

薪酬委員會品質是否影響核心代理問題 與薪酬績效敏感性間的關聯？

張雅淇*

淡江大學會計學系

張瑞當

國立中興大學會計學系

柯文鎧

第一商業銀行

摘要

本研究探討核心代理問題、薪酬委員會品質與薪酬績效敏感性三者之關聯。其中，核心代理問題係指控制股東所擁有之決策權利與所需承擔的經營風險不對稱之下，倘若控制股東有追求私利的誘因，於是便很可能會罔顧小股東的權益，使得小股東之利益因此而遭受到損害（郭翠菱與王志洋 2017；Shleifer and Vishny 1997；La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer 1999；Claessens, Djankov, Fan and Lang 2002）。實證結果顯示在電子產業中，核心代理問題會負向影響公司會計績效與高階經理人薪酬間的關係；而在非電子產業中，核心代理問題對於上述關係的影響則為正向。其次，在電子產業中，薪酬委員會品質愈高，高階經理人薪酬與公司會計績效間的連結愈弱；但是對於非電子產業，薪酬委員會品質愈高，高階經理人薪酬與公司會計績效的連結則愈強。最後，在電子產業中，薪酬委員會品質可調節核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性之間的關係。

關鍵詞：薪酬委員會、核心代理問題、薪酬績效敏感性

* 通訊作者。電子郵件信箱：140198@mail.tku.edu.tw。聯絡地址：251301 新北市淡水區英專路 151 號。作者衷心感謝會計評論總編輯委員會及兩名匿名審查委員提供之寶貴意見。

收稿日：2020年6月

接受日：2023年7月

七審後接受

主審領域主編：張元晨教授

DOI: 10.6552/JOAR.202307_(77).0003

Does the Quality of the Compensation Committee Affect the Relationship Between Core Agency Problems and Pay-performance Sensitivity?

Ya-Chi Chang*

Department of Accounting
Tamkang University

Ruey-Dang Chang

Department of Accounting
National Chung Hsing University

Wen-Kai Ko

First Commercial Bank

Abstract

This study investigates the association among core agency problems, compensation committee quality, and pay-performance sensitivity. Core agency problems refer to the asymmetry between controlling shareholders' decision-making rights and the operational risks they need to manage. If controlling shareholders have incentives to pursue their own interests, they may ignore and jeopardize the rights and interests of the minority shareholders (Guo and Wang 2017; Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2002). Empirical results indicate that in the electronics industry, core agency problems will adversely impact the relationship between the company's accounting performance and top manager compensation; while in the non-electronics industry, core agency problems positively impact the above-mentioned relationship. In addition, in the electronics industry, the higher the quality of the compensation committee is, the weaker the link between top manager compensation and the company's accounting performance will be; on the other hand, in the non-electronics industry, the higher the quality of the compensation committee is, the stronger the relationship between top manager compensation and accounting performance will be. Finally, in the electronics industry, the quality of the compensation committee can moderate the relationship between core agency problems and top managers' pay-performance sensitivity.

Keywords: *Compensation committee, Core agency problem, Pay-performance sensitivity.*

* Corresponding author, email: 140198@mail.tku.edu.tw. Address: No.151, Yingzhuang Rd., Tamsui Dist., New Taipei City 251301, Taiwan (R.O.C.). The authors sincerely appreciate the helpful comments and suggestions from the editorial board of this journal and two anonymous reviewers.

Submitted June 2020

Accepted July 2023

After 7 rounds of review

Field Editor: Professor Yuan-Chen Chang

DOI: 10.6552/JOAR.202307_(77).0003

壹、緒論

除了經營者與股東間的權益代理問題之外，控制股東與小股東間的核心代理問題在實務上及學術上也受到許多關注。核心代理問題係指控制股東所擁有之決策權利與所需承擔的經營風險不對稱之下，倘若控制股東有追求私利的誘因，於是便很可能會罔顧小股東的權益，使得小股東之利益因此而遭受到損害（郭翠菱與王志洋 2017；Shleifer and Vishny 1997；La Porta et al. 1999；Claessens et al. 2002）。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)發現全球有49個國家的企業之股權結構屬於集中型態，控制股東會以間接或金字塔持股的方式來掌控公司。李春安、吳欽杉與葉麗玉 (2003)研究顯示臺灣企業的股權結構大多存在控制股東，其實質掌控管理階層與經營。當控制股東的股份控制權大於盈餘分配權時，控制股東掠奪行為產生之利益高於因公司股東權益所造成的損失，於是控制股東便有誘因透過侵占小股東的權益來圖利自身利益（戴怡蕙與曾智揚 2019；La Porta et al. 1999；Claessens et al. 2002）。如同 Jensen and Ruback (1983)所提出之「利益掠奪假說」認為控制股東為了追求自身利益最大化及維持家族的勢力，有可能會指派自己家族的關係人擔任高階經理人，造成小股東利益被掠奪，並且對公司績效及價值產生不利之影響。然而，相對地，Jensen and Meckling (1976)提出之「利益收斂假說」則認為控制股東的盈餘分配權愈高，由於控制股東因私利去侵占公司的資產時，便會損害到自身所分配到的利益，因此控制股東會有誘因去監督經營者對公司所做的決策，使自己能獲得較高的報酬，所以控制股東的盈餘分配權與公司績效是正向關係。

藉由上述文獻之討論，可知控制股東之控制權與盈餘分配權產生偏離時，並不全然都會執行掠奪行為。況且，當控制股東有掠奪的意圖時，仍需要公司經理人與其通力合作，才有可能實現。一般而言，控制股東常掌握董事席次並擁有任命經理人的權力(Yeh, Ko and Su 2003)，故高階經理人可能會為了保有職位而聽從控制股東的指示，惟經理人也會清楚瞭解到其與控制股東勾結一旦造成企業績效下滑甚至損及企業價值，此時再加上若企業係以績效表現評估員工努力程度並給予獎酬時，將會嚴重影響到其可獲得之薪酬水準及業界對其經營能力的社會觀感（戴怡蕙 2017；Joh 2003），而拒絕控制股東的要求。是以，控制股東在欲達成能與經理人勾結之目的下，可能會降低採用以績效為基準的考核制度以作為誘使高階經理人與之勾結的工具，導致薪酬績效敏感度下降（戴怡蕙 2017）。故根據利益掠奪假說的觀點，控制權與盈餘分配權偏離程度愈高時，控制股東愈有誘因去侵占小股東利益，並利用降低以績效作為考核的基礎來控制高階經理人的決策，造成高階經理人薪酬與公司績效的連結性降低。但從利益收斂假說的角度來分析，則會有截然不同的主張，亦即控制股東為驅使經理人為公司整體利益而努力，不會降低以績效作為考核的基礎，故核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性間呈非負向關係。

在連結公司績效與經理人薪酬方面，薪酬委員會扮演著關鍵性的角色

(Dechow, Huson and Sloan 1994; Gaver and Gaver 1998; Comprix and Mueller 2006)。Landsberg (2007)表示薪酬委員會不但具備監督效用，並可確立經理人薪酬適切與公平性之功能。過去有文獻從獨立性(Newman and Mozes 1999)、專業性(潘虹華、廖懿屏與鍾旻純 2019; Yatim 2010)或是採用綜合指標(朱炫璉、劉乃榮、陳彥綺與吳品萱 2016; 朱炫璉、陳彥綺、劉乃榮與王慧君 2017; Bushman, Chen, Engel and Smith 2004; Cheng, Gul, Tong and Tsui 2008; Sun and Cahan 2009; Kanapathippillai, Gul, Mihret, and Muttakin 2019)來衡量薪酬委員會品質，實證結論均支持薪酬委員會其成員獨立性愈佳、品質愈好時，愈能發揮監督功能的效用，並有效連結高階經理人薪酬與公司績效，改善或增強兩者間的關聯度(Newman and Mozes 1999; Mishra and Nielsen 2000; Sun and Cahan 2009; Kanapathippillai et al. 2019)。本研究延續過去薪酬委員會相關文獻之議題，進一步檢測在不同的產業情境下，薪酬委員會品質與高階經理人薪酬績效敏感性間的關聯性是否皆能獲得相同結論。除此之外，薪酬委員會的設立及其品質對於良好的公司治理是重要的一環，因其能夠強化對高階經理人的監督，減少股東的權益受到侵害，降低代理成本。綜合前面所述，因為薪酬委員會品質會影響薪酬績效敏感性，是以在討論核心代理問題對於高階經理人薪酬與公司績效連結度的影響時，考量薪酬委員會品質的調節效果是適宜的。尤其在核心代理問題與高階經理人薪酬敏感性若具有關聯之下，薪酬委員會於其中是否能發揮職能。據此，本文另一研究議題為聚焦薪酬委員會對於核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性關係的調節效果，藉以探討薪酬委員會此一機制運作下，能否影響核心代理問題與薪酬績效敏感性之間的關係。

採用 2012 年至 2017 年臺灣上市¹公司之資料分析，研究發現電子產業中，核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性間呈現顯著負相關；相對地，在非電子產業中，核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性則呈現顯著正相關。上述結果推測可能是因為處於產業較為競爭之電子業公司²，在環境變化大、未來獲利情況不明朗之下³，控制股東傾向藉由握有較多的董事席次來降低採用會計績效作為考核基礎，以誘使高階經理人與之勾結，達到近期内快速掠奪公司財富的目的，故符合利益掠奪假說的觀點；處於非電子業之公司，成長性普遍較為緩慢且經營環境變遷較低⁴，控制股東較不偏好自身近期利益之取

¹ 財團法人櫃檯買賣中心上櫃公司不論在資本額、成立年限、獲利能力及股權分散等方面，遠不及臺灣證券交易所上市公司嚴格。雖然證券交易法強制自 2011 年底起設立薪酬委員會之規定，涵蓋範圍包括所有上市櫃公司，然而，在此一制度對於核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性之影響仍未確定之下，本研究以上市公司為研究對象，更能瞭解上市公司在該制度下之治理成效。

² 歐陽豪與莊雙喜 (2008)提出電子產業為臺灣競爭程度最激烈的產業。

³ 陳明進與蔡麗雯 (2010)指出電子業之產品生命週期較短、產業結構更迭快速，且其營收成長性較非電子產業高。

⁴ 張元與葉清雄 (2014)顯示非電子產業其產業成長率較電子產業緩慢，且產業環境變遷程度不若電子產業般快速。謝依珊 (2001)指出臺灣長期以來不論是在人才、資金、技術及租稅獎勵方面，電子產業均優於非電子產業，使得非電子產業面臨著排擠效果而不易發展；一般而言，非電子產業公司多屬於勞力密集且技術層面不太高及成熟，故進步幅度較為緩慢。王素彎 (2012)則表示我國非電子產業公司其經營模式大多倚賴降低生產成本以維繫競爭力。

得，即使其透過董事席次掌有控制權，仍主要以會計績效作為給予高階經理人薪酬的基準，驅使經理人為企業整體利益而努力，故與利益收斂假說的觀點相符。其次，本研究發現電子產業中，薪酬委員會品質與高階經理人薪酬績效敏感性的關係為負，表示薪酬委員會品質愈高，會弱化高階經理人薪酬與公司會計績效之關係；相對地，非電子產業中愈高的薪酬委員會品質，能增進高階經理人薪酬績效敏感性，顯示非電子業公司薪酬委員會品質愈佳，將提升高階經理人薪酬與公司會計績效之間的敏感性。此結果推測可能原因為良好的薪酬設計能因應企業所處產業特性，並考量企業策略與組織需求來加以制定⁵（李伶珠 2006）；因此，電子業公司，其薪酬委員會品質愈高，在公司策略方向配合快速變動的產業大環境作調整時，也會同步修改高階經理人績效考核的基礎，以期能夠達到組織目標；故除了會以會計績效表現作為薪酬決定基準之外，另外也會關注到其他的非會計績效表現，並適當的調整會計績效衡量指標及非會計績效衡量指標之間的權重；相對地，非電子產業公司較重視傳統會計績效的達成與否，因此高品質的薪酬委員會，可增進公司會計績效與高階經理人薪酬的連結。最後，本文發現電子產業之薪酬委員會品質愈高，能夠調節核心代理問題對高階經理人薪酬績效敏感性的負向關係，表示電子產業公司，良好的薪酬委員會品質有益於高階經理人薪酬的合理性，使得企業不會僅偏重於會計績效的衡量，而是也會一併考量非會計績效的表現，如此將可減緩核心代理問題影響高階經理人薪酬績效敏感性所導致的利益掠奪情形，隱含薪酬委員會可達到保護小股東利益之功能。

本研究有以下貢獻：首先，早期對於薪酬績效敏感性的研究，多從代理人與主理人間的權益代理問題出發，惟近年來戴怡蕙 (2017)、Zhang, Gao, Guan and Jiang (2014)發現許多企業所存在之控制股東與小股東間的核心代理問題，亦會影響高階經理人薪酬績效敏感性。況且，雖然林穎芬等 (2012)探究「董事」薪酬相關議題時，指出需就不同產業類別分別討論之必要性。然而，同樣均為薪酬方面的研究，就本文所知，目前關於「高階經理人」薪酬部分，許多學者主要係在模型中納入產業變數以控制潛在之產業效果（戴怡蕙 2017），或是聚焦於電子產業作為研究樣本加以檢視（陳玉麟 2012；劉俊儒等 2017）。由於甚少有文章著墨於非電子產業，本文除了從核心代理問題的角度，驗證其對高階經理人薪酬績效敏感性的影響外，並將電子產業及非電子產業進行區分、分別探索，藉以釐清不同產業下會獲致不同的結果。其次，過去文獻（朱炫璉等 2016；朱炫璉等 2017；Kanapathippillai et al. 2019）顯示薪酬委員會品質與高階經理人薪酬績效敏感性間的關聯性，本研究延伸現存文獻，進一步發現在電子產業，薪酬委員會品質會弱化公司會計績效與高階經理人薪酬之關

