處於成長期階段公司與處於成熟期階段公司之間的差異時, 也會考量到處於衰退期公司特性之異質性, 故可能會導致無法區辨出成長期與成熟期公司的不同。

示，席次偏離差與單一家族主導企業交乘項($Bed_{i,t} \times Fami_{i,t}$)係數顯著為正($\beta_3=0.2266$, $t=1.88$)，股權偏離差與單一家族主導企業交乘項($Sed_{i,t} \times Fami_{i,t}$)係數則未達統計顯著水準($\beta_3=0.0027$, $t=0.59$)。表示單一家族主導企業確實會影響席次偏離差對於高階經理人薪酬的影響，但若確實瞭解席次偏離差對於高階經理人的影響係正向或負向關係，則須在無交互作用下，利用席次偏離差係數之正負符號才能得知(如表 8)²⁵。

(五) 納入董事會獨立性作為控制變數

獨立董事在公司治理中扮演著重要的角色，近年金管會更要求企業設置薪酬委員會，獨立董事為當然成員，由此可知獨立董事在高階經理人薪酬的制定上是很重要的(陳昭蓉 2014)。然而，截至目前為止，獨立董事是否能降低代理問題，實證結論仍相當分歧。Fama and Jensen (1983)指出雖然獨立董事的比重愈高，愈能發揮應有之機能，惟決策尚需仰賴足夠的資訊，若獨立董事無法有效利用公司資訊時，內部董事因較能清楚掌握高階經理人的決策動機及執行細節而較獨立董事佔優勢。本研究於實證模型中再加入董事會獨立性($Ind_{i,t}$)作為控制變數，衡量方式為獨立董事占董事會席次比率，藉以瞭解其對於高階經理人薪酬之影響。針對假說 H1，未列表之實證結果顯示單一家族主導樣本中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)係數仍顯著為正($\beta_1=0.0026$, $t=3.08$)，非單一家族主導樣本中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)係數仍未達顯著水準($\beta_1=0.0007$, $t=0.86$)；不論是單一家族主導樣本或非單一家族主導樣本，股權偏離差($Sed_{i,t}$)係數仍維持未達顯著水準($\beta_1=-0.0002$, $t=-0.06$; $\beta_1=-0.0005$, $t=-0.25$)。針對假說 H2，未列表之實證結果顯示以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數時，欄 I 及欄 II 交乘項($Bed_{i,t} \times D1$ 、 $Bed_{i,t} \times D2$)係數仍維持顯著為正($\beta_3=0.0013$, $t=1.69$; $\beta_3=0.0035$, $t=2.08$)；欄 III 交乘項($Bed_{i,t} \times D3$)係數仍維持未達顯著水準($\beta_3=-0.0008$, $t=-1.54$)；以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數時，所有欄位之交乘項($Sed_{i,t} \times D1$ 、 $Sed_{i,t} \times D2$ 、 $Sed_{i,t} \times D3$)仍維持未達顯著水準($\beta_3=-0.0018$, $t=-1.08$; $\beta_3=0.0055$, $t=0.92$; $\beta_3=-0.0003$, $t=-0.14$)。因此，所得結論與前述表 8~10 相同。

(六) 納入薪酬委員會作為控制變數

我國證券交易法規定 2012 年起所有上市櫃公司須設置薪酬委員會，為瞭解薪酬委員會的設置是否會影響本研究之實證結果，本文將薪酬委員會設置與否之虛假變數($Cc_{i,t}$)納入實證模型中作為控制變數。針對假說 H1，未列表之實證結果顯示單一家族主導樣本中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)係數仍顯著為正($\beta_1=0.0023$, $t=3.01$)，非單一家族主導樣本中，席次偏離差($Bed_{i,t}$)係數仍未達

²⁵ 溫福星 (2013)指出雖然運用調節效果可瞭解調節項是否會影響解釋變數與應變數間的關係，但此乃基於特別條件下的效果，故無法確實得知調節項究竟係強化解釋變數對於應變數之正向影響，抑或是弱化解釋變數對於應變數之負向影響，而仍需透過沒有交乘項之迴歸分析下，利用解釋變數係數正負符號才能提供資訊。

顯著水準($\beta_1=0.0008$, $t=0.61$)；不論是單一家族主導樣本或非單一家族主導樣本，股權偏離差($Sed_{i,t}$)係數仍維持未達顯著水準($\beta_1=-0.0003$, $t=-0.08$; $\beta_1=-0.0006$, $t=-0.25$)。針對假說 H2，未列表之實證結果顯示以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數時，欄 I 及欄 II 交乘項($Bed_{i,t} \times D1$ 、 $Bed_{i,t} \times D2$)係數仍維持顯著為正($\beta_3=0.0013$, $t=1.70$; $\beta_3=0.0034$, $t=2.04$)；欄 III 交乘項($Bed_{i,t} \times D3$)係數仍維持未達顯著水準($\beta_3=-0.0007$, $t=-1.39$)；以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數時，所有欄位之交乘項($Sed_{i,t} \times D1$ 、 $Sed_{i,t} \times D2$ 、 $Sed_{i,t} \times D3$)仍維持未達顯著水準($\beta_3=-0.0018$, $t=-1.09$; $\beta_3=0.0050$, $t=0.85$; $\beta_3=-0.0005$, $t=-0.27$)。因此，所得結論與前述表 8~10 相同²⁶。

(七) 針對單一家族主導樣本另以隨機效果模型分析

針對單一家族主導樣本，本研究另以隨機效果模型來進行額外分析，藉以瞭解相對於原實證結果，是否會有顯著的變化。從表 18 Panel A 可發現席次偏離差係數顯著為正($\beta_1=0.0021$, $Z=3.64$)，股權偏離差係數仍未達顯著水準($\beta_1=-0.0001$, $Z=-0.03$)。從 Panel B 可知席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D1$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D1$)係數顯著為正($\beta_3=0.0015$, $Z=2.06$)，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D2$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D2$)係數達單尾顯著水準($\beta_3=0.0020$, $Z=1.64$)，席次偏離差與生命週期虛擬變數 $D3$ 交乘項($Bed_{i,t} \times D3$)係數仍未達顯著水準($\beta_3=-0.0007$, $Z=-1.37$)。未列表的結果則發現股權偏離差與所有生命週期虛擬變數交乘項($Sed_{i,t} \times D1$ 、 $Sed_{i,t} \times D2$ 、 $Sed_{i,t} \times D3$)仍未達顯著水準($\beta_3=-0.0018$, $Z=-1.15$; $\beta_3=0.0001$, $Z=0.05$; $\beta_3=-0.0002$, $Z=-0.09$)。因此，實證結論與前述表 8~9 大致相同。