⁵ 例如，2002 年 2 月微軟新任總裁 Steve Ballmer 在公司內部會議中，積極說服與會人士，希望將公司經營策略由傳統的業務及技術導向，改變為顧客滿意。而為了能徹底執行該一新策略，Steve Ballmer 亦將酬勞制度除了原來以銷售和利潤為基礎的方式之外，再加入顧客滿意度（李伶珠 2006）。

聯；在非電子產業，薪酬委員會品質會強化公司會計績效與高階經理人薪酬之關聯。臺灣自 2011 年強制規定所有上市櫃公司須設置薪酬委員會以來，其功能發揮與成效仍不甚清楚，透過本研究之實證結果可瞭解高品質的薪酬委員會，會考量企業所處產業並根據組織策略及目標為公司作適當的薪酬設計。是以，本文提供國內企業施行薪酬委員會制度確實能在高階經理人薪酬考核方面產生效益之實證證據，故可作為主管機關制定後續相關政策之參考。最後，本研究檢視薪酬委員會品質對於核心代理問題與薪酬敏感性間居中的調節效果，結果發現針對電子產業公司，薪酬委員會品質可調節核心代理問題與高階經理人薪酬會計績效敏感性的負向關係。換言之，本文反映就電子產業而言，控制股東藉由降低採用會計績效作為考核制度之基準，以誘使高階經理人與其相互勾結，進而達成掠奪小股東利益之情形，可透過高品質的薪酬委員會不會只偏重於會計績效指標，而是會再考量其他面向的績效指標而獲得改善⁶。因此，本研究實證結果幫助政府瞭解電子產業在薪酬委員會此一功能性委員會良好運作之下，有助於提升高階經理人薪酬制定的合理化，減緩小股東利益被掠奪，具有政策意涵。

本文之結構如下：第壹節為緒論，第貳節整理相關文獻並發展出假說，第參節為研究方法，第肆節彙整所得之實證結果，最後，第伍節則是本研究之結論。

貳、文獻探討與假說發展

一、薪酬績效敏感性

在商業環境中，股東（主理人）聘請高階經理人（代理人）協助公司提升經營績效，以獲取最大利潤；但是，當主理人與代理人雙方立場不一致，且存在資訊不對稱時，代理人將不會以公司利益最大化為優先考量，使經理人在追求自身利益的同時亦損害到主理人的權益，兩者之間便存在著目標不一致的代理衝突(Jensen and Meckling 1976)。為了減緩代理問題，企業可建立一套具監督及獎勵作用的薪酬制度，來防止經理人做出對企業整體不利的行為，抑或讓經理人與股東的利益一致，以人性自利及有限理性的假設下，同時顧及股東的利益(Fama and Jensen 1983)。Holmström(1979)指出如果股東能夠全面觀察經理人在公司當中的決策執行，固定薪資是最適的薪酬契約；相反的，當股東因資訊不對稱，無法監督經理人的行為時，為了提升經理人對公司經營績效的責任感而付諸有效的行動，可以透過薪酬契約的訂定，將高階經理人薪酬與公司績效做連結（亦即薪酬績效敏感性）。如此一來，經理人若想獲得高額的薪酬，就需要努力提升公司的經營績效，因而不僅能夠降低代理成本，也能使高階經

⁶ 李佳玲與李懿洋 (2008)指出公司治理之目的在於兼顧利害關係人前提下，追求公司利益極大並確保股東投資利益；透過薪酬委員會的運作期許得以建構出具獨立、積極、有效的獎酬監督系統，達成以整體股東利益為優先考量及減緩利益衝突之公司治理精神。

理人與股東間的風險趨於一致(Mehran 1995)。

薪酬契約中的誘因制度，能促使高階經理人為公司的利益而努力，並有效提升公司績效(Bruce, Skovoroda, Fattorusso and Buck 2007; Shaw and Zhang 2010)。林淑惠與胡星陽 (2003)指出將經理人薪酬與公司績效相連結，薪酬績效敏感性的高低可代表經理人誘因薪酬的大小。也就是說，當薪酬績效敏感度愈高，所有權人提供給經理人的誘因薪酬愈強，經理人便愈會進行公司利益極大化之決策，進而增加股東自身的權益。Bouwens and Lent (2006)亦提出如果誘因制度愈強，員工對公司付出努力的程度就會愈強。

過去有文獻發現有些因素會影響到高階經理人薪酬與公司績效的連結性。例如，Craighead, Magnan and Thorne (2004)指出薪酬揭露程度的相關法律制定愈嚴格，可提升高階主管薪酬與公司績效之間的連結性。楊朝旭與吳幸蓁 (2003)顯示薪酬績效敏感性愈高時，經理人愈會使用裁決性應計項目來操縱盈餘，藉以提高公司績效水準，進而獲得個人高額的薪酬。Coulton, James and Taylor (2001)研究發現高階主管薪酬資訊一經公開後，薪酬透明度會負向影響高階主管薪酬，而正向影響公司績效。Gao and Li (2015)指出由於私有公司(privately-held firms)與公開發行公司在所有權結構方面存有極大的差異，導致私有公司較公開發行公司之高階經理人薪酬績效敏感度低。Lei, Lu, and Ren (2019)針對中國國有企業進行分析，研究顯示一旦非屬於執行長(Chief Executive Officer, 簡稱 CEO)之其他經理人(non-CEO top managers)亦擔任董事時，基於私利其有誘因會與 CEO 進行勾結，故董事會中非屬於 CEO 之內部董事(non-CEO insider directors)所佔比例愈高時，高階經理人薪酬與企業績效的連結性會下降。Chen, Chittoor and Vissa (2021)發現公司績效表現良好時，由家族成員擔任 CEO (family CEO)較由專業人士擔任 CEO (professional CEO)之薪酬績效敏感度高。

二、核心代理問題

代理理論認為，當所有權者與經營者間資訊不對稱或是契約訂的不完整時，會引發主理人與代理人間的利益衝突。至於代理問題的產生可由企業的股權結構來分析，早期相關研究指出企業的經營權與所有權是分離的，而企業的股權大多分散於小股東身上，且企業的經營權委由高階經理人代為執行(Berle and Means 1932)。當高階經理人(代理人)持股比例不高時，企業整體價值會與其自身利益相關度低，於是在企業的股東(主理人)與代理人的目標有所衝突時，代理人為了追求個人利益最大化，可能會做出不利於企業整體與主理人利益的經營方案，甚至會產生特權消費(perquisites)的情況，不僅浪費企業資源，並降低了企業價值，因而產生了股東與管理者間的權益代理問題(Jensen and Meckling 1976)。

自 1980 年以後，許多研究指出企業的股權結構不完全均屬於分散的型

態。Shleifer and Vishny (1986)發現美國的大部分企業所有權頗為集中；La Porta et al. (1998)以 49 個國家的企業作為研究對象，實證發現企業的股權結構多屬於集中型態。La Porta et al. (1999)研究 27 個已開發國家的上市櫃企業，結果顯示公司股權結構多為集中型，且企業的經營普遍由控制股東所掌控；許多控制股東除了直接擁有公司較多實質股權外，也會利用間接持股或金字塔持股的方式來掌控公司。Claessens, Djankov, Fan and Lang (2000)以東亞九國為樣本，研究顯示有三分之二的企業是由單一股東組成，其中 60%企業的股權較為集中，大多以家族型企業為主，利用交叉持股來提升對控制權的掌控。國內葉銀華 (1999)指出，臺灣上市公司中屬於家族型者約佔 76%，控制股東掌握董事會席次的比例有 66.5%。李春安等 (2003)顯示臺灣企業的股權結構大多存在控制股東，其實質掌控管理階層與經營。王元章與張椿柏 (2011)發現 1996 至 2007 年期間，家族成員擔任其控制公司之高階經理人佔七成左右。

股權較集中的企業，因控制股東可掌控企業，便會產生控制股東與小股東間的代理問題。Shleifer and Vishny (1997)顯示高階經理人與股東持股比例超過一定的範圍內，即盈餘分配權低於控制權時，控制股東便有機會追求自身利益最大化，而損害小股東的利益，此將會形成大股東與小股東間的核心代理問題。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000)指出盈餘分配權與控制權的偏離乃是最終控制者運用金字塔結構、交叉持股的方式來增加公司的控制權。Claessens et al. (2002)發現當公司的控制權集中在控制股東身上，且盈餘分配權偏離控制權的程度愈大，則控制股東愈會有誘因侵占小股東的權益。

三、薪酬委員會

臺灣金管會於 2010 年 11 月修正《證券交易法》部分條文，增訂第 14-6 條，規定已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣股票之公司，應設置「薪酬委員會」，以訂定董監事及經理人的合理薪酬。2011 年 3 月 18 日金管會公布《股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》，規定資本額達 100 億元之國內上市櫃及興櫃公司，需於 2011 年 9 月 30 日前完成設置薪酬委員會；資本額未達 100 億元者，應於 2011 年 12 月 31 日前設置完成。

薪酬委員會的設置乃公司治理及風險管理重要之一環，目的是在幫助公司董事會審視並提出建議有關董監酬勞及經理人薪酬契約之訂定，使公司薪酬結構與績效評估連結。此一制度的設計，乃在希冀藉由薪酬委員會成員間的獨立性及相互監督的效能，提升公司治理績效。Williamson (1985)指出無設置薪酬委員會之公司，可能會導致管理階層在薪酬契約的訂定上濫用職權，使股東的權益受損。Landsberg (2007)表示薪酬委員會具有監督效用，並確立經理人薪酬適切與公平性之功能。Vafeas and Afxentiou (1998)也指出設置薪酬委員會能增加薪酬資訊透明度，提升市場外部監督能力。Pan and Liao (2018)顯示當薪酬委員會之委員以忙碌為由辭職時，市場會呈負向反應。

四、假說發展

代理人與主理人目標利益不一致時，代理人為了追求個人利益最大化，可能採行降低企業價值的經營方案，因而產生了代理人與主理人間的權益代理問題(Jensen and Meckling 1976)。為了減緩此一代理問題的存在，可將高階經理人的薪酬與股東所重視的公司績效做適當的連結，使雙方的目標利益一致，讓高階經理人在獲得合理薪酬的同時，促使其對公司付出努力，替股東創造最大利益(Jensen and Murphy 1990)。Becker (2006)指出薪酬合約中的誘因薪酬愈大，就會使經理人薪酬與績效間的敏感性增強，經理人愈會進行股東利益極大化的決策，為公司帶來正向績效。

然而，過去幾年來研究發現有許多公司屬於家族型企業，控制股東掌握董事會席次的比例亦相當高（葉銀華 1999）。La Porta et al. (2000)及 Claessens et al. (2002)指出當產生控制權和盈餘分配權偏離現象時，會形成大股東與小股東之間的核心代理問題，且企業的價值會伴隨著偏離的程度愈大而下降。Faccio, Lang and Young (2001)顯示市場監督機制不完善的市場或亞太地區，家族型企業公開資訊較不透明化，且保護股東的措施很少，核心代理問題比較嚴重，因此公司價值和家族企業呈現負相關。王元章與張椿柏 (2011)表示家族持股比率愈高時，小股東的財富受到侵害的情況更形明顯，且控制權偏離盈餘分配權之程度愈大，會降低公司價值。上述研究均支持 Jensen and Ruback (1983)所提出之「利益掠奪假說」觀點，惟仍有少數學者發現控制股東會為全體股東設想，有益於事業的經營(Anderson and Reeb 2003)與企業價值(Villalonga and Amit 2006)，而與 Jensen and Meckling (1976)提出之「利益收斂假說」觀點一致。

雖然薪酬制度有助於解決傳統的權益代理問題，但核心代理問題對高階經理人薪酬績效敏感性的影響，在過去文獻中有二種不同的想法。其一，控制股東為了追求自我利益，會與高階經理人相互勾結（林穎芬、洪晨桓與陳羽甄 2011；Berrone, Cruz, Gomez-Mejia and Larraza-Kintana 2010），進而削弱以公司績效為薪酬發放的誘因效果；因此，當控制股東的控制權偏離盈餘分配權愈大，公司績效與高階經理人薪酬間的關聯性會愈低。亦即，控制股東為了降低經理人拒絕勾結的強度⁷，會考量經理人得以承受之潛在風險大小及減少以績效作為考核基礎之可能性（戴怡蕙 2017）。Zhang et al. (2014)亦指出股份控制權偏離盈餘分配權之程度愈高時，會減弱高階經理人薪酬與公司績效間的連結。相對地，從另一方面來看，若控制股東降低採用以績效為基礎之考核制度

⁷ 由於控制股東與高階經理人相互勾結，將會導致公司之績效表現及股東權益產生減損(Claessens et al. 2002; Zhang et al. 2014)，當公司以減損後的績效表現評估經理人投入程度時，不但會讓經理人獲得較少的獎酬，也會影響到業界對該經理人的評價，是以經理人有可能會選擇不與控制股東相互勾結（戴怡蕙 2017）。然隨著控制股東的控制權偏離盈餘分配權程度愈大，控制股東愈有動機勾結高階經理人來圖謀自身利益（戴怡蕙 2017；Claessens et al. 2002; Zhang et al. 2014）；此時，因勾結誘因強度的增加也造成採行以績效為基礎之考核制度的可能性減少，故經理人面臨潛在的風險，一旦此風險超過經理人所能承受的範圍，便會使經理人選擇與控制股東相互勾結(Zhang et al. 2014)。

時，因為經理人的獎酬較不藉由績效表現決定，從而也較難以利用獎酬來達到激勵經理人致力於提升公司未來績效的目的，此將造成控制股東未來可取得的私利、獎酬較少；在控制股東也需承受額外風險情況下，是以控制股東也有可能不願意降低以績效為基礎的考核且不會與經理人進行勾結（戴怡蕙 2017）。

綜合前述討論，核心代理問題對於高階經理人薪酬與公司績效間連結性（薪酬績效敏感性）的影響，端視控制股東降低以績效作為考核制度基準之誘因效果的成本與效益而定（戴怡蕙 2017）。若符合控制股東與經理人會相互勾結的觀點，控制股東的控制權偏離盈餘分配權愈大，愈會減少以績效作為考核制度之基準的可能性，是以核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性會呈負向關係；若符合控制股東不會與經理人相互勾結的觀點，則不會降低以績效作為考核制度之基礎的可能性，故核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性會呈非負向關係。由於核心代理問題對於高階經理人薪酬與公司會計績效間的影響並無法確定其方向為正向或負向，故本研究僅討論核心代理問題會影響高階經理人薪酬與公司會計績效間連結性（以對立假說表示），設立假說如下：

H1：核心代理問題會影響高階經理人薪酬與公司會計績效間的連結性。

薪酬委員會在連結公司績效與經理人薪酬上是不容忽視的(Dechow et al. 1994; Gaver and Gaver 1998; Comprix and Mueller 2006)，其不但能增加薪酬資訊透明度，亦能提升市場外部監督能力(Vafeas and Afxentiou 1998)。Landsberg (2007)指出薪酬委員會具有監督效用並確立經理人薪酬適切與公平性之功能。Zhu, Tian and Ma (2009)發現有設立薪酬委員會的公司，其薪酬績效敏感性較高。周雅英、姚維仁與陳沂芳 (2015)顯示當高階管理階層領有超額薪酬時，自利動機會誘使企業降低薪酬委員會之監督功能。林佳慶與董珮珊 (2017)分析臺灣 17 家銀行在設置薪酬委員會前後，高階經理人薪酬是否發生變化，實證結果指出薪酬委員會的設立有助於提升高階經理人薪酬的合理性。

薪酬委員會治理品質的好壞也會影響其監督的強弱(Sun and Cahan 2009)，Newman and Mozes (1999)、Anderson and Bizjak (2003)與 Vafeas (2003)針對薪酬委員會成員獨立性問題進行探討，研究結果指出薪酬委員會的成員獨立性愈高，愈能有效提升經理人薪酬與經營績效的敏感度。Zhu et al. (2009)發現具獨立性的薪酬委員所佔比例較高時，CEO 現金薪酬與會計或市場績效間有著較為顯著的連結性。Sun and Cahan (2009)以綜合指標衡量薪酬委員會品質⁸，實證結果顯示薪酬委員會品質愈高，愈能緊密連結經理人現金薪酬與會計績效間之正向關係。Kanapathippillai et al. (2019)研究亦發現有設置薪酬委員會公司及

⁸ Sun and Cahan (2009)認為若只使用單一委員會品質因素，便僅能反映某單一面向的治理品質，於是採用六項薪酬委員會之特性變數（包括董事會成員、成員任期、成員是否為他公司執行長、董事持股率、全體委員中兼職其他公司三席以上之比例及委員會規模）並彙總成一綜合指標，藉以衡量薪酬委員會之品質特性。

在薪酬委員會有效運作之下，能增進高階經理人薪酬與企業績效間的連結。

綜合上述，本研究認為薪酬委員會品質愈高時，愈能發揮監督效能，強化公司治理機制，藉由其專業、獨立性且適當的制定薪酬契約，遏止高階經理人不當獲取超額報酬；並在完善的公司治理監督下，能有效提升高階經理人薪酬與公司績效間的連結程度。基此，本研究提出假說如下：

H2：薪酬委員會品質愈高，則高階經理人薪酬與公司會計績效間的連結性愈強。

誠如前述，設計一套將經理人薪酬與公司績效做連結的薪酬契約，使經理人的利益與股東趨於一致，可降低權益代理問題(Mehran 1995)。然而，臺灣多數公司存在控制股東，當股份控制權與盈餘分配權二者之偏離程度愈大時，可能會產生二種截然不同的情況，其一控制股東愈有可能勾結或委派家族關係人擔任高階經理人，藉以獲得私有利益，而為了讓經理人有與其共同合作的誘因，於是便會減少採用以績效為基礎的考核制度，從而降低公司績效與高階經理人薪酬之間的連結程度(Claessens et al. 2002)；其二控制股東考量未來能夠持續從公司中獲得利益，不會與高階經理人相互勾結，並且採行以績效為基礎的考核制度，誘使經理人致力於工作中，故會提升公司績效與高階經理人薪酬的關聯性(戴怡蕙 2017)。

隨著臺灣於 2011 年強制規定所有上市公司必須設置薪酬委員會，此一規範的目的在於減緩高階經理人與公司績效的不對等關係(朱炫璉等 2016；朱炫璉等 2017)。再者，相關文獻指出，薪酬委員會在連結公司績效與經理人薪酬上扮演相當重要的角色(朱炫璉等 2016；朱炫璉等 2017；Dechow et al. 1994; Gaver and Gaver 1998; Comprix and Mueller 2006)。Sun and Cahan (2009) 研究亦顯示公司的薪酬委員會品質愈高，其薪酬績效敏感性愈強。因此，本研究認為薪酬委員會的運作及其職能，能強化公司治理機制，若核心代理問題愈大造成薪酬績效敏感性下降時，利用薪酬委員會可減緩核心代理問題所造成的負向影響；反之，若核心代理問題能增進薪酬績效敏感性時，利用薪酬委員會可強化核心代理問題所形成的正向影響。據此，本研究提出假說如下：

H3：薪酬委員會品質愈高，有助於改善(增進)核心代理問題對於高階經理人薪酬與公司會計績效間的負向(正向)連結性。

參、研究方法

一、樣本選取與資料來源

臺灣證券交易法規定上市公司於 2011 年年底開始強制設置薪酬委員會，慮及設置薪酬委員會初期之效果可能尚不明顯，是以完成設置的次年度作為研

究起始年度, 因此, 本研究以 2012 年至 2017 年間⁹臺灣上市公司為樣本, 資料來源取自於台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ)、各上市公司年報及公開資訊觀測站。

本研究原始樣本為 4,503 筆觀察值, 刪除資料缺漏的 106 筆樣本及薪酬委員會開會次數為 0 次之 69 筆樣本¹⁰後, 最終樣本數為 4,328 筆觀察值。按臺灣證券交易所的產業分類標準來分析樣本的產業分布(未列表資訊), 可知所佔比重最高為電子工業, 佔整體樣本 48.61%, 其次為建材營造, 佔全體樣本 7.09%。

二、實證模型

本研究以下列實證模型進行驗證。由於假說 H1 並未作方向預測, 故若模型中公司會計績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)係數 β_4 達顯著水準, 表示核心代理問題會影響高階經理人薪酬與公司會計績效間的關聯性, 支持假說 H1。假說 H2 係欲瞭解薪酬委員會的品質對於薪酬績效敏感性之影響, 若模型中公司會計績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)係數 β_5 顯著為正, 則表示薪酬委員會的品質愈高時, 有助於高階經理人薪酬與公司會計績效的連結, 支持假說 H2。假說 H3 係欲瞭解薪酬委員會品質, 是否能改善(增進)核心代理問題對薪酬績效敏感性之影響, 若模型中公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)係數 β_6 顯著為正, 則支持假說 H3。

$$\begin{aligned} COMP_{i,t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 COREI_{i,t} + \beta_3 CCQI_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_8 RD_{i,t} + \beta_9 BSIZE_{i,t} + \beta_{10} OWN_{i,t} + \beta_{11} INS_{i,t} + \beta_{12} AGE_{i,t} \\ & + \beta_{13} FAMILY_{i,t} + \beta_{14} IND_{i,t} + \sum_{t=1}^5 \varphi_t Year_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (1)$$

另外, 本研究運用 Chow test 檢驗電子產業及非電子產業二樣本群間, 在模型(1)迴歸係數是否存有顯著差異, 若 F 統計量達顯著水準, 表示須針對這二群樣本分開討論。

(一) 應變數：高階經理人薪酬($COMP_{i,t+1}$)

由於臺灣自 2006 年起所有上市櫃公司關於總經理及副總經理之薪酬資訊, 採行「總額揭露配合級距」方式, 故本文所稱之高階經理人, 係指總經理及副總經理以上經理人。至於薪酬的內容, 則包含基本薪資(底薪、獎金及特

⁹ 由於本研究之應變數係以落後一期來衡量, 因此資料蒐集實際上至 2018 年。

¹⁰ 此乃企業於年底時甫設立薪酬委員會, 因而導致在設置當年度未能召開會議, 這也意味薪酬委員會功能尚未真正啟動, 故不列入樣本中。

支費)、現金紅利及股票紅利。根據過去文獻的作法,本研究以薪資、獎金及特支費、現金紅利與股票紅利合計數,除以總經理及副總經理人數後,計算出高階經理人平均薪酬,並對高階經理人平均薪酬取自然對數,以減少歧異性(Sloan 1993)¹¹。

(二) 自變數

1. 資產報酬率($ROA_{i,t}$)

過去關於高階經理人薪酬績效敏感性相關文獻,針對公司績效的部分有會計績效與市場績效兩種衡量方式,參考過去學者(戴怡蕙 2017; Ittner and Larcker 1998)的作法,本文以資產報酬率($ROA_{i,t}$)作為公司績效之衡量指標,其計算方式為稅前息前折舊前淨利除以總資產。

2. 核心代理問題($COREI_{i,t}$)

控制股東可藉由金字塔結構、交叉持股等方法,提高股份控制權偏離現金流量權的程度,讓其侵占小股東所獲得之利益大於因股東權益受損所產生之損失(La Porta et al. 1999),因此,過去有許多學者(La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Claessens et al. 2002)運用股權偏離差作為核心代理問題之代理變數。然而,林宛瑩與許崇源(2008)認為臺灣企業主要是由董事會而非個別股東把持公司決策權,因此,若是在董事會佔有較多的席次,則對公司的影響力也就會更大,是以,使用席次偏離差的方式來衡量核心代理問題較適用於臺灣實務狀況(林宛瑩與許崇源 2008; 許崇源與陳昭蓉 2008)。由於在臺灣,席次偏離差或者是股權偏離差之衡量方式皆有學者採用(張雅淇與謝佑承 2021),循此,本文先運用席次偏離差作為核心代理問題的替代變數,後續再採用股權偏離差作為核心代理問題的代理變數,藉以瞭解不同的衡量方式之下是否仍可獲致相同結論¹²。席次偏離差之計算方式為席次控制權減現金流量請求權。其中,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。

3. 薪酬委員會品質($CCQI_{i,t}$)

本文參酌吳幸蓁、謝佳純與梁書瑋(2014)、朱炫璉等(2017)、Sun and Cahan(2009)、Kanapathippillai et al.(2019),並慮及國內相關資訊之可取得性,選取四項常見的薪酬委員會品質特性之個別衡量指標:薪酬委員會每年開會次數($MEETING_{i,t}$)、薪酬委員會委員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)、薪酬委員會委員獨

¹¹ 為降低模型中高階經理人薪酬與公司績效間可能存在同時受到相同經濟環境所影響之內生性(endogeneity)問題,並慮及高階經理人薪酬通常於前一年度決定,使核心代理問題與薪酬委員會品質對於高階經理人薪酬的影響可能會存在時間落差,況且,Banker, Darrough, Huang and Plehn-Dujowich(2013)指出過去績效能反映經理人不易被觀察的能力,並作為是否調整當期薪酬的依據。因此,本研究參考以往研究設計(陳玉麟 2012; 林佳慶與董珮珊 2017)將實證模型之應變數以落後一期來衡量。惟為瞭解核心代理問題、薪酬委員會品質與「當期」高階經理人薪酬之間的關係,本文亦於附錄 OA1 中執行相關分析。

¹² 實證相關數據請詳見附錄 OA2。

立董事比例($INDIR_{i,t}$)、薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)，茲一一說明如下：

(1) 薪酬委員會每年開會次數($MEETING_{i,t}$)

隨著公司規模的日益增長，公司的營運狀況及重大的決策都仰賴董事會的討論與表決，董事會應要有較多的開會次數來進行討論與決策的執行(朱炫璉等 2017)。Vafeas (1999)表示董事會開會次數愈多，將有助於公司績效的提升。Vafeas and Afxentiou (1998)研究亦發現薪酬委員會開會次數愈頻繁，愈能提升執行效率並強化對於經理人的監督能力。因此，本文將薪酬委員會開會次數($MEETING_{i,t}$)作為薪酬委員會品質衡量指標之一。

(2) 薪酬委員會委員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)

Pozen (2010)認為薪酬委員積極的參與及投入程度愈高，愈能善盡應有職責。由於董事、監察人及經理人之績效評估與薪酬制定決策須由薪酬委員會訂定及執行，若成員之參與度不高，且忽略了一些關於制定薪酬的關鍵資訊，將可能無法縝密的產出最適薪酬合約(吳幸蓁等 2014)。故本文將薪酬委員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)作為薪酬委員會品質其中的一項組成因素，出席率之計算方式為各薪酬委員實際出席次數合計數除以各薪酬委員應出席次數合計數。

(3) 薪酬委員會中獨立董事比例($INDIR_{i,t}$)¹³

獨立董事有益於股東利益的維護(Byrd and Hickman 1992; Mallette and Fowler 1992)。Vafeas and Afxentious (1998)發現薪酬委員會中獨立董事佔比愈高時，公司績效與其所制定之獎酬制度的關聯性愈強。據此，本研究將薪酬委員會中獨立董事人數的比例($INDIR_{i,t}$)作為薪酬委員會品質要素之一。

(4) 薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)

委員會成員之專業背景有助於強化企業財務報表品質與財務健全度(Carcello, Hermanson, Neal, Riley Jr. 2002; Kanapathippillai et al. 2019)。Sapp (2008)亦發現委員會成員具有財務或會計專長時，評估薪酬契約的能力更佳。因此，本研究將薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)作為薪酬委員會品質其中的一項組成因素。此外，Wang, Xie and Zhu (2015)發現薪酬委員會由具有產業經驗的獨立董事擔任時，會使 CEO 薪酬減少，並有助於更換 CEO 與公司績效間敏感度的提升。1995 年 Greenbury Report 亦建議薪酬委員會委員應具備相關經