²⁶ 本研究發現針對假說 H1，非單一家族主導樣本中薪酬委員會($Cc_{i,t}$)係數顯著為負($\beta_{14}=-0.0699$, $t=-1.66$)。針對假說 H2，處於成長期及衰退期之非單一家族主導樣本組合中($\beta_{14}=-0.1141$, $t=-2.15$; $\beta_{14}=-0.1221$, $t=-2.33$)、處於成熟期及衰退期之非單一家族主導樣本組合中($\beta_{14}=-0.1282$, $t=-1.97$; $\beta_{14}=-0.1276$, $t=-1.93$)，薪酬委員會($Cc_{i,t}$)係數亦顯著為負，可知薪酬委員會的成立有助於抑制非單一家族主導企業之高階經理人薪酬。是否尚有其他治理機制亦會產生如此效果，為未來研究值得再進一步探析之處。

表 18 針對單一家族主導樣本，另以隨機效果模型進行分析

Panel A 針對單一家族主導樣本，假說H1另以隨機效果模型來檢測							
以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數				以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數			
自變數	預期符號	係數	Z值	自變數	係數	Z值	
$Bed_{i,t}$	(H ₁) +	0.0021***	3.64	$Sed_{i,t}$	-0.0001	-0.03	
$Lifecycle_{i,t}$?	-0.0158***	-3.14	$Lifecycle_{i,t}$	-0.0152***	-3.01	
N		5,447			5,447		
Panel B 針對單一家族主導樣本，假說H2另以隨機效果模型來檢測							
以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數							
自變數	預期符號	欄 I		欄 II		欄 III	
		係數	Z值	係數	Z值	係數	Z值
$Bed_{i,t} \times D1$	(H _{2a}) +	0.0015**	2.06				
$Bed_{i,t} \times D2$	(H _{2b}) +			0.0020*	1.64		
$Bed_{i,t} \times D3$	(H _{2c}) +					-0.0007	-1.37
N		4,050		2,334		4,510	

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 由於本研究運用 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，考量誤差項異質變異情形，故 t -value 均為經 robust 方法調整估計量標準誤後之數值。

3. 變數定義： $Lifecycle_{i,t}$ ：生命週期原始評分分數；其餘變數定義請參見表 4。

(八) 假說 H1 進一步再細分電子業及非電子業樣本

本研究分別就單一家族主導樣本及非單一家族主導樣本再細分為電子業及非電子業進行深入分析。首先，單一家族主導樣本中，未列表的結果可知，不論屬於電子業或非電子業，席次偏離差 ($Bed_{i,t}$) 係數均顯著為正 ($\beta_1=0.0026$, $Z=3.92$; $\beta_1=0.0015$, $t=2.21$)，與前述表 8 Panel A 之實證結果相同。此外，未列表的結果可發現，單一家族主導且屬於電子業樣本，其股權偏離差 ($Sed_{i,t}$) 係數顯著為正 ($\beta_1=0.0075$, $t=2.50$)；單一家族主導且屬於非電子業樣本，其股權偏離差 ($Sed_{i,t}$) 係數則顯著為負 ($\beta_1=-0.0038$, $t=-1.72$)，表示當樣本為單一家族主導時，在電子業相對於非電子業，股權偏離差對於高階經理團隊薪酬的影響方向是相反的，此可能係造成表 8 Panel B 股權偏離差 ($Sed_{i,t}$) 係數未達顯著水準之重要原因²⁷。最後，非單一家族主導公司中，未列表的結果可知不論屬於電子業或非電子業，席次偏離差 ($Bed_{i,t}$) 係數均未達顯著水準 ($\beta_1=-0.0026$, $t=-1.08$; $\beta_1=0.0015$, $t=1.38$)；且股權偏離差 ($Sed_{i,t}$) 係數亦均未達顯著水準 ($\beta_1=-0.0026$, $t=-1.08$; $\beta_1=0.0009$, $Z=0.41$)，與表 8 之實證結論相同。

(九) 席次偏離差與高階經理團隊薪酬對於企業績效之影響

本研究前述主要實證結果顯示針對單一家族主導企業而言，席次偏離差與高階經理團隊薪酬呈顯著正向關係。然而，此二者之間的關聯性無法直接

²⁷ 作者非常感謝匿名審查委員建議可再進一步區分為電子業及非電子業，藉以比較與原實證結果是否會有所不同。本研究發現在進行單一家族主導企業相關議題的討論時，若能再進一步細分為電子產業及非電子產業，將可獲致更深入的瞭解是否會因產業類型因素而產生差異，此為後續研究可繼續延伸之處。

證實控制股東會以薪酬作為工具以及高階經理團隊也會有掠奪行為，故本文於敏感性分析中增加席次偏離差與高階經理團隊薪酬交乘項對於公司績效之影響的檢測。慮及公司績效與高階經理團隊薪酬彼此間存有相互影響的可能性，本文除了原實證模型(1)外，再加入下列模型(7)，以此一組聯立方程式，運用結構方程式估計法進行驗證²⁸。由表 19 欄 I 可發現其實證結論與表 8 相同，欄 II 可發現高階經理團隊薪酬與席次偏離差交乘項($\ln(\text{COMP}_{i,t}) \times \text{Bed}_{i,t}$)係數顯著為負($\beta_3 = -0.0064$, $Z = -1.82$)，故符合本研究之推論。

$$\begin{aligned} \text{Roa}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{COMP}_{i,t}) + \beta_2 \text{Bed}_{i,t} + \beta_3 \ln(\text{COMP}_{i,t}) \times \text{Bed}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Rd}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Bsize}_{i,t} + \beta_7 \text{Mhold}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (7)$$