¹³ 《股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》第 4 條第 1 項規定「薪資報酬委員會成員由董事會決議委任之，其人數不得少於三人，其中一人為召集人」；第 8 條第 3 項指出「已依本法規定設置獨立董事者，薪資報酬委員會至少應有獨立董事一人參與，並由全體成員推舉獨立董事擔任召集人及會議主席，無獨立董事者，由全體成員互推一人擔任召集人及會議主席」。是以，為避免重覆衡量，本研究不將「薪酬委員會召集人或會議主席是否為獨立董事」納為薪酬委員會品質特性之個別衡量指標之一。此外，本文樣本公司之「薪酬委員會規模」平均數、最小值、中位數及第三四分位數均為三席，等於法令最低要求席次，由於樣本公司在薪酬委員會規模差異不大而無法區辨出品質的高低，故「薪酬委員會規模」亦不列為薪酬委員會品質特性之個別衡量指標之一。

驗，對於公司所經營業務有一定程度的瞭解（潘虹華等 2019）。植基於本研究納入產業差異的主題，並考量相關資料取得限制¹⁴，是以，對於委員會專業性的定義著重在「實務工作經驗」方面的衡量，其計算方式為薪酬委員會成員中由具有財務、會計或法律實務工作經驗擔任者之比例。

採用單一品質因素來衡量薪酬委員會品質，雖然可瞭解單一面向的治理品質，但是卻有可能會因為忽略各項特性之間存在互補作用，而不夠完善(Bathala and Rao 1995)¹⁵。本文根據 Bushman et al. (2004)、Cheng et al. (2008)之百分比等級分數(percentile ranking)衡量方法，計算彙總出綜合指標，亦即將薪酬委員會治理品質之單一品質特性，由小至大排列並得出百分位等級分數，其值介於0~1之間。接著，加總出合計數即為薪酬委員會品質綜合指標 $CCQI_{i,t}$ ，其值愈高，表示薪酬委員會品質愈佳¹⁶。

（三）控制變數¹⁷

1. 公司規模($SIZE_{i,t}$)

公司的規模愈大，不論是在營運、行銷及財務等重大經營方面的複雜度亦隨之愈高，更需要僱用專業的高階經理人來管理，公司給的薪資條件當然也相對優渥(Newman and Mozes 1999; Park, Nelson and Huson 2001)。況且，李馨蘋與鄭誌偉 (2008)及 Coombs and Gilley (2005)發現企業規模會正向影響高階經理人薪酬水準。因此，本文將公司規模($SIZE_{i,t}$)納入控制變數，以總資產取自然對數來衡量，預期高階經理人薪酬與公司規模呈正相關。

¹⁴ 《股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》第 5 條第 1 項規定「薪資報酬委員會之成員，應取得下列專業資格條件之一，並具備五年以上工作經驗：一、商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。二、法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。三、具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗」。從上述規範可知，公司可在此三種類別下，自由安排各類之人數及比例。吳幸蓁等 (2014)指出上述類別均包括商務、法務、財務、會計，且未再做進一步詳細區分，故難以確實判別薪酬委員會成員中具備財務及會計背景或專長之人數，建議未來主管機關針對公司在這方面的揭露能有更為詳盡之要求，以利於觀察薪酬委員會設置之成效。本研究亦發現縱使可利用公司年報中「董監經理人學經歷欄位」來判斷，惟各公司揭露該部分之資訊內容程度不一並存有許多遺漏值，是以，實無法清楚掌握，而列為本研究限制之一。考量本文之研究主題及資料可取得性，本研究著眼於薪酬委員會委員「實務工作經驗」方面所獲得之專業能力。

¹⁵ 在附錄 OA3 中，本文亦檢視薪酬委員會各個單一品質特性之影響。

¹⁶ 本研究另參考 Sun and Cahan (2009)的作法，分別針對薪酬委員會每年開會次數($MEETING_{i,t}$)、薪酬委員會委員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)、薪酬委員會委員獨立董事比例($INDIR_{i,t}$)、薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)等四項薪酬委員會治理品質之單一品質特性，若樣本公司於該特性之值高於中位數時，分數設為 1，否則設為 0。接著，合計出總分，並減去各產業之平均分數，再除以 4，計算出薪酬委員會品質第二個綜合指標 $CCQ2_{i,t}$ 。重新測試之實證結論與主要結果相同。

¹⁷ 企業在設定高階經理人薪酬時，可能會考量同業水準(Hayes and Schaefer 2009)。本研究進一步於模型(1)再納入同儕薪酬($INDCOMP_{i,t}$)作為控制變數，其以「相同年度同一產業其他公司之高階經理團隊平均薪酬取自然對數」之平均數衡量，重新執行分析，所得結論與主要結果相同。

2. 研發費用率($RD_{i,t}$)

企業未來成長機會可利用研發費用率作為代理變數(Bradley, Jarrell and Kim 1984), 當企業投入愈多的資金於研發活動中, 意謂其潛在投資機會愈大(王元章與張椿柏 2011; 張雅淇與謝佑承 2021)。Chung and Charoenwong (1991)指出企業成長機會愈大亦代表風險愈大, 為補償高階經理人所面臨的高風險, 企業會願意給予高階經理人較為高額的薪酬。此外, 陳明園與張家萍(2006)認為研發費用亦可以反應公司給予高階經理人的職權大小, 換言之, 職權愈大的高階經理人, 因其需要承擔之責任與風險會愈大, 相對地也會獲取較高的薪酬(張雅淇與謝佑承 2021)。故本研究納入研發費用率($RD_{i,t}$)作為控制變數, 利用研發費用除以銷貨收入淨額衡量, 預期研發費用率與高階經理人薪酬的關係為正。

3. 董事會規模($BSIZE_{i,t}$)

董事會規模愈大, 愈能聚集較多的專業人士且監督效果亦較強, 較不易受到高階經理人或管理階層的干涉(Adams and Mehran 2003; Bushman et al. 2004)。但相對地, 董事會規模愈大, 董事成員的責任較分散, 每位董事願意承擔責任的意願會降低, 容易造成搭便車的問題, 高階經理人就有機會操縱董事會(Lipton and Lorsch 1992)。因此, 本研究將董事會規模($BSIZE_{i,t}$)作為控制變數, 以董事席次衡量, 但不預期董事會規模係數之方向。

4. 高階經理人持股比率($OWN_{i,t}$)

經理人持有公司股數之比率愈高, 愈有可能透過其在董事會的影響力獲得高額之薪酬(朱炫璉等 2017; 蔡柳卿 2006; Core, Holthausen and Larcker 1999)。然而, 當經營者的持股數愈多, 經營者和股東的目標利益就會趨向一致, 較不需要透過薪酬設計來減緩代理衝突(朱炫璉等 2017; Jiraporn, Kim and Davidson 2005)。因此, 本研究納入高階經理人持股比率($OWN_{i,t}$)作為控制變數, 利用高階經理人持股數除以流通在外股數衡量, 但不預測高階經理人持股比率係數之方向。

5. 機構法人持股率($INS_{i,t}$)

Hartzell and Starks (2003)實證結果發現機構法人扮演著監督的角色, 進一步而言, 機構法人持股比率愈高, 會讓高階管理階層的薪酬水準降低, 並有助於增強管理階層薪酬與企業績效的連結性。惟亦有學者持反面看法, 李馨蘋與鄭誌偉(2008)指出機構法人重視的是公司的短期績效, 並無監督的效能。Smith and Swan (2008)研究顯示機構投資人持股愈集中, 則會增加高階管理者薪酬水準。因此, 本研究將機構法人持股率($INS_{i,t}$)作為控制變數, 但不預期機構法人持股率係數之方向。

6. 公司成立年數($AGE_{i,t}$)

公司成立時間愈久, 規模愈大, 愈需要聘僱具有專業知識及豐富經驗的高

階經理人，故公司設立年數與高階經理人薪酬具有關聯性（朱炫璉等 2017；Lee and Chen 2011）。然而，另有學者發現公司愈年輕時，由於生產技術尚不夠成熟或缺乏管理人才，常會以高薪吸引具生產力的經理人並留住具經驗及專業之經理人，故公司成立年數與高階經理人薪酬呈負向關係（陳明園與石雅慧 2004）。因此，本文將公司成立年數($AGE_{i,t}$)作為控制變數，但不預測公司成立年數與高階經理人薪酬的方向關係。

7. 家族控制型態虛擬變數($FAMILY_{i,t}$)

家族企業之家族成員經常親自涉入公司之經營(Tsao et al. 2015)，從而影響家族企業種種決策。過去文獻對於家族控制的定義均有所差異，本研究參酌陳俞如與謝存瑞 (2015)、戴怡蕙 (2017)的作法，以 TEJ 對於家族控制型態的分類來定義¹⁸。當樣本公司屬於 TEJ 之「單一家族主導型態」時，家族控制型態虛擬變數($FAMILY_{i,t}$)設為 1，否則設為 0。

8. 產業固定效果($IND_{i,t}$)

Lee and Chen (2011)指出不同的產業所處的競爭環境也會有所不同，在高度競爭的產業，高階經理人薪酬與績效之間的關聯性會較為強烈。考量電子業為我國競爭程度最高之產業（歐陽豪與莊雙喜 2008；朱炫璉等 2016），故本研究於模型中控制產業因素之影響。

9. 年度固定效果($YEAR_t$)

本研究於模型中加入控制年度固定效果。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計量及相關係數

表 1 Panel A 報導全部樣本下各個薪酬委員會特性之敘述性統計量，從表中可觀察到薪酬委員會每年開會次數($MEETING_{i,t}$)平均數為 2.88 次，最小值為 1 次，最大值為 17 次。薪酬委員會委員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)平均數為 94.44%，中位數為 100.00%，表示薪酬委員會委員大多都能實際親自出席會議，少有委託他人代為出席或缺席的狀況。薪酬委員會中獨立董事所佔比例($INDIR_{i,t}$)平均數為 50.37%。薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)平均數為 84.46%。

表 1 Panel B 進一步將樣本分組並進行差異檢定，從表中可知電子產業相較於非電子產業，薪酬委員會每年開會次數($MEETING_{i,t}$)較多、薪酬委員會委

¹⁸ TEJ 係根據年報公告的親屬關係將控制型態細分為「單一家族主導」、「專業經理人治理」、「公股主導」與「共治型態」四種類型。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）。本研究考量並非所有控制型態之控制股東均有能力可以進行掠奪行為（戴怡蕙與曾智揚 2019；張雅淇與謝佑承 2021），是以針對「單一家族主導型態」控制其對研究結果潛在的影響。

員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)較低、委員會獨立董事所佔比例($INDIR_{i,t}$)較高、薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)較高。綜上所述，電子產業與非電子產業在所有的單一薪酬委員會特性方面有顯著差異。

表 1 薪酬委員會單一品質特性之敘述性統計量

Panel A：全部樣本(N=4,328)							
單一品質特性	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
$MEETING_{i,t}$ (次)	2.88	1.30	1.00	2.00	2.00	3.00	17.00
$ATTENDANCE_{i,t}$ (%)	94.44	9.78	33.33	88.89	100.00	100.00	100.00
$INDIR_{i,t}$ (%)	50.37	39.95	0.00	0.00	66.67	100.00	100.00
$EXP_{i,t}$ (%)	84.46	27.47	0.00	66.67	100.00	100.00	100.00
Panel B：分組檢測							
單一品質特性	電子產業樣本 (N=2,104)		非電子產業樣本 (N=2,224)		差異檢定		
	平均數	中位數	平均數	中位數	t-value	Z-value	
$MEETING_{i,t}$ (次)	2.98	3.00	2.78	2.00	4.93***	5.32***	
$ATTENDANCE_{i,t}$ (%)	93.71	100.00	95.13	100.00	-4.79***	-5.87***	
$INDIR_{i,t}$ (%)	60.38	66.67	40.90	33.33	16.54***	15.59***	
$EXP_{i,t}$ (%)	87.22	100.00	81.85	100.00	6.46***	6.14***	

註：1.*、**、*** 分別代表達到雙尾檢定 10%、5%、1%顯著水準。

2.兩群組之平均數差異檢定採用 t 檢定，中位數差異檢定採用 Mann Whitney 等級符號檢定。

3.變數定義： $MEETING_{i,t}$ 薪酬委員會每年開會次數； $ATTENDANCE_{i,t}$ 薪酬委員會委員出席率； $INDIR_{i,t}$ 薪酬委員會委員獨立董事比例； $EXP_{i,t}$ 薪酬委員會委員專業程度。

表 2 Panel A 列示本研究整體樣本各變數之敘述性統計量¹⁹，表中顯示高階經理人平均薪酬($COMP_A_{i,t+1}$)平均數為 5,221.84 (新臺幣千元)。高階經理人平均薪酬取自然對數($COMP_{i,t+1}$)平均數為 8.28，標準差為 0.66，最小值及最大值分別為 6.57、10.28。資產報酬率($ROA_{i,t}$)平均數為 7.27%。核心代理問題($CORE1_{i,t}$)的平均數為 27.79，標準差為 23.31。薪酬委員會品質綜合指標($CCQI_{i,t}$)平均數為 2.00，標準差為 0.53。控制變數中，公司規模($SIZE_{i,t}$)平均數為 15.90，最小值 13.41，最大值 19.88；研發費用率($RD_{i,t}$)平均數為 3.43%；董事會規模($BSIZE_{i,t}$)平均數為 7.54 席次，最小值 2.00 席次，最大值 21.00 席次；高階經理人持股比率($OWN_{i,t}$)平均數為 1.15%，最小值 0.00%，最大值 10.45%；機構法人持股率($INS_{i,t}$)平均數為 43.02%，最小值 3.59%，最大值 91.04%；公司成立年數($AGE_{i,t}$)平均數為 33.80 年；家族控制型態虛擬變數($FAMILY_{i,t}$)平均數為 0.66，表示所有樣本中有六成以上屬於由單一家族主導型態。

¹⁹ 本研究依據 Lien and Balakrishnan (2005)，將連續變數其數值小於 1%及超過 99%百分位之觀察值採溫賽化(winsorized)處理，以避免極端值對實證結果產生影響。

表 2 各變數之敘述性統計量

Panel A：全部樣本(N=4,328)							
變數名稱	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
$COMP_A_{i,t+1}$ （千元）	5,221.84	7,371.69	7.00	2,576.00	3,776.00	5,803.00	332,545.00
$COMP_{i,t+1}$	8.28	0.66	6.57	7.85	8.24	8.67	10.28
$ROA_{i,t}$ (%)	7.27	8.19	-15.87	2.61	6.64	11.76	30.86
$COREI_{i,t}$	27.79	23.31	-29.45	12.75	27.99	44.14	78.70
$CCQI_{i,t}$	2.00	0.53	0.41	1.69	2.09	2.44	3.17
$SIZE_{i,t}$	15.90	1.29	13.41	14.99	15.72	16.56	19.88
$RD_{i,t}$ (%)	3.43	6.13	0.00	0.00	1.26	3.70	36.41
$BSIZE_{i,t}$ （席次）	7.54	2.34	2.00	6.00	7.00	9.00	21.00
$OWN_{i,t}$ (%)	1.15	2.00	0.00	0.04	0.34	1.17	10.45
$INS_{i,t}$ (%)	43.02	22.19	3.59	25.11	42.19	59.83	91.04
$AGE_{i,t}$ （年）	33.80	13.71	1.00	24.00	33.00	43.00	72.00
$FAMILY_{i,t}$	0.66	0.47	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
Panel B：分組檢測							
	電子產業樣本 (N=2,104)		非電子產業樣本 (N=2,224)		差異檢定		
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	
					t-value	Z-value	
$COMP_A_{i,t+1}$ （千元）	6,424.28	4,411.50	4,084.27	3,277.00	10.57***	16.26***	
$COMP_{i,t+1}$	8.45	8.39	8.12	8.09	16.83***	16.26***	
$ROA_{i,t}$ (%)	7.19	7.14	7.35	6.31	-0.64	1.47	
$COREI_{i,t}$	28.21	28.16	27.40	27.75	1.15	0.67	
$CCQI_{i,t}$	2.09	2.15	1.92	1.92	11.01***	11.07***	
$SIZE_{i,t}$	15.84	15.59	15.95	15.81	-2.76***	-4.47***	
$RD_{i,t}$ (%)	5.59	3.02	1.40	0.14	23.87***	32.16***	
$BSIZE_{i,t}$ （席次）	7.26	7.00	7.80	7.00	-7.72***	-5.10***	
$OWN_{i,t}$ (%)	1.63	0.71	0.69	0.08	15.71***	25.80***	
$INS_{i,t}$ (%)	39.20	37.26	46.63	47.11	-11.17***	-11.32***	
$AGE_{i,t}$ （年）	26.45	26.00	40.75	41.00	-40.17***	-34.83***	
$FAMILY_{i,t}$	0.54	1.00	0.77	1.00	-15.94***	-15.49***	

註：1.*、**、*** 分別代表達到雙尾檢定 10%、5%、1%顯著水準。

2.兩群組之平均數差異檢定採用 t 檢定，中位數差異檢定採用 Mann Whitney 等級符號檢定。

3.表中各變數定義： $COMP_A_{i,t+1}$ =高階經理人平均薪酬； $COMP_{i,t+1}$ =高階經理人平均薪酬取自然對數； $ROA_{i,t}$ =資產報酬率； $COREI_{i,t}$ =核心代理問題，以席次偏離差來衡量； $CCQI_{i,t}$ =Bushman et al. (2004)、Cheng et al. (2008)百分比等級分數方式所計算出之薪酬委員會品質綜合指標； $SIZE_{i,t}$ =公司規模； $RD_{i,t}$ =研發費用率； $BSIZE_{i,t}$ =董事會規模； $OWN_{i,t}$ =高階經理人持股比率； $INS_{i,t}$ =機構法人持股率； $AGE_{i,t}$ =公司成立年數； $FAMILY_{i,t}$ =家族控制型態虛擬變數。

表 2 Panel B 可發現電子產業在高階經理人平均薪酬($COMP_A_{i,t+1}$)、高階經理人平均薪酬取自然對數($COMP_{i,t+1}$)、薪酬委員會品質綜合指標($CCQI_{i,t}$)、研發費用率($RD_{i,t}$)、高階經理人持股比率($OWN_{i,t}$)方面高於非電子產業。電子產業在公司規模($SIZE_{i,t}$)、董事會規模($BSIZE_{i,t}$)、機構法人持股率($INS_{i,t}$)、公司成立年數($AGE_{i,t}$)方面低於非電子產業。此外，與電子產業相較，非電子產業之公司屬於單一家族主導型態($FAMILY_{i,t}$)的比例較高。

表 3 列示本研究各變數間 Pearson 相關係數，從表中可發現兩兩自變數間之相關係數取絕對值，最高者為公司規模($SIZE_{i,t}$)與機構法人持股率($INS_{i,t}$)達

表 3 Pearson 相關係數表(N=4,328)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.
1. $COMP_{i,t+1}$	1.000										
2. $ROA_{i,t}$	0.342***	1.000									
3. $COREI_{i,t}$	0.207***	-0.049***	1.000								
4. $CCQI_{i,t}$	0.193***	0.118***	-0.138***	1.000							
5. $SIZE_{i,t}$	0.547***	0.182***	0.303***	0.144***	1.000						
6. $RD_{i,t}$	0.054***	-0.067***	-0.018	0.068***	-0.167***	1.000					
7. $BSIZE_{i,t}$	0.217***	0.084***	0.144***	0.211***	0.380***	-0.058***	1.000				
8. $OWN_{i,t}$	0.068***	0.088***	0.071***	0.078***	-0.127***	0.093***	-0.050***	1.000			
9. $INS_{i,t}$	0.271***	0.300***	0.066***	0.147***	0.490***	-0.144***	0.288***	-0.167***	1.000		
10. $AGE_{i,t}$	-0.120***	-0.102***	0.159***	-0.186***	0.134***	-0.270***	0.109***	-0.221***	0.024	1.000	
11. $FAMILY_{i,t}$	-0.131***	-0.043***	-0.108***	-0.126***	-0.046***	-0.152***	-0.154***	-0.138***	-0.035***	0.232***	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 2。

0.490，小於 0.7，各自變數間相關程度不高²⁰。

二、迴歸分析結果

(一) 核心代理問題對高階經理人薪酬績效敏感性之影響

從表 4 全部樣本中可知，公司績效($ROA_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_1=0.0211$ ， $t=14.14$)，表示公司績效表現愈佳時，總經理及副總經理可獲取愈高的薪酬(Murphy 1985)。核心代理問題($COREI_{i,t}$)對高階經理人薪酬($COMP_{i,t+1}$)的影響呈顯著正相關($\beta_2=0.0023$ ， $t=5.10$)，顯示控制股東之席次偏離差愈大時，則高階經理人可獲得愈優渥的薪酬。

本研究進一步將樣本區分成電子產業及非電子產業子樣本，以 Chow test 檢測不同產業類別下，模型(1)之迴歸係數是否有所不同，結果顯示 F 統計量為 9.9140 達顯著水準($p<0.01$)，故有必要將樣本進行區分並個別分析。

表 4 實證結果可發現，在電子產業中，公司績效($ROA_{i,t}$)、核心代理問題($COREI_{i,t}$)二者之係數均顯著為正²¹($\beta_1=0.0246$ ， $t=11.11$ ； $\beta_2=0.0038$ ， $t=5.77$)，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_4=-0.0002$ ， $t=-3.81$)，與 Zhang et al. (2014)一致，顯示控制股東和高階經理人之間存有經濟租分享行為(rent-sharing behavior)。此結果意味電子產業控制股東的席次控制權超過盈餘分配權愈多時，不僅使高階經理人獲取更多的薪酬，並且會弱化高階經理人薪酬與公司會計績效的關聯程度；這也隱含控制股東有可能會委派自家人擔任高階經理人或勾結高階經理人，來獲取更多的利益，使得薪酬績效敏感性下降，並且侵害到小股東的權益。相對地，非電子產業中，公司績效($ROA_{i,t}$)、核心代理問題($COREI_{i,t}$)及公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)三者之係數均顯著為正($\beta_1=0.0188$ ， $t=9.43$ ； $\beta_2=0.0011$ ， $t=1.69$ ； $\beta_4=0.0002$ ， $t=2.44$)，與 Zhang et al. (2014)實證結論不一致，並未發現存有經濟租分享行為。此結果意味非電子產業控制股東的席次控制權高過盈餘分配權的程度愈大時，將會使高階經理人獲取更多的薪酬，並有助於強化高階經理人薪酬與公司績效的關聯程度；隱含控制股東經由董事席次掌有控制權，仍會以會計績效作為基準並據以給予高階經理人薪酬。綜合上述結果說明，處於產業較為競爭之電子業公司，控制股東降低採用會計績效為考核基礎，支持控制股東

²⁰ 本研究後續藉由變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor，簡稱 VIF) 檢驗是否存有共線性 (multicollinearity) 問題 (Kennedy 1992)。由於以模型(1)檢測時，公司績效($ROA_{i,t}$)、公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)、公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之 VIF 值均大於 10，故參考 Cohen, Cohen, West and Aiken (2003)、Pedhazur (1997)之作法，將 $ROA_{i,t}$ 、 $COREI_{i,t}$ 及 $CCQI$ 等連續變數予以集中化，亦即將這些變數扣除其平均值($x-\bar{x}$)表達。

²¹ 湯麗芬、廖秀梅與李建然 (2015)指出根據統計原理，若係針對單一方向（大於或小於 0）情況進行假設檢定時，可採用單尾檢定。此外，部分國內外著名期刊之文獻中（湯麗芬等 2015；吳幸蓁等 2014；蔡柳卿、楊朝旭與許慧雯 2014；林國成、楊朝旭、孫文琦與邱美鳳 2015；朱炫璉等 2017；Jiang, Petroni and Wang 2010）亦對於有預期方向之自變數採用單尾檢定。準此，本研究針對自變數之符號有預期方向者採用單尾檢定，無預期方向者則採用雙尾檢定。

與高階經理人相互勾結的觀點；反之，處於產業環境較為穩定之非電子業公司，控制股東根據會計績效獎酬高階經理人，支持控制股東與高階經理人不會勾結的觀點，這也反應出產業類型的不同會有不同的結果，需分開討論的必要性。

表 4 核心代理問題與薪酬委員會品質對高階經理人薪酬績效敏感性之影響

自變數	預期 符號	應變數： $COMP_{i,t+1}$					
		全部樣本		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值
Intercept		3.7915***	31.74	3.6667***	20.88	4.2035***	26.50
$ROA_{i,t}$	+	0.0211***	14.14	0.0246***	11.11	0.0188***	9.43
$COREI_{i,t}$	?	0.0023***	5.10	0.0038***	5.77	0.0011*	1.69
$CCQI_{i,t}$	?	0.0412**	2.10	0.1399***	5.32	-0.0689**	-2.39
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	-0.0000	-0.34	-0.0002***	-3.81	0.0002***	2.44
$ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	-0.0015	-0.74	-0.0087***	-2.69	0.0060**	2.05
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0001	1.17	0.0001*	1.95	0.0001	0.76
$SIZE_{i,t}$	+	0.2578***	31.56	0.2847***	25.42	0.2259***	20.08
$RD_{i,t}$	+	0.0068***	5.07	0.0036**	2.53	0.0253***	7.75
$BSIZE_{i,t}$	?	0.0045	1.18	-0.0117	-1.59	0.0128***	2.76
$OWN_{i,t}$	?	0.0121***	2.90	-0.0010	-0.19	0.0379***	5.95
$INS_{i,t}$	?	-0.0006	-1.53	0.0003	0.61	-0.0009	-1.47
$AGE_{i,t}$	?	-0.0018**	-2.43	0.0010	0.90	-0.0019**	-1.97
$FAMILY_{i,t}$	?	-0.0121	-0.71	-0.0537**	-2.44	0.0362	1.40
$INDUSTRY_{i,t}$	?	0.2811***	14.24				
$YEAR_t$		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		44.91%		50.11%		35.73%	
F 值		186.68***		118.37***		69.65***	
N		4,328		2,104		2,224	
檢定電子產業樣本及非電子產業樣本兩條迴歸係數是否有存存差異							
F 統計量				9.9140			

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，# 表示單尾達到 10% 之顯著水準。

2. 透過 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，故 t-value 均經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義：同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.07~3.58 之間。

至於控制變數部分，所有欄位中公司規模($SIZE_{i,t}$)、研發費用率($RD_{i,t}$)之係數皆顯著為正，與過去文獻相似，顯示公司規模愈大，營運的複雜度亦隨之提高情況下，愈需要發放高額的薪酬以聘任高階經理人(Baker 1988)；另外，企業研發費用的增加，將需賦予高階經理人更多的職權，乃至於經理人需要承擔愈大的責任與風險，故也會給予較高的薪酬(陳明園與張家萍 2006)。非電子產業樣本中，董事會規模($BSIZE_{i,t}$)之係數顯著為正，表示董事會席次愈多

時，高階經理人的薪酬愈高。所有樣本及非電子產業樣本中，高階經理人持股比率($OWN_{i,t}$)之係數均顯著為正，顯示高階經理人持有公司股數比率愈高時，高階經理人的薪酬愈高。全部樣本及非電子產業樣本中，公司成立年數($AGE_{i,t}$)之係數顯著為負，顯示愈年輕的公司，在生產技術尚不夠成熟或缺乏管理人才之下，為了能夠吸引具生產力的經理人並留住具經驗及專業之經理人而給予高額的薪酬（陳明園與石雅慧 2004）。