其中，

$\text{Age}_{i,t}$ = 公司成立年數。

表 19 結構方程式估計法之實證結果

欄 I 應變數: $\ln(\text{COMP}_{i,t})$				欄 II 應變數: $\text{Roa}_{i,t}$			
自變數	預期符號	係數	Z 值	自變數	預期符號	係數	Z 值
cons		5.9855***	17.86	cons		10.8338***	8.07
$\text{Bed}_{i,t}$	(H ₁) +	0.0109***	8.66	$\ln(\text{COMP}_{i,t})$	+	5.3990***	27.62
$\text{Lifecycle}_{i,t}$?	-0.0517**	-2.31	$\text{Bed}_{i,t}$	-	-0.0565***	-12.64
$\text{Size}_{i,t}$	+	0.0546	1.63	$\ln(\text{COMP}_{i,t}) \times \text{Bed}_{i,t}$	-	-0.0064*	-1.82
$\text{Pbr}_{i,t}$?	0.1145***	3.13	$\text{Size}_{i,t}$?	0.0009	0.01
$\text{Ret}_{i,t}$	+	-0.0022	-1.36	$\text{Rd}_{i,t}$?	-0.2890***	-19.41
$\text{Lev}_{i,t}$	-	-0.0077***	-3.09	$\text{Bsize}_{i,t}$?	0.0290	0.52
$\text{Roa}_{i,t}$	+	0.1686***	10.82	$\text{Mhold}_{i,t}$?	0.0376**	2.11
$\text{Rd}_{i,t}$	+	0.0373***	4.42	$\text{Age}_{i,t}$?	-0.0150***	-2.73
$\text{Dual}_{i,t}$?	0.0027	0.09				
$\text{Risk}_{i,t}$?	-0.0109**	-2.47				
$\text{Bsize}_{i,t}$?	-0.0191	-1.23				
$\text{Mhold}_{i,t}$?	-0.0067	-1.40				
Year		Included		Year		Included	
F 值		171.86***		F 值		125.30***	
N		5,447		N		5,447	

註：1. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之顯著水準（雙尾檢定）。

2. 變數定義： $\text{Age}_{i,t}$ ：公司成立年數；其餘變數定義請參見表 4。

²⁸ 作者非常感謝編輯委員會建議作此一額外分析及解釋。

伍、結論

本研究以 2009 年至 2015 年台灣上市櫃公司為研究對象，探討核心代理問題與高階經理團隊薪酬之間的關聯性，以及高階經理團隊薪酬在不同生命週期受核心代理問題的影響是否會有所差異。參考 Anthony and Ramesh (1992)與金成隆等 (2005)之作法，以銷貨成長率、研發費用率、資本支出率及公司成立年數四項指標，將樣本區分為不同生命週期階段。使用席次偏離差與股權偏離差作為核心代理問題之代理變數，針對單一家族主導企業及非單一家族主導企業分別討論，實證結果發現：

(一) 核心代理問題對高階經理團隊薪酬之影響

以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數時，實證結果顯示，就單一家族主導公司而言，席次偏離差愈大，高階經理人薪酬也愈多。上述結果可能係因為單一家族主導企業，控制家族取得多數的董事席次之外（陳怡珮、林翠容、侯啓嫻、張力與謝佩娟 2012），並擔任企業主要經理人，組織決策制定多由強勢的家族把持，易發生控制股東與經理人相互勾結行為（林穎芬等 2011），此一緊密的家族關係不見得會以全體股東利益考量（廖采如與陳涵苡 2014），而係以家族利益為優先，阻礙了董事會對於高階經理人績效評估的客觀性，使高階經理團隊薪酬的給予失去公正性。因此，符合掠奪的觀點。

(二) 不同生命週期下，高階經理團隊薪酬受到核心代理問題的影響

本文使用三個比較群組(1)成長期與成熟期比較、(2)成長期與衰退期比較、(3)成熟期與衰退期比較，來檢測兩兩不同生命週期下之差異。實證結果顯示，處於成熟期較成長期之單一家族主導企業、處於衰退期較成長期之單一家族主導企業，控制股東席次控制權偏離現金流量請求權愈大，高階經理人愈能取得高額的薪酬，符合掠奪觀點。

控制股東在我國已是普遍具有之現象，企業中若有控制股東存在是否對公司有不良影響，著實應受到重視並對其進行實證研究，故本研究可對投資人及管理當局提供關於核心代理問題之實證證據，防範控制股東或控制家族與高階經理人聯手掏空公司，並藉此保障公司小股東之利益。

本文有下列之研究限制。首先，我國自 2005 年起公開發行公司經理人之薪酬資訊可採用彙總並配合級距方式揭露，故難以在年報中取得個別經理人薪酬數據，囿於資訊取得之限制，本研究參照過去學者的作法，採用平均薪酬計算之。然而，每家公司高階經理人人數及總經理與副總經理間支薪差距不盡相同，恐會讓薪酬的衡量產生誤差。其次，本文企業生命週期之劃分係以公司-年為基礎，按照四項判別因子來進行劃分，是以，同家公司在不同年度可能會被分類為不同生命週期階段，況且亦有可能會讓一公司在某一年度出現異常暫時的變動，但未必意謂著該公司已進入另一生命週期階段，故本

研究尚無法完全確定所有樣本公司之生命週期階段皆能正確的劃分。第三，本研究於敏感性分析中發現薪酬委員會的設置有助於抑制非單一家族主導企業之高階經理人薪酬水準，惟單一家族主導企業則未有此一發現。然而，其他方法或機制也可能亦可獲致如此效果，例如，公司價值理念的灌輸等，未來後續研究可從此角度再做更進一步的探究。第四，本研究雖然根據過去文獻採用 *F*-test、*LM*-test 及 Hausman test 等各個檢定方法，力求以適宜的模型執行各假說之驗證，並在敏感性分析章節中額外利用隨機效果模型進行分析，但從理論上而言，每種模型都有先天性的限制與不足，故仍無法完全排除高階經理人薪酬亦有可能會受到企業某些無法觀察但會隨時間變動之特性所影響的可能性。第五，本文在單一家族主導企業中，主要實證結果並未發現股權偏離差與高階經理團隊薪酬之關聯性，然敏感性分析將樣本進一步區分為電子業及非電子業時，顯示這二個子群組會有不同的結果，故本研究包含所有產業全部樣本所獲致之結論可能無法全然類推至單一特定產業，後續學者可繼續延伸探討並反應個別產業類型之情況。第六，席次偏離差與高階經理團隊薪酬呈正相關之因素，除了本文所解釋的「利益掠奪行為」所形成外，可能還有其他原因使二者具有關聯，是以，不宜解釋為「席次偏離差與高階經理團隊薪酬呈正相關，僅導因於利益掠奪效果」，未來研究可從其他角度探討相關議題。

參考文獻

- 王元章與張椿柏，2011，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，第 23 卷（6 月）：131-174。(Wang, Y. J., and C. B. Jang. 2011. The effect of ownership structure and board characteristics on firm performance: From the perspective of core agency problem. *Review of Securities and Futures Markets* 32 (June): 131-174.) (DOI: 10.6529/RFSM.2011.23(2).4)
- 王文英與李佳玲，2013，產品生命週期、管理控制制度與新產品開發績效之關係，中華會計學刊，第 9 卷（1 月）：35-76。(Wang, W. Y., and C. L. Lee. 2013. The relationship among product life cycle, management control system and new product development performance. *Taiwan Accounting Review* 9 (January): 35-76.) (DOI: 10.6538/TAR.2013.0901.02)
- 王曉雯、陳欣妤與吳佩珊，2013，研發支出與總經理薪酬—公司控制與成長機會對抑止管理性投機之影響，管理評論，第 32 卷（1 月）：39-62。(Wang, H. W., and H. Y. Chen. 2013. R&D expenditure and CEO compensation: The impact of corporate control and growth opportunity on managerial opportunism. 2013. *Management Review* 32 (January): 39-62.) (DOI: 10.6656/MR.2013.32.1.CHI.39)
- 李永全與馬黛，2006，台灣家族公司負債融資成本之研究，管理評論，第 25 卷（7 月）：69-91。(Lee, Y. C., and T. Ma. 2006. The study of the cost of debt financing of Taiwan's family firms. *Management Review* 32 (July): 69-91.) (DOI: 10.6656/MR.2006.25.3.CHI.69)
- 汪進揚與李芷綾，2017，薪資報酬委員會特性對高階管理團隊異常酬勞之交互效果，會計學報，第 7 卷（11 月）：33-64。(Uang, J. Y., and Z. L. Li. 2017. The interaction effects of compensation committee characteristics on abnormal top management team compensation. *Soochow Journal of Accounting* 7 (November): 33-63.)
- 林佳慶與董珮珊，2017，臺灣的銀行高階經理人薪酬之研究，兩岸金融季刊，第 5 卷（3 月）：43-67。(Lin, C. C., and P. S. Tung. 2017. The analysis for executive compensation of Taiwanese banks. *Cross-Sreait Banking and Finance* 5 (March): 43-67.)
- 林宛瑩與許崇源，2008，台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議，交大管理學報，第 28 卷（6 月）：269-312。(Lin, W. Y., and C. Y. Hsu. 2008. A research on ownership structure and corporate governance performance indicators of Taiwanese business groups. *Corporate Management Review* 28 (June): 269-312.) (DOI: 10.6401/CMR.200806.0269)

- 林淑惠與胡星陽，2003，上市公司高階經理人之酬勞結構，經濟論文，第 31 卷（6 月）：171-206。(Lin, S. H., and S. Y. Hu. 2003. CEO compensation structure in Taiwan's listed companies. *Academia Economic Papers* 31 (June): 171-206.) (DOI: 10.29628/AEP.200306.0003)
- 林嬋娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第 48 期（1 月）：1-33。(Lin, C. J., and C. C. Chang. 2009. Abnormal change of board members, family firms and fraud. *Journal of Accounting Review* 48 (January): 1-33.) (DOI: 10.6552/JOAR.2009.48.1)
- 林穎芬、洪晨桓與陳羽甄，2011，家族與非家族企業之總經理替換與相對績效的關聯——以台灣上市公司為例，管理評論，第 30 卷（7 月）：25-47。(Lin, Y. F., and C. H. Hong. 2011. The relationship between managerial successions of family-controlled and non-family-controlled businesses and relative performances: An empirical study of taiwan listed companies. *Management Review* 30 (July): 25-47.) (DOI: 10.6656/MR.2011.30.3.CHI.25)
- 林穎芬、黃麗津與陳思源，2012，經理人薪酬、公司治理與現金股利政策，中山管理評論，第 20 卷（12 月）：1213-1251。(Lin, Y. F., L. J. Huang, and S. Y. Chen. 2012. Executive compensation, corporate governance, and cash dividend policy. *Sun Yat-Sen Management Review* 20 (December): 1213-1251.) (DOI: 10.6160/2012.12.06)
- 邱垂昌與洪福讚，2008，在不同企業生命週期下智慧資本與企業價值關聯性之研究，當代會計，第 9 卷（11 月）：201-236。(Chiou, C. C., and F. T. Hung. 2008. On the association of intellectual capital and firm value: Considering different phases of business life cycle. *Journal of Contemporary Accounting* 9 (November): 201-236.) (DOI: 10.6675/JCA.2008.9.2.03)
- 金成隆、林修葳與邱偉恒，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 13 卷（9 月）：617-643。(Chin, C. L., H. W. W. Lin, and W. H. Chiou. 2005. The value-relevance of R&D and capital expenditure: A test of the life cycle hypothesis. *Sun Yat-Sen Management Review* 13 (September): 617-643.) (DOI: 10.6160/2005.09.03)
- 洪玉舜與王泰昌，2005，績效衡量指標在高階主管現金薪酬契約中之相對重要性，證券市場發展季刊，第 17 卷（7 月）：35-100。(Hung, Y. S., and T. C. Wang. 2005. An analysis of the relative importance of performance measures in executive cash compensation contracts. *Review of Securities and Futures Markets* 17 (July): 35-100.) (DOI: 10.6529/RSFM.2005.17(2).2)