（二）薪酬委員會品質對高階經理人薪酬績效敏感性之影響

從表 4 中可知，就電子產業樣本而言，薪酬委員會品質($CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_3=0.1399$ ， $t=5.32$)，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_5=-0.0087$ ， $t=-2.69$)。表示在電子產業樣本中，薪酬委員會品質會弱化公司會計績效與高階經理人薪酬之關聯，隱含電子產業處於相對高度競爭的環境、所面臨的風險與成長機會亦較大，為了讓高階經理人不短視公司獲利情況並著眼於投資決策之未來經濟後果，薪酬委員會針對高階經理人的薪酬作調整，除了調高高階經理人的薪酬外，也會降低採用以會計績效為基礎的獎酬制度，甚至可能會試著在績效考核制度中再納入其他非會計績效衡量指標(Dechow and Sloan 1991; Kaplan and Norton 1992)。如同陳玉麟 (2012)指出電子業在生產製造及研發創新活動等面向尤其重要，董事會會以專利權累積數與製造績效改善等非會計績效來獎酬高階經理人。

相對地，表 4 中可發現，就非電子產業樣本而言，薪酬委員會品質($CCQI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_3=-0.0689$ ， $t=-2.39$)，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_5=0.0060$ ， $t=2.05$)。顯示薪酬委員會職能的發揮，會調整減少高階經理人可獲致之薪酬外，並得以增強公司會計績效與高階經理人薪酬間的連結，隱含非電子產業公司在產業環境及成長機會較為穩定之下，投資機會不若電子產業公司多（張元與葉清雄 2014），薪酬委員會主要傾向採用以會計績效為基礎的獎酬制度，進行調整高階經理人薪酬水準。

（三）核心代理問題與薪酬委員會品質對高階經理人薪酬績效敏感性之影響

依據表 4 之實證結果可知，在全部樣本及非電子產業樣本中，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數為正，惟未達統計上顯著水準($\beta_6=0.0001$ ， $t=1.17$; $\beta_6=0.0001$ ， $t=0.76$)；此外，在電子產業樣本中，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_6=0.0001$ ， $t=1.95$)，表示就電子產業而言，核心代理問題與薪酬績效敏感性的關係，會受薪酬委員會品質的影響。

綜合上述所發現之結果，隱含：(1)電子產業之薪酬委員會品質愈佳，更願意給予高階經理人高額的薪酬，藉此籠絡並激勵優秀的高階經理人更致力於工作中，然而，薪酬委員會在決定提高高階經理人薪酬時，將降低會計績效的

依賴程度，而偏向更為重視諸如非會計績效方面的表現作為獎酬依據²²。再者，電子產業之控制股東席次偏離程度愈高時，高階經理人可獲致高額的薪酬，乃至於導致公司會計績效與高階經理人薪酬的關聯性減弱；但隨著薪酬委員會品質愈好，因較能針對會計績效表現及非會計績效表現作整體的考量，而有助於高階經理人薪酬決定的合理化，故能改善控制股東席次偏離程度對於高階經理人薪酬與會計績效關聯性的負向影響。(2)非電子產業之薪酬委員會品質愈佳，讓高階經理人的薪酬降低，從而增進高階經理人薪酬與公司會計績效的連結度。此外，非電子產業，董事會席次控制超過現金流量請求權愈多時，不僅可提升高階經理人薪酬外，亦有益於公司會計績效與高階經理人薪酬間的關聯性。

三、敏感性分析²³

(一) 公司績效改以市場績效指標衡量

有研究指出市場績效指標（如股價）容易受到總體經濟的影響，無法準確衡量高階經理人對公司價值的貢獻(Antle and Smith 1986)，而會計績效指標較不易受到市場波動影響，除了可排除市場無法控制的干擾因素（例如投資心理因素、投資人對於公司未來績效的評價），且計算所得結果較為客觀(Demsetz and Villalonga 2001)，故認為會計績效較適宜用來評估高階經理人經營公司之成效。惟相對地，另有學者指出市場績效指標較不容易被經理人作為人為操弄（潘虹華等 2019），能表達股東財富增減變化，若以市場績效指標來觀察經理人經營成果，可督促高階經理人重視企業未來長期發展（林穎芬等 2011）。基於上述，本研究另以市場績效指標—股票報酬率($RET_{i,t}$)作為公司績效的代理變數，重新進行分析，結果列於表 5。

由表 5 可發現全部樣本、電子產業樣本、非電子產業樣本之公司績效與核心代理問題交乘項($RET_{i,t} \times CORE1_{i,t}$)之係數均未達顯著水準($\beta_4=0.0000$, $t=0.88$; $\beta_4=-0.0000$, $t=-0.46$; $\beta_4=0.0000$, $t=0.95$)，表示核心代理問題不會影響控制股東採用以市場績效為基礎作為高階經理人獎酬考核之基準的可能。

不論是在全部樣本或是在非電子產業子樣本中，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($RET_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$)之係數均仍未達顯著水準($\beta_5=-0.0003$, $t=-0.43$; $\beta_5=0.0007$, $t=0.91$)，表示薪酬委員會尚未能讓公司增加採用市場績效為基準之薪酬考核制度。在電子產業子樣本中，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($RET_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_5=-0.0012$, $t=-1.35$)，表示電子業薪酬委員會愈高，會降低採用市場績效為基準之薪酬考核制度。在全樣本及電子產業樣本中，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項

²² 本研究於敏感性分析(二)中，發現研究費用率與高階經理人薪酬交乘項($RD_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$)係數顯著為正，故支持上述論點。

²³ 根據戴怡蕙 (2017)之研究，本文亦分別依公司績效表現高低、控制股東是否與經理人為同一人將樣本分類後，再執行進一步分析，詳細說明請見附錄 OA4 及 OA5。

($RET_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_6=0.0000$, $t=1.47$; $\beta_6=0.0000$, $t=1.58$)；非電子產業樣本中，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($RET_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之迴歸係數維持未達顯著水準($\beta_6=0.0000$, $t=0.46$)，表示電子產業之薪酬委員會品質愈佳，有益於改善核心代理問題對於公司市場績效與高階經理人薪酬連結性之影響。

表 5 以市場指標衡量公司績效

自變數	預期符號	應變數： $COMP_{i,t+1}$					
		全部樣本		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值
Intercept		3.6699***	29.92	3.4427***	19.49	4.2374***	25.74
$RET_{i,t}$	+	0.0021***	6.41	0.0023***	4.41	0.0020***	4.65
$COREI_{i,t}$	?	0.0015***	3.88	0.0018***	3.26	0.0018***	3.43
$CCQI_{i,t}$	?	0.0526***	3.15	0.1318***	5.40	-0.0138	-0.61
$RET_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	0.0000	0.88	-0.0000	-0.46	0.0000	0.95
$RET_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	-0.0003	-0.43	-0.0012 [#]	-1.35	0.0007	0.91
$RET_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0000 [#]	1.47	0.0000 [#]	1.58	0.0000	0.46
Controls		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		40.59%		46.48%		30.06%	
F 值		156.60***		102.47***		54.08***	
N		4,328		2,104		2,224	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，[#]表示單尾達到 10%之顯著水準。

2. 透過 White (1980)檢定發現本表全部樣本組別及非電子產業樣本組別違反同質性假設，故其 t-value 經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義： $RET_{i,t}$ = 除權除息調整後之股票報酬率；其餘變數同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.06~3.05 之間。

(二) 薪酬委員會品質與研發費用率對於高階經理人薪酬之影響

就電子產業而言，創新研發活動為公司生存及建立長期競爭優勢的關鍵因素。陳玉麟 (2012)以臺灣電子產業為例，提出若僅以財務績效作為經理人績效衡量指標時，會難以完整衡量出經理人對於公司所付出之努力，創新與製造績效指標可提供增額資訊內涵，也應將其列入經理人績效評估及獎酬的依據。為瞭解薪酬委員會品質越高時，是否會增加採用研發投入為基礎之考核制度，本研究於模型(1)中加入研發費用率處理公司績效變數。表 6 Panel A 左半部之實證結果可知，電子產業樣本中，公司會計績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)及公司會計績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數均顯著為負($\beta_5=-0.0002$, $t=-3.86$; $\beta_7=-0.0092$, $t=-2.84$)，公司會計績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_9=0.0002$, $t=2.43$)，與表 4 結果一致。此外，研發費用率與薪酬委員會品質交乘項($RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_8=0.0073$, $t=2.37$)，研發費用率、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($RD_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯

著為負($\beta_{10}=-0.0002$, $t=-2.09$)。隱含電子產業薪酬委員會品質愈佳, 研發費用率與高階經理人薪酬之連結性越強, 藉以提升高階經理人投入研發活動之意願, 並減少高階經理人為取得高額薪資而削減研發投資之可能性; 然而, 薪酬委員會品質, 不足以改善核心代理問題對於研發費用率與高階經理人薪酬連結性的影響。金成隆與陳俞如 (2006)指出控制權嚴重偏離現金流量權時, 控制股東較少有誘因從事具高度不確定性創新活動。是以, 本研究認為針對電子產業而言, 薪酬委員會的力量多少在某些方面仍會受到控制股東的牽制, 亦即尚無法達到改善核心代理問題對於研發費用率與高階經理人薪酬連結性。

表 6 Panel A 右半部顯示, 非電子產業樣本中, 公司會計績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_5=0.0001$, $t=2.23$), 與表 4 結果一致; 公司會計績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數未達統計顯著水準($\beta_7=0.0035$, $t=1.15$), 與表 4 結果不同; 公司會計績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數未達顯著水準($\beta_9=0.0001$, $t=0.12$), 與表 4 結果一致。此外, 研發費用率與薪酬委員會品質交乘項($RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數未達顯著水準($\beta_8=0.0068$, $t=0.68$); 研發費用率、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($RD_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_{10}=-0.0011$, $t=-3.13$)。隱含非電子產業薪酬委員會品質愈佳且控制股東控制權偏離現金流量請求權愈大時, 配合企業偏好採取較為保守的經營方式, 在希冀高階經理人減少貿然進行高風險的投資計畫之下, 故降低以研究費用作為高階經理人考核標準。

從上述之敏感性測試結果可知, 於模型中同時納入研發費用率($RD_{i,t}$)、研發費用率與核心代理問題交乘項($RD_{i,t} \times COREI_{i,t}$)、研發費用率與薪酬委員會品質交乘項($RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)、研發費用率、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($RD_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)後, 非電子產業樣本之實證結果與表 4 有微小之差異。本文嘗試以不放入公司會計績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)、研發費用率、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($RD_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之模型, 重新執行測試。表 6 Panel B 顯示, 電子產業樣本中, 公司會計績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)及公司會計績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數仍維持顯著為負($\beta_5=-0.0002$, $t=-3.78$; $\beta_7=-0.0044$, $t=-1.72$), 研發費用率與薪酬委員會品質交乘項($RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數仍維持顯著為正($\beta_8=0.0030$, $t=1.26$); 非電子產業樣本中, 公司會計績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)及公司會計績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數均顯著為正($\beta_5=0.0001$, $t=2.22$; $\beta_7=0.0070$, $t=2.56$), 研發費用率與薪酬委員會品質交乘項($RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_8=-0.0203$, $t=-3.20$)。綜合上述實證結果, 表示對於非電子產業而言, 一旦考量薪酬委員會品質調節核心代理問題、研發費用率及高階經理人薪酬三者的關聯時, 會使原先薪酬委員會品質與高階經理人薪酬會計績效敏感性的連結產生變化。

表 6 薪酬委員會品質與研發費用率對於高階經理人薪酬之影響

Panel A：考量研發費用率、研發費用率與薪酬委員會品質二者交乘項、及研發費用率、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項

自變數	預期符號	應變數： $COMP_{i,t+1}$			
		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	<i>t</i> 值	估計係數	<i>t</i> 值
Intercept		3.6498***	20.67	4.2503***	26.69
$ROA_{i,t}$	+	0.0247***	11.06	0.0191***	9.56
$RD_{i,t}$	?	0.0052**	2.54	0.0201***	3.90
$COREI_{i,t}$	?	0.0042***	5.63	0.0011	1.54
$CCQI_{i,t}$	?	0.1189***	3.74	-0.0370	-1.21
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$	-	-0.0002***	-3.86	0.0001**	2.23
$RD_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	-0.0001	-1.37	0.0003	1.42
$ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	-0.0092***	-2.84	0.0035	1.15
$RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0073**	2.37	0.0068	0.68
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0002**	2.43	0.0001	0.12
$RD_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	?	-0.0002**	-2.09	-0.0011**	-3.13
Controls		Included		Included	
Adjusted R^2		50.20%		36.16%	
<i>F</i> 值		89.83***		55.53***	
N		2,104		2,224	

Panel B：考量研發費用率、及研發費用率與薪酬委員會品質二者交乘項

自變數	預期符號	應變數： $COMP_{i,t+1}$			
		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	<i>t</i> 值	估計係數	<i>t</i> 值
Intercept		3.6453***	20.70	4.2406***	26.60
$ROA_{i,t}$	+	0.0243***	11.19	0.0188***	9.34
$RD_{i,t}$	?	0.0059***	2.98	0.0228***	3.96
$COREI_{i,t}$	?	0.0044***	5.82	0.0012*	1.77
$CCQI_{i,t}$	?	0.1205***	3.80	-0.0375	-1.22
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	-0.0002***	-3.78	0.0001**	2.22
$RD_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	-0.0001	-1.60	0.0001	0.49
$ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	-0.0044*	-1.72	0.0070**	2.56
$RD_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+/-	0.0030 [#]	1.26	-0.0203***	-3.20
Controls		Included		Included	
Adjusted R^2		50.11%		35.94%	
<i>F</i> 值		112.17***		66.63***	
N		2,104		2,224	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，[#]表示單尾達到 10%之顯著水準。