- 洪玉舜與王泰昌，2013，高階主管薪酬結構對績效指標之相對敏感度，管理學報，第30卷（6月）：263-293。(Hung, Y. S., and T. C. Wang. 2013. Relative sensitivity of performance measures in top executive compensation structure. *Corporate Management Review* 30 (June): 263-293.) (DOI: 10.6504/JOM.2013.30.03.04)
- 張文武與賴靜美，2017，企業生命週期對董監事暨重要職員責任保險需求之影響，管理與系統，第24卷（4月）：215-257。(Chang, W. W., and J. M. Lai. 2017. The influence of life cycle on the demand for directors' and officers' liability insurance. *Journal of Management and Systems* 24 (April): 215-257.) (DOI: 10.29416/JMS.201704_24(2).0003)
- 張育琳、傅鍾仁與劉俊儒，2011，高階經理人薪酬、生命週期與績效指標之價值攸關性，交大管理學報，第31卷（6月）：93-133。(Chang, Y. L., C. J. Fu, and C. J. Liu. 2011. Compensation, life cycle, and the value relevance of performance measures. *Corporate Management Review* 31 (June): 93-133.) (DOI: 10.6401/CMR.201106.0093)
- 張瑞當、方俊儒與曾玉琦，2007，核心代理問題與盈餘管理：董事會結構與外部監督機制之探討，管理學報，第24卷（2月）：17-39。(Chang, R. D., C. J. Fang, and Y. C. Tseng. 2007. Central agency problem and earnings management: An investigation of board structure and external monitoring mechanism. *Journal of Management and Business Research* 24 (February): 17-39.) (DOI: 10.6504/JOM.2007.24.01.02)
- 曹壽民、連威豪與劉奕孜，2010，從企業生命週期探討應計項目異常現象，會計評論，第51期（7月）：107-142。(Tsao, S. M., W. H. Lien, and Y. T. Liu. 2010. Accrual anomaly over the firm life cycle. *Journal of Accounting Review* 51 (July): 107-142.) (DOI: 10.6552/JOAR.2010.51.4)
- 許崇源與陳昭蓉，2008，員工分紅、公司治理與未來績效，中山管理評論，第16卷（12月）：671-701。(Hsu, C. Y., and C. J. Chen. 2008. Employee bonus, corporate governance, and future performance. *Sun Yat-Sen Management Review* 16 (December): 671-701.) (DOI: 10.6160/2008.12.02)
- 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（1月）：61-111。(Kuo, T. L., and C. Y. Wang. 2017. How does corporate governance affect the performance of family businesses? A long-term longitudinal analysis. *Journal of Accounting Review* 64 (January): 61-111.) (DOI: 10.6552/JOAR.2017.64.3)

- 陳玉麟，2012，企業策略、非財務績效衡量與總經理薪酬：電子業證據，會計評論，第 54 期（1 月）：117-150。(Chen, Y. L. 2012. Business strategy, nonfinancial performance measures, and CEO compensation: Evidence from electronics industry. *Journal of Accounting Review* 54 (January): 117-150.) (DOI: 10.6552/JOAR.2012.54.4)
- 陳如慧，2005，淺論新修訂員工分紅配股規範，證券暨期貨月刊，第 23 卷（3 月）：4-9。
- 陳怡珮、林翠蓉、侯啟嫻、張力與謝佩娟，2012，家族所有權、公司治理與風險承擔關係，輔仁管理評論，第 19 卷（5 月）：59-60。(Chen, Y. P., T. J. Lin, C. P. Hou, L. Chang, and P. C. Hsieh. 2012. The relationship among family ownership, corporate governance and risk-taking. *Fu Jen Management Review* 19 (May): 59-90.) (DOI: 10.29698/FJMR.201205.0003)
- 陳明園與張家萍，2006，高階經理人薪酬變動之決定因素，經濟論文叢刊，第 34 卷（9 月）：285-316。(Chen, M. Y., and C. P. Chang. 2006. The determinants of changes in executive compensation. *Taiwan Economic Review* 34 (September): 285-316.) (DOI: 10.6277/ter.2006.343.2)
- 陳欣妤與邱耿中，2017，相對績效評估與高階經理人薪酬：論企業生命週期之影響，中華會計學刊，第 13 卷（12 月）：157-192。(Chen, H. Y., and K. Chiu. 2017. Relative performance evaluation and top managers' compensation: The effect of the firm life cycle. *Taiwan Accounting Review* 13 (December): 157-192.) (DOI: 10.6538/TAR.2017.1302.01)
- 陳俞如與謝存瑞，2015，海外投資區位選擇、家族企業與盈餘品質，中山管理評論，第 23 卷（12 月）：1085-1124。(Chen, Y. J., and T. J. Hsieh. FDI location choice, family business and earnings quality. *Sun Yat-Sen Management Review* 23 (December):1085-1124.) (DOI: 10.6160/2015.12.04)
- 陳昭蓉，2014，信用評等變動與高階經理人薪酬：董事會獨立性、專業性及參與度之調節效果，經濟論文叢刊，第 42 卷（3 月）：103-155。(Chen, C. J. 2014. Credit rating changes and CEO compensation: The moderation effects of board independence, expertise, and attendance. *Taiwan Economic Review* 42 (March): 103-155.) (DOI: 10.6277/TER.2014.421.4)
- 湯麗芬，2010，家族企業特質與盈餘品質之關聯性，當代會計，第 11 卷（12 月）：371-410。(Tang, L. F. 2010. Family-controlled firms characteristics and earnings quality. *Journal of Contemporary Accounting* 11 (December): 371-410.) (DOI: 10.6675/JCA.2010.11.S.04)