2. 透過 White (1980) 檢定發現本表非電子產業樣本迴歸模型違反同質性假設，故其 *t*-value 經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義：同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.08~3.98 之間。

伍、結論

本研究從核心代理問題的觀點出發，試圖分析核心代理問題對於高階經理人薪酬績效敏感性的影響；接著考量臺灣現行法規關於薪酬委員會制度的施行，參酌 Bushman et al. (2004)及 Cheng et al. (2008)的方式，建構出薪酬委員會品質綜合指標，據以探討薪酬委員會品質與高階經理人薪酬績效敏感性間的關聯性；最後，延伸核心代理問題相關文獻，聚焦在薪酬委員會品質上，進一步討論薪酬委員會品質是否可調節核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性之間的關係。

實證結果顯示電子產業中，核心代理問題會使高階經理人薪酬與公司會計績效的連結性降低，與戴怡蕙 (2017)的發現一致，符合「利益掠奪假說」之觀點(Jensen and Ruback 1983)。顯示電子業公司之控制股東所擁有的席次控制權偏離盈餘分配權的程度愈高，便愈有誘因基於個人利益，而去勾結高階經理人或是委派關係人擔任經理人，藉此獲取更多的財務利益；而為了達成上述目的，會降低採用以會計績效作為考核制度基礎，使得高階經理人所獲得的薪酬與公司會計績效間產生不對等。相對地，非電子產業中，核心代理問題對於高階經理人與公司會計績效間關係的影響為正，符合「利益收斂假說」之觀點(Jensen and Meckling 1976)，意味當控制股東之席次偏離差愈大，為了得以極大化其最終價值分享，故更為採用以會計績效作為考核制度的基礎。

其次，本研究發現電子產業中，公司會計績效對於高階經理薪酬的影響，隨著薪酬委員會品質的增加而減少，隱含處於產品競爭強烈、風險性高及投資機會多的電子產業，高品質的薪酬委員會更能意識到單純僅以會計績效指標作為考核基準的不足，而在評估高階經理人的努力程度時，更傾向採行多元績效指標。相對地，非電子產業中，愈高的薪酬委員會品質，公司會計績效與高階經理人薪酬的連結度也會愈高，與過去學者(Newman and Mozes 1999; Mishra and Nielsen 2000; Sun and Cahan 2009)實證所得結果相互呼應。意味非電子產業著重於會計績效的達成，故隨著薪酬委員會品質的提升，也會增加公司會計績效與高階經理人薪酬的關聯性。

最後，本研究發現在電子產業，薪酬委員會品質，對於核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性間的關係具有調節效果。此一結果隱含臺灣上市電子業公司高品質的薪酬委員會不僅只倚重會計績效指標，而是也會考量其他面向的績效指標，增進高階經理人薪酬給予的適切度，如此將可減緩控制股東利用降低採用會計績效作為考核制度之基準，以誘使高階經理人與之勾結，進而損害小股東利益之情況。因此，電子產業公司薪酬委員會品質愈高，將可改善控制股東與高階經理人不當的利益關係，所造成的薪酬績效敏感性下降的負面影響；故薪酬委員會對於保護小股東的權益方面亦有幫助，也顯見臺灣對於薪酬委員會機制的落實與職能的運作品質上的努力。是以，企業應不斷落實薪酬委員會功能的發揮，主管機關亦應持續監督公司薪酬委員會機能執行情形，以確

保保護小股東之效益得以延續下去。

值得注意的是，綜合本研究之實證結果可瞭解薪酬委員會此一公司治理機制，對於電子業公司而言，不僅會影響「公司會計績效與高階經理人薪酬」、「公司市場績效與高階經理人薪酬」或「公司研發費用率與高階經理人薪酬」兩兩之間的連結性，亦能調節「公司會計績效、核心代理問題與高階經理人薪酬」或「公司市場績效、核心代理問題與高階經理人薪酬」三者之間的關係。因此，薪酬委員會品質確實會影響電子產業公司績效指標的採用，而在高階經理人薪酬的決定方面扮演著重要的角色，這也反映薪酬委員會較不會偏重於採用單一指標的衡量。

在研究限制方面，本研究參考過去國內外薪酬委員會品質相關文獻，並以國內法規相關規定為依歸，利用四項常見的個別指標據以計算出薪酬委員會品質綜合指標。然而，囿於資料可取得限制及衡量方法本身條件限制，仍無法完全確定已掌握薪酬委員會品質所有影響因素並且無法完全排除存有衡量誤差之可能性。其次，本文在電子產業中，實證結果發現薪酬委員會品質愈高時，會計績效與高階經理人薪酬的連結度下降，依過去文獻（陳玉麟 2012；Dechow and Sloan 1991; Kaplan and Norton 1992）推測薪酬委員會品質愈高時，將更可能傾向採用非會計績效或多元績效衡量作為獎酬高階經理人標準。雖然本研究已運用研發費用率進一步分析，惟非會計績效衡量的選擇甚廣，且許多亦涉及更細部的產業特性及公司內部私有資訊之取得（例如：存貨控管能力實質內容）（陳玉麟 2012），後續學者待可蒐集到更多的資料（例如：利用問卷或質性分析），作更進一步相關議題的討論，以增進實務現況之瞭解。

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 卷第 2 期（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* 23 (June): 131-174.)
[https://doi.org/10.6529/RSFM.2011.23\(2\).4](https://doi.org/10.6529/RSFM.2011.23(2).4)
- 王素彎，2012，傳統產業維新的契機，台灣經濟論衡，第 10 卷第 10 期（10 月）：52-56。
- 朱炫璉、江家瑜與曾繁宇，2021，薪酬委員會對績效敏感性與內控缺失關聯性之影響－以台灣初次上市櫃及首次公開發行公司為例，當代會計，第 22 卷第 1 期（5 月）：27-65。(Chu, H. L., C. Y. Chiang and F. Y. Tseng. 2021. The effect of compensation committees on the association between pay performance sensitivity and internal control weaknesses: Evidence from Taiwan IPO firms. *Journal of Contemporary Accounting* 22 (May): 27-65.)
[https://doi.org/10.6675/JCA.202105_22\(1\).02](https://doi.org/10.6675/JCA.202105_22(1).02)
- 朱炫璉、陳彥綺、劉乃熒與王慧君，2017，自願性與強制性設置薪酬委員會對高階經理人薪酬績效敏感性之影響，中華會計學刊，第 13 卷第 2 期（12 月）：269-307。(Chu, H. L., Y. C. Chen, N. Y. Liu, and H. C. Wang. The effect of voluntary versus mandatory compensation committee formation on top managers' pay performance sensitivity. *Taiwan Accounting Review* 13 (December): 269-307.)
<https://doi.org/10.6538/TAR.2017.1302.04>
- 朱炫璉、劉乃熒、陳彥綺與吳品萱，2016，薪酬委員會品質、高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之研究，當代會計，第 17 卷第 1 期（5 月）：63-89。(Chu, H. L., N. Y. Liu, Y. C. Chen, and P. H. Wu. 2016. The association between quality of compensation committee, managers' cash bonuses and firm performance. *Journal of Contemporary Accounting* 17 (May): 63-89.)
<https://doi.org/10.6675/JCA.2016.17.1.03>
- 吳幸蓁、謝佳純與梁書瑋，2014，薪酬委員會之設置及其品質對高階經理人薪酬績效敏感性之影響，中華會計學刊，第 10 卷第 2 期（12 月）：135-188。(Wu, S. J., C. C. Hsieh, and S. W. Liang. 2014. The effect of the establishment and the quality of compensation committee on top executives' pay-performance sensitivity. *Taiwan Accounting Review* 10 (December): 135-188.)
<https://doi.org/10.6538/TAR.2014.1002.02>
- 李伶珠，2006，績效酬勞是改善績效的萬靈丹或是毒藥？會計研究月刊，第 251 期（10 月）：28-37。
<https://doi.org/10.6650/ARM.2006.251.28>

- 李佳玲與李懿洋，2008，從薪酬委員會看公司治理，會計研究月刊，第 272 期（7 月）：74-86。https://doi.org/10.6650/ARM.2008.272.74
- 李春安、吳欽杉與葉麗玉，2003，所有權結構與公司非法行為關係之研究—以臺灣股票上市公司為例，證券市場發展季刊，第 14 卷第 4 期（1 月）：75-138。
- 李馨蘋與鄭誌偉，2008，從管理者薪酬與機構法人持股之觀點看企業創新投資之影響因素，東吳經濟商學學報，第 62 期（9 月）：47-68。(Lee, S. P., and S. C. Cheng. 2008. The determinants of corporate innovation investment-viewpoint from CEO compensation and institutional ownership. *Soochow Journal of Economics and Business* 62 (September): 47-68.) https://doi.org/10.29735/SJEB.200809.0003
- 周雅英、姚維仁與陳沂芳，2015，薪酬委員會打得到肥貓嗎？以高管、董監超額薪酬角度探討薪酬委員會品質之決定因素，管理學報，第 32 卷第 2 期（6 月），109-134。(Chou, Y. Y., W. R. Yao, and Y. F. Chen. 2015. The determinants of compensation committee quality-An analysis from the perspective of excess executive and director compensations. *Journal of Management* 32 (June): 109-134.) https://doi.org/10.6504/JOM.2015.32.02.01
- 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 卷第 1 期（3 月）：43-67。(Lin, C. C., and P. S. Tung. 2017. The analysis for executive compensation of Taiwanese banks. *Cross-Strait 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 卷第 1 期（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. *Chiao Da Management Review* 28 (June): 269-312.) https://doi.org/10.6401/CMR.200806.0269
- 林園成、楊朝旭、孫文琦與邱美鳳，2015，無形資產資本化與財務分析師盈餘預測誤差之關聯性：論 IFRS3 與 IAS38 公報之影響，會計評論，第 61 期（7 月）：37-76。(Lin, Y. C., C. S. Young, W. C. Sun, and M. F. Chiu. 2015. The relationship between the capitalization of intangible assets and financial analysts' earnings forecast errors: The effect of IFRS 3 and IAS 38. *Journal of Accounting Review (International Journal of Accounting Studies)* 61 (July): 37-76.) https://doi.org/10.6552/JOAR.2015.61.2

- 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 卷第 3 期（7 月）：25-47。(Lin, Y. F., C. H. Hong, and Y. Z. Chen. 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.) <https://doi.org/10.6656/MR.2011.30.3.CHI.25>
- 林穎芬、洪晨桓與陳佳成，2012，臺灣上市公司董事薪酬影響因子之研究，臺大管理論叢，第 23 卷第 1 期（12 月）：175-207。(Lin, Y. F., C. H. Hong, and C. C. Chen. 2012. The determinants of director compensation of Taiwan listed companies. *NTU Management Review* 23 (December): 175-207.) <https://doi.org/10.6226/NTURM2012.JAN.R10003>
- 金成隆與陳俞如，2006，公司治理與專利權：台灣新興市場，管理學報，第 23 卷第 1 期（2 月）：99-124。(Chin, C. L., and Y. J. Chen. 2006. Corporate governance and patent: Evidence from emerging Taiwan market. *Journal of Management* 23 (February): 99-124.) <https://doi.org/10.6504/JOM.2006.23.01.06>
- 張元與葉清雄，2014，忙碌董事、風險承擔與債務資金成本，兩岸金融季刊，第 2 卷第 3 期（9 月）：1-54。(Chang, Y., and C. S. Yeh. 2014. Director with multiple board appointments, risk taking and cost of debt. *Cross-Strait Banking and Finance* 2 (September): 1-54.)
- 張雅淇與謝佑承，2021，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，會計評論，第 73 期（7 月）：133-188。(Chang, Y. C., and Y. C. Xie. 2021. The effect of core agency problem on top management team remuneration under different lifecycles. *Journal of Accounting Review (International Journal of Accounting Studies)* 73 (July): 133-188.) [https://doi.org/10.6552/JOAR.2021.07_\(73\).0004](https://doi.org/10.6552/JOAR.2021.07_(73).0004)
- 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 卷第 4 期（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.) <https://doi.org/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 (International Journal of Accounting Studies)* 64 (January): 61-111.) <https://doi.org/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 (International Journal of Accounting Studies)* 54 (January): 117-150.) <https://doi.org/10.6552/JOAR.2012.54.4>
- 陳明進與蔡麗雯，2010，移轉訂價與盈餘管理之研究，證券市場發展季刊，第 22 卷第 2 期（7 月）：141-175。(Chen, M. C., and L. W. Tsai. 2010. An empirical investigation on the relationship between transfer pricing and earnings management. *Review of Securities and Futures Markets* 22 (July): 141-175.) [https://doi.org/10.6529/RSFM.2010.22\(2\).5](https://doi.org/10.6529/RSFM.2010.22(2).5)
- 陳明園與石雅慧，2004，高階經理人薪酬—代理理論與競賽理論之實證研究，臺大管理論叢，第 15 卷第 1 期（6 月）：131-166。(Chen, M. Y., and Y. H. Shih. 2004. An empirical analysis of managerial compensation: Agency and tournament perspectives. *NTU Management Review* 15 (June): 131-166.) <https://doi.org/10.6226/NTURM2004.15.1.131>
- 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 卷第 3 期（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.) <https://doi.org/10.6277/ter.2006.34.3.2>
- 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 卷第 4 期（12 月）：1085-1124。(Chen, Y. J., and T. J. Hsieh. 2015. FDI location choice, family business and earnings quality. *Sun Yat-Sen Management Review* 23 (December): 1085-1124.) <https://doi.org/10.6160/2015.12.04>
- 湯麗芬、廖秀梅與李建然，2015，董監事暨重要職員責任保險與財務報表重編之關聯性，經濟論文叢刊，第 43 卷第 4 期（12 月）：549-588。(Tang, L. F., H. M. Liao, and J. Z. Lee. 2015. The relationship between directors' and officers' liability insurance and financial statement restatements. *Taiwan Economic Review* 43 (December): 549-588.) <https://doi.org/10.6277/TER.2015.43.4.4>
- 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）：56-87。(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 (International Journal of Accounting Studies)* 36 (January): 56-87.) <https://doi.org/10.6552/JOAR.2003.36.3>