- 黃振豐、陳薇如與張雅婷，2016，核心代理問題之道德風險對高階經理人薪酬與企業績效關係之影響，*管理學報*，第 33 卷（6 月）：213-238。(Huang, C. L., W. J. Chen, and Y. T. Chang. 2016. The effect of moral hazard of core agency problem on the relationship between CEO compensation and firm performance. *Journal of Management and Business Research* 33 (June): 213-238.) (DOI: 10.6504/JOM.2016.33.02.05)
- 楊朝旭與吳幸蓁，2003，總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究，*會計評論*，第 36 期（1 月）：55-87。(Young, C. S., and S. J. Wu. 2003. CEO Pay-performance sensitivity, performance threshold and discretionary accounting choices—An empirical study. *Journal of Accounting Review* 36 (January): 55-87.) (DOI: 10.6552/JOAR.2003.36.3)
- 溫福星，2013，社會科學研究中使用迴歸分析的五個重要概念，*管理學報*，第 30 卷（4 月）：169-190。(Wen, F. H. 2013. Five important concepts of using regression analysis in social science studies. *Journal of Management and Business Research* 30 (April): 169-190.) (DOI: 10.6504/JOM.2013.30.02.04)
- 葉銀華，2001，台灣公司治理的問題與改革之道，*證券暨期貨月刊*，第 20 卷（11 月）：3-11。
- 葉銀華，2004，博達事件省思：從銀行治理看問題—強化信用風險管理—檢視治理機制與長期財報，*會計研究月刊*，第 225 期（8 月）：50-53。(DOI: 10.6650/ARM.2004.225.50)
- 廖采如與陳涵苙，2014，公司治理與績效之關係：比較家族與非家族企業，*多國籍企業管理評論*，第 8 卷（9 月）：181-204。(Liao, T. J., and H. Y. Chen. 2014. The relationship between corporate governance and performance: A comparison between family-owned business and non-family-owned business. *Journal of International Business Studies, R.O.C.* 8 (September): 181-204.) (DOI: 10.3966/199553922014090802004)
- 劉俊儒、張育琳與劉均怡，2017，在不同企業生命週期下經營績效對高階經理團隊薪酬之影響，*當代會計*，第 18 卷（5 月）：79-120。(Liu, C. J., Y. L. Chang, and C. Y. Liu. 2017. The impact of performance measures on top management team compensation in the business life cycle. *Journal of Contemporary Accounting* 18 (May): 79-120.) (DOI: 10.6675/JCA.18.1.04)
- 劉政淮、許永聲與金凱雯，2013，企業生命週期、董事會組成特性對資訊透明度之影響，*台灣管理學刊*，第 13 卷（2 月）：73-94。(Liou, C. H., Y. S. Hsu, and K. W. Chin. The impacts of life cycle and board characteristics on information transparency. *Taiwan Academy of Management Journal* 13 (February): 73-94.) (DOI: 10.6295/TAMJ.2013.1301.04)

- 劉若蘭、許永聲與劉力維，2014，在不同生命週期下董事會組成特性對公司經營績效之影響，會計評論，第 58 期（1 月）：133-165。(Liu, J. L., Y. S. Hsu, and L. W. Liu. 2014. The relationship between characteristics of board directors and a firm's performance: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting Review* 58 (January): 133-165.) (DOI: 10.6552/JOAR.2014.58.4)
- 蔡柳卿、楊朝旭與許慧雯，2012，高階管理團隊薪酬對資產減損敏感度之實證研究，中華會計學刊，第 8 卷（7 月）：165-216。(Tsai, L. C., C. S. Young, and H. W. Hsu. 2012. A study on the sensitivity of top management team members' compensation to asset write-downs. *Taiwan Accounting Review* 8 (July): 165-216.) (DOI: 10.6538/TAR.2012.0802.02)
- 戴怡蕙，2017，股份控制權和盈餘分配權的偏離程度會影響以績效為基準的考核制度誘因效果嗎？會計評論，第 65 期（7 月）：1-43。(Tai, Y. H. 2017. Does the separation of ownership and control affect the incentive intensity of executive performance-based compensation? *Journal of Accounting Review* 65 (July): 1-43.) (DOI: 10.6552/JOAR.2017.65.1)
- 戴怡蕙與曾智揚，2019，內部董事薪酬合約與控制股東股份控制權與現金流量偏離程度之關聯，當代會計，第 20 卷（5 月）：29-66。(Tai, Y. H., and C. Y. Tseng. 2019. Inside director's compensation contract and controlling shareholders' control-cash flow right deviation. *Journal of Contemporary Accounting* 20 (May): 29-66.) (DOI: 10.6675/JCA.201905_20(1).02)
- Adizes, I. 1988. Corporate lifecycles: How and why corporations grow and die and what to do about it. 2nd edition. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall.
- Albuquerque, A. 2009. Peer firms in relative performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 48 (October): 69-89. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2009.04.001)
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58 (June): 1301-1329. (DOI: 10.1111/1540-6261.00567)
- 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 (June-September): 203-227. (DOI: 10.1016/0165-4101(92)90018-W)
- Banker, R. D., and S. M. Datar. 1989. Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research* 27 (Spring): 21-39. (DOI: 10.2307/2491205)

- Beck, N., and J. N. Katz. 1995. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *The American Political Science Review* 89 (September): 634-647. (DOI: 10.2307/2082979)
- Bennedsen, M., H. C. Kongsted, and K. M. Nielsen. 2008. The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance* 32 (June): 1098-1109. (DOI: 10.1016/j.jbankfin.2007.09.016)
- Berle, A. A., and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, N.Y.: MacMillan.
- Bradley, M, G. A. Jarrell, and E. H. Kim. 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance* 39 (July): 857-878. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x)
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 (June): 167-201. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2003.09.005)
- Chenhall, R. H. 2003. Management control systems design within its organizational context: Findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society* 28 (February–April): 127-168. (DOI: 10.1016/S0361-3682(01)00027-7)
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporation. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 81-112. (DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (March): 371-406. (DOI: 10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (March): 51-89. (DOI: 10.1016/0167-7187(91)90058-S)
- Dickinson, V. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86 (November): 1969-1994. (DOI: 10.2308/accr-10130)
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2010. Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process. *Journal of Accounting and Economics* 49 (February): 136-154. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2009.08.001)

- Faccio, M., and L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (September): 365-395. (DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (April): 288-307. (DOI: 10.1086/260866)
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325. (DOI: 10.1086/467037)
- Ferreira, A., and D. Otley. 2009. The design and use of performance management systems: An extended framework for analysis. *Management Accounting Research* 20 (December): 263-282. (DOI: 10.1016/j.mar.2009.07.003)
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (January–July): 125-160. (DOI: 10.1016/0165-4101(93)90007-3)
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review* 88 (March): 96-118.
- Hermalin, B. E., and N. E. Wallace. 2001. Firm performance and executive compensation in the savings and loan industry. *Journal of Financial Economics* 61 (July): 139-170. (DOI: 10.1016/S0304-405X(01)00058-7)
- Hill, C. W. L., and G. S. Hansen. 1989. Institutional holdings and corporate R&D intensity in research intensive industries. *Academy of Management Best Papers Proceedings* 1 (August): 17-21. (DOI: 10.5465/ambpp.1989.4977775)
- Jawahar, I. M., and G. L. McLaughlin. 2001. Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of Management Review* 26 (July): 397-414. (DOI: 10.2307/259184)
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (April): 5-50. (DOI: 10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76 (May): 323-329.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360. (DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jiraporn, P., Y. S. Kim, and W. N. Davidson. 2005. CEO compensation, shareholder rights, and corporate governance: An empirical investigation. *Journal of Economics and Finance* 29 (June): 242-258. (DOI: 10.1007/BF02761556)
- Kennedy, P. E. 1992. *A Guide to Econometrics*. 1st edition. Cambridge, M.A.: MIT Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 3-27. (DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (April): 471-517. (DOI: 10.1111/0022-1082.00115)
- Leone, A. J., J. S. Wu., and J. L. Zimmerman. 2006. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 42 (October): 167-192. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2006.04.001)
- Lien, D., and N. Balakrishnan. 2005. On regression analysis with data cleaning via trimming, winsorization, and dichotomization. *Communication in Statistics-Simulation and Computation* 34 (4): 839-849. (DOI: 10.1080/03610910500307695)
- Liu, M. 2008. Accruals and managerial operating decisions over the firm life cycle. Working paper, Penn State University.
- Lynall, M. D., B. R. Golden, and A. J. Hillman. 2003. Board composition from adolescence to maturity: A miltitheoretic view. *Academy of Management Review* 28 (July): 416-431. (DOI: 10.2307/30040730)
- McConaughy, D. L., M. C. Walker, G. V. Henderson, and C. S. Mishra. 1998. Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics* 7 (1): 1-19. (DOI: 10.1016/S1058-3300(99)80142-6)
- Mitton, T. 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64 (May): 215-241. (DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00076-4)
- Moore, K., and S. Yuen. 2001. Management Accounting systems and organizational configuration: A life-cycle perspective. *Accounting, Organizations and Society* 26(May-July): 351-389. (DOI: 10.1016/S0361-3682(00)00040-4)

- Morck, R., B. Yeung, and W. Yu. 2000. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 215-260 (DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00071-4)
- Mundlak, Y. 1978. On the pooling of time series and cross section data. *Econometrica* 46 (January): 69-85. (DOI: 10.2307/1913646)
- Murphy, K. J. 2000. Performance standards in incentive contracts. *Journal of Accounting and Economics* 30 (December): 245-278. (DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00013-1)
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (November): 147-175. (DOI: 10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Ozkan, N. 2011. CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management* 17 (March): 260-285. (DOI: 10.1111/j.1468-036X.2009.00511.x)
- Pedersen, T., and S. Thomsen. 1997. European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies* 4 (December): 759-778. (DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490118)
- Rosen, S. 1992. Contracts and The Market for Executives. In *Contract Economics* (pp.181-217), edited by L. Werin and H. Wijkander. Oxford: Blackwell Press. (DOI: 10.3386/w3542)
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (June): 461-488. (DOI: 10.1086/261385)
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (June): 737-783. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x)
- Sloan, R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16 (January-July): 55-100. (DOI: 10.1016/0165-4101(93)90005-Z)
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (December): 263-292. (DOI: 10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (May): 385-417. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005)

- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995 .Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (July): 61-91. (DOI: 10.1016/0165-4101(94)00393-J)
- White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48 (May): 817-838. (DOI: 10.2307/1912934)
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2 (March–June): 21-48. (DOI: 10.1111/1468-2443.00014)

The Effect of Core Agency Problem on Top Management Team Remuneration under Different Lifecycles

1. PURPOSE

This study aims to explore the relationship between the core agency problem and top management compensation in a sample that is divided by control types into family-controlled or non family-controlled firms. Furthermore, based on the lifecycle perspective, this study considers the stages of lifecycles as a corporate attribute to examine whether the relationship between the core agency problem and top management compensation varies in different lifecycle stages.

2. RESEACH DESIGN

For Hypothesis H1, this study employs two proxy variables for the core agency problem, including seat-cash and control-cash flow right deviation, and establishes Models (1) and (2) as follows. To examine whether the impact of the core agency problem on top management compensation differs between family-controlled firms and non family-controlled firms, this study divides the sample into two subgroups.

$$\begin{aligned} \ln(\text{COMP}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Bed}_{i,t} + \beta_2 \text{Lifecycle}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Pbr}_{i,t} + \beta_5 \text{Ret}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{Roa}_{i,t} + \beta_8 \text{Rd}_{i,t} + \beta_9 \text{Dual}_{i,t} + \beta_{10} \text{Risk}_{i,t} + \beta_{11} \text{Bsize}_{i,t} + \beta_{12} \text{Mhold}_{i,t} \\ & + \sum_{t=1}^6 \varphi_t \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \ln(\text{COMP}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sed}_{i,t} + \beta_2 \text{Lifecycle}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Pbr}_{i,t} + \beta_5 \text{Ret}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{Roa}_{i,t} + \beta_8 \text{Rd}_{i,t} + \beta_9 \text{Dual}_{i,t} + \beta_{10} \text{Risk}_{i,t} + \beta_{11} \text{Bsize}_{i,t} + \beta_{12} \text{Mhold}_{i,t} \\ & + \sum_{t=1}^6 \varphi_t \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (2)$$

where,

- $\ln(\text{COMP}_{i,t})$ = Natural logarithm of the average compensation of top managers
- $\text{Bed}_{i,t}$ = Seat-cash flow right deviation, which is board seat right minus cash flow right
- $\text{Sed}_{i,t}$ = Control-cash flow right deviation, which is control right minus cash flow right
- $\text{Lifecycle}_{i,t}$ = Lifecycle score. This variable is represented by the sum of the four indices of lifecycle

$Size_{i,t}$	= Firm size. This variable is represented by the natural logarithm of total assets (unit: NT\$1000)
$Pbr_{i,t}$	= Price-book ratio, defined as the company's stock price over its book value per share
$Ret_{i,t}$	= Stock return, defined as the monthly return of the accumulated stock shares of the company excluding rights and dividends
$Lev_{i,t}$	= Leverage. This variable is measured by means of total debts divided by total assets
$Roa_{i,t}$	= Return on assets. This variable is measured by means of net income divided by total assets
$Rd_{i,t}$	= R&D expense ratio. This variable is calculated by means of R&D expenses divided by net sales
$Dual_{i,t}$	= Dummy variable of CEO duality. This variable is 1 if the CEO also holds the position of chairman of the board, and it is 0, otherwise.
$Risk_{i,t}$	= Firm risk. This variable is represented by the standard deviation of the company's monthly stock return over the past 12 months
$Bsize_{i,t}$	= Board size, represented by the number of board members
$Mhold_{i,t}$	= Ownership ratio of top managers. This variable is calculated in terms of the number of shares owned by top managers divided by the number of outstanding shares
$Year_t$	= Dummy variable of a year, where $t=1, 2, \dots, 6$ respectively representing year 2009, 2010, ...2014. This variable is 1 if the data belongs to year t , and it is 0, otherwise
$\varepsilon_{i,t}$	= Residual term

To investigate whether the relationship between top management compensation and the core agency problem varies in different lifecycle stages, this study, following the method of related literature, includes a dummy variable of between-stage comparison (D) and the interaction terms of the core agency problem and between-stage comparison ($Bed_{i,t} \times D$ and $Sed_{i,t} \times D$) in testing Hypothesis H2. The empirical model is as follows:

$$\begin{aligned} \ln(COMP_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 Bed_{i,t} + \beta_2 D + \beta_3 Bed_{i,t} \times D + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Pbr_{i,t} + \beta_6 Ret_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} \\ & + \beta_8 Roa_{i,t} + \beta_9 Rd_{i,t} + \beta_{10} Dual_{i,t} + \beta_{11} Risk_{i,t} + \beta_{13} Mhold_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t Year_t \\ & + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \ln(COMP_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 Sed_{i,t} + \beta_2 D + \beta_3 Sed_{i,t} \times D + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Pbr_{i,t} + \beta_6 Ret_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} \\ & + \beta_8 Roa_{i,t} + \beta_9 Rd_{i,t} + \beta_{10} Dual_{i,t} + \beta_{11} Risk_{i,t} + \beta_{13} Mhold_{i,t} + \sum_{t=1}^6 \varphi_t Year_t \\ & + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (4)$$

where,

D = Dummy variable of between-stage comparison. In the comparison between the maturity and growth stages, 1 denotes maturity stage, and 0 denotes the growth stage. In the comparison between the decline and growth stages, 1 denotes the former, and 0 denotes the latter. In the comparison between the decline and the maturity stages, 1 denotes the former, and 0 denotes the latter.

3. FINDING

Among single family-controlled firms, the empirical results indicate, higher seat-cash flow deviation is associated with higher top management compensation. Further comparisons between different lifecycle stages reveal that, the positive relationship between seat-cash flow deviation and top management compensation among family-controlled firms is more pronounced in the maturity and the decline stages as compared with the growth one. When there is a larger deviation of controlling shareholders' control rights, as the finding implies, there is a stronger incentive to encroach on the interests of minority shareholders, and controlling shareholders are more likely to manipulate top management compensation. When the firm is in the maturity or the decline stage, the tendency is especially more prominent than when it is in the growth stage.

4. RESEARCH LIMITATIONS

This study is subject to a number of limitations. First, starting in 2005, publicly-listed companies are allowed to disclose managerial compensation information in a collective manner and using intervals. As a result, it is hard to obtain the compensation data of a specific manager from a company's annual report. Due to limited information availability, this study uses average compensation as a measure, by following the method of previous studies. Because the number of senior managers and the pay difference between general and vice general managers vary from one firm to another, there may be errors in the measurement of compensation. Second, this study determines the lifecycle stage of a company based on yearly data under four criteria, including sales growth rate, capital expenditure ratio, R&D density, and firm age. In other words, a company may be classified into a different lifecycle stage by years, and a transient and abnormal change from one stage to another within one year may not necessarily indicate that the company has entered a different stage. Hence, this study is not entirely certain that the lifecycle stages of all the sample firms are correctly determined. Third, the sensitivity analysis shows that the establishment of a compensation committee can help curb the compensation levels of top managers in non family-controlled firms, and this finding is not presented among family-controlled firms. However, other methods or mechanisms, such as inculcation of the

company's value and ideas, may also produce the same effect. Further research can be conducted from this perspective. Fourth, in addition to the adoption of the test methods suggested in prior studies—*F*-test, LM-test, and Hausman test—this study endeavors to examine hypotheses with an appropriate model and also includes an additional random effect model in the sensitivity analysis. Since every model has inherent limitations and shortcoming, it is impossible to completely rule out the possibility that top management compensation may also be affected by certain unobservable corporate features that vary over time. Fifth, the empirical evidence from family-controlled firms does not show any correlation between control-cash flow right deviation and top management compensation. However, in the sensitivity analysis, where the sample was further divided into electronic and non-electronic industries, different results were obtained from both subgroups. Thus, the conclusion of this study drawing on a sample covering all industries may not be generalized to one specific industry. Future researchers are suggested to extend this research to investigate and reflect the conditions of specific industry types. Sixth, in addition to the “managerial entrenchment behavior” described in this study, there are two other factors that may contribute to the positive relationship between seat-cash flow right deviation and top management compensation. Therefore, it is not appropriate to interpret “managerial entrenchment” as the only factor that leads to “the positive relationship between seat-cash flow right deviation and top management compensation”. Future researchers can probe into related issues from a different perspective.

5. ORIGINALITY/CONTRIBUTION

The contributions of this study are as follows. First, prior research related to the core agency problem focuses mainly on its impact on firm values. This study attempts to explore the correlation between the core agency problem and top management compensation. Besides, taking into account that family-controlled firms are common among publicly-listed firms in Taiwan (Claessens et al. 2000), this study discusses the correlation in two different contexts, family-controlled and non family-controlled ones. The results can fill a gap in the literature about the role of family ownership and also make an additional contribution to the literature on the core agency problem and top management compensation. Second, the agency theory suggests that compensation be used as a tool to mitigate agency problems. Though prior studies emphasized the benefits of closely tying compensation to business operations, the influence of the core agency problem on the compensation level of top management has seldom been discussed yet. Core, Holthausen, and Larcker (1999) found that the poorer the internal governance mechanisms, the higher the compensation level of the general manager. This study explores the relationship between the core agency problem and top management compensation to obtain more empirical evidence and clarify the above finding. Third,

domestic research rarely probes into the interactive effect between lifecycles and the core agency problem. Unlike previous studies simply examining the relationship between a corporate lifecycle and top-management compensation, this study dissects the possible effects of the core agency problem on top management compensation in different stages. The obtained results can fill a gap in the literature.