- 葉銀華，1999，家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究－台灣與香港證券市場之比較，管理評論，第 18 卷第 2 期（5 月）：59-86。(Yeh, Y. H. 1999. Family groupings, core business and return interaction: Taiwan and Hong Kong stock markets. *Management Review* 18 (May): 59-86.) <https://doi.org/10.6656/MR.1999.18.2.CHI.59>
- 歐陽豪與莊雙喜，2008，高階管理者特性、產業競爭程度指標與績效評估對高階管理者薪酬之影響：臺灣上市公司的證據，崑山科技大學學報，第 5 期（3 月）：15-37。(Ou-Yang, H., and S. S. Chuang. 2008. The effect of top executive characteristics, index of industry competition and performance evaluation to top managers compensation: Evidences from Taiwan listed company. *Journal of Kung Shan University of Technology* 5 (March): 15-37.)
- 潘虹華、廖懿屏與鍾旻純，2019，薪酬委員會之專業性與高階經理人薪酬相對績效評估，會計評論，第 68 期（1 月）：119-159。(Pan, H. H., Y. P. Liao, and M. C. Chung. 2019. Compensation committee expertise and relative performance evaluation of executive compensation. *Journal of Accounting Review (International Journal of Accounting Studies)* 68 (January): 119-159.) [https://doi.org/10.6552/JOAR.201901_\(68\).0004](https://doi.org/10.6552/JOAR.201901_(68).0004)
- 蔡柳卿，2006，相對績效評估與高階主管薪酬：論產業競爭程度之影響，管理評論，第 25 卷第 1 期（1 月）：69-94。(Tsai, L. C. 2006. Relative performance evaluation and top executive compensation: The effect of the industry competition. *Management Review* 25 (January): 69-94.) <https://doi.org/10.6656/MR.2006.25.1.CHI.69>
- 蔡柳卿、楊朝旭與許慧雯，2014，台灣電子業家族經理人之外部董事會連結與公司創新：論控制家族代理問題之影響，臺大管理論叢，第 24 卷第 2 期（6 月）：181-212。(Tsai, L. C., C. S. Young, and H. W. Hsu. 2014. Family executives' external directorate ties and corporate innovation in Taiwan's electronics industry: The role of controlling family agency problems. *NTU Management Review* 24 (June): 181-212.) <https://doi.org/10.6226/NTURM2014.JUL.R09001>
- 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 (International Journal of Accounting Studies)* 65 (July): 1-43.) <https://doi.org/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權偏離程度之關聯，當代會計，第20卷第1期（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.) [https://doi.org/10.6675/JCA.201905_20\(1\).02](https://doi.org/10.6675/JCA.201905_20(1).02)
- 謝依珊，2001，淺談台灣傳統產業的轉型，生活科技教育，第34卷第8期（8月）：20-24。 [https://doi.org/10.6232/LTE.2001.34\(8\).4](https://doi.org/10.6232/LTE.2001.34(8).4)
- Adams, R. B., and H. Mehran. 2003. Is corporate governance different for bank holding companies? *Economic Policy Review* 9 (April): 123-142.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58 (June): 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Anderson, R. C., and J. M. Bizjak. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking & Finance* 27 (July): 1323-1348. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00259-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00259-5)
- Antle, R., and A. Smith. 1986. An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research* 24 (Spring): 1-39. <https://doi.org/10.2307/2490802>
- Baker, A. 1988. Flex your benefits. *Personnel Journal* 67 (5): 54-61.
- Banker, R. D., M. N. Darrough, R. Huang, and J. M. Plehn-Dujowich. 2013. The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review* 88 (January): 1-30. <https://doi.org/10.2308/accr-50274>
- Bartlett, M. S. 1951. The goodness of fit of a single hypothetical discriminant function in the case of several groups. *Annals of Eugenics* 16 (January): 199-214. <https://doi.org/10.1111/j.1469-1809.1951.tb02472.x>
- Bathala, C. T., and R. P. Rao. 1995. The determinants of Board composition: An agency perspective. *Managerial and Decision Economics* 16 (January-February): 59-69. <https://doi.org/10.1002/mde.4090160108>
- Becker, B. 2006. Wealth and executive compensation. *The Journal of Finance* 61 (February): 379-397. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00839.x>
- Berle, A. A., and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, N.Y.: Macmillan.

- Berrone, P., C. Cruz, L. R. Gomez-Mejia, and M. Larraza-Kintana, 2010. Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly* 55 (March): 82-113. <https://doi.org/10.2189/asqu.2010.55.1.82>
- Bouwens, J., and L.V. Lent. 2006. Performance measure properties and the effect of incentive contracts. *Journal of Management Accounting Research* 18 (December): 55-75. <https://doi.org/10.2308/jmar.2006.18.1.55>
- Bradley, M., G. A. Jarrell, and E. H. Kim. 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance* 39 (July): 857-878. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>
- Bruce, A., R. Skovoroda, J. Fattorusso, and T. Buck. 2007. Executive bonus and firm performance in the UK. *Long Range Planning* 40 (June): 280-294. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2007.03.007>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.005>
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32 (October): 195-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S)
- Carcello, J. V., D. R. Hermanson, T. L. Neal, and R. A. Riley Jr. 2002. Board characteristics and audit fees. *Contemporary Accounting Research* 19 (fall): 365-384. <https://doi.org/10.1506/CHWK-GMQ0-MLKE-K03V>
- Chen, G., R. Chittoor, and B. Vissa. 2021. Does nepotism run in the family? CEO pay and pay-performance sensitivity in Indian family firms. *Strategic Management Journal* 42 (July): 1326-1343. <https://doi.org/10.1002/smj.3263>
- Cheng, P., F. Gul, W. Tong, and J. Tsui. 2008. Does corporate governance affect firm value? Evidence with corporate governance indices. Conference paper, 2008 American Accounting Association (AAA) Annual Meeting.
- Chung, K. H., and C. Charoenwong. 1991. Investment options, assets in place, and the risk of stocks. *Financial Management* 20 (Autumn): 21-33.
- 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: 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57 (December): 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Cohen, J., P. Cohen, S. G. West, and L. S. Aiken. 2003. *Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences*. 3rd edition. New York, N.Y.: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203774441>
- Comprix, J., and K. A. Mueller. 2006. Asymmetric treatment of reported pension expense and income amounts in CEO cash compensation calculations. *Journal of Accounting and Economics* 42 (December): 385-416. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.12.002>
- Coombs, J. E., and K. M. Gilley. 2005. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal* 26 (September): 827-840. <https://doi.org/10.1002/smj.476>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Coulton, J., C. James, and S. L. Taylor. 2001. The effect of compensation design and corporate governance on the transparency of CEO compensation disclosures. Working paper, University of Technology, Sydney. <https://doi.org/10.2139/ssrn.273628>
- Craighead, J. A., M. L. Magnan, and L. Thorne. 2004. The impact of mandated disclosure on performance-based CEO compensation. *Contemporary Accounting Research* 21 (Summer): 369-398. <https://doi.org/10.1506/BPCX-D3FC-Y8VY-M541>
- Dechow, P. M., M. R. Huson, and R. G. Sloan. 1994. The effect of restructuring charges on executives' cash compensation. *The Accounting Review* 69 (January): 138-156.
- 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. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-S](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-S)
- Demsetz, H., and B. Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7 (September): 209-233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)

- Faccio, M., L. H. P. Lang, and L. Young. 2001. Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91 (March): 54-78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Gao, H., and K. Li. 2015. A comparison of CEO pay-performance sensitivity in privately-held and public firms. *Journal of Corporate Finance* 35 (December): 370-388. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.005>
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1998. The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73 (April): 235-253.
- Hartzell, J. C., and L. T. Starks. 2003. Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance* 58 (December): 2351-2374. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00608.x>
- Hayes, R. M., and S. Schaefer. 2009. CEO pay and the Lake Wobegon effect. *Journal of Financial Economics* 94 (November): 280-290. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.006>
- Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics* 10 (Spring): 74-91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- Ittner, C. D., and D. F. Larcker. 1998. Innovations in performance measurement: Trends and research implications. *Journal of Management Accounting Research* (10): 205-238.
- Jensen, M. C., and K. J. Murphy. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy* 98 (April): 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (April): 5-50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, J., K. R. Petroni, and I. Y. Wang. 2010. CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management? *Journal of Financial Economics* 96 (June): 513-526. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.007>

- 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. <https://doi.org/10.1007/BF02761556>
- Joh, S. W. 2003. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68 (May): 287-322. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00068-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00068-0)
- Kaiser, H. F. 1970. A second generation little jiffy. *Psychometrika* 35 (December): 401-415. <https://doi.org/10.1007/BF02291817>
- Kanapathippillai, S., F. Gul, D. Mihret, and M. B. Muttakin. 2019. Compensation committees, CEO pay and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal* 57 (October). <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101187>
- Kaplan, R. S., and D. P. Norton. 1992. The balanced scorecard-measures that drive performance. *Harvard Business Review* 70 (January-February): 71-79.
- Kennedy, P. 1992. *A Guide to Econometrics*. 3rd edition. Massachusetts, M.A.: MIT Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (April): 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (December): 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58: 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Landsberg, R. D. 2007. Understanding the role of a corporate compensation committee. *Journal of Financial Service Professionals* 61 (July): 22-23.
- Lee, S. P., and H. J. Chen. 2011. Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan: 2SLS for panel data model. *Management Research Review* 34 (March): 252-265. <https://doi.org/10.1108/01409171111116286>
- Lei, Q., R. Lu, and L. Ren. 2019. Non-CEO top managers' monitoring power and CEO pay-performance sensitivity in state-owned enterprises: Evidence from Chinese state-owned listed firms. *China Journal of Accounting Research* 12 (December): 411-430. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2019.10.001>

- Lien, D., and N. Balakrishnan. 2005. On regression analysis with data cleaning via trimming, winsorization, and dichotomization. *Communication in Statistics-Simulation and Computation* 34 (August): 839-849. <https://doi.org/10.1080/03610910500307695>
- Lipton, M., and J. W. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer* 48 (November): 59-77.
- Mallette, P., and K. L. Fowler. 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *The Academy of Management Journal* 35 (December): 1010-1035.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (June): 163-184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Mishra, C. S., and J. F. Nielsen. 2000. Board independence and compensation policies in large bank holding companies. *Financial Management* 29 (Autumn): 51-69.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 11-42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Newman, H. A., and H. A. Mozes. 1999. Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management* 28 (Autumn): 41-53.
- Pan, H. H., and Y. P. Liao. 2018. Stock market reaction to the resignation of compensation committee members: Evidence from Taiwan. *Journal of Financial Studies* 26 (March): 97-118. [https://doi.org/10.6545/JFS.201803_26\(1\).0004](https://doi.org/10.6545/JFS.201803_26(1).0004)
- Park, Y. W., T. Nelson, and M. R. Huson. 2001. Executive pay and the disclosure environment: Canadian evidence. *The Journal of Financial Research* 24 (fall): 347-365. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2001.tb00774.x>
- Pedhazur, E. J. 1997. *Multiple Regression in Behavioral Research: Explanation and Prediction*. 3rd edition. Texas, T.X.: Harcourt Brace College Publishers.
- Pozen, R. C. 2010. The case for professional boards. *Harvard Business Review* 88 (December): 50-58.
- Sapp, S. G. 2008. The impact of corporate governance on executive compensation. *European Financial Management* 14 (September): 710-746. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2008.00443.x>

- Shaw, K. W., and M. H. Zhang. 2010. Is CEO cash compensation punished for poor firm performance? *The Accounting Review* 85 (May): 1065-1093. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.3.1065>
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (June): 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (June): 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sigler, K. J. 2003. CEO compensation and healthcare organisation performance. *Management Research News* 26 (August): 31-38. <https://doi.org/10.1108/01409170310783510>
- Sloan, R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16 (January-July): 55-100. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90005-Z](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90005-Z)
- Smith, G., and P. L. Swan. 2008. The incentive to ‘bet the farm’: CEO compensation and major investments. Working paper, Australian School of Business, The University of New South Wales. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1009323>
- Sun, J., and S. Cahan. 2009. The effect of compensation committee quality on the association between CEO cash compensation and accounting performance. *Corporate Governance: An International Review* 17 (March): 193-207. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00726.x>
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53 (July): 113-142. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- Vafeas, N. 2003. Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial Management* 32 (Summer): 53-70.
- Vafeas, N., and Z. Afxentiou. 1998. The association between the SEC’s 1992 compensation disclosure rule and executive compensation policy changes. *Journal of Accounting and Public Policy* 17 (Spring): 27-54. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(97\)10006-0](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(97)10006-0)
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (May): 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Wang, C., F. Xie and M. Zhu. 2015. Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50 (October): 929-962. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000459>

- White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48 (May): 817-838. <https://doi.org/10.2307/1912934>
- Williamson, O. E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York, N.Y.: Free Press.
- Yatim, P. 2010. Board structures and the establishment of a risk management committee by Malaysian listed firms. *Journal of Management and Governance* 14 (February): 17-36. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9089-6>
- Yeh, Y. H., C. E. Ko, and Y. H. Su. 2003. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: New evidence from Taiwan. *Academia Economic Papers* 31 (September): 263-299. <https://doi.org/10.29628/AEP.200309.0002>
- Zhang, M., S. Gao, X. Guan, and F. Jiang. 2014. Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review* 22 (November): 440-459. <https://doi.org/10.1111/corg.12081>
- Zhu, Y., G. G. Tian, and S. Ma. 2009. Executive compensation, board characteristics and firm performance in China: The impact of compensation committee. Paper presented at the 22nd Australasian Finance and Banking Conference, Sydney. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1460590>

附錄

本研究敏感性分析補充資料，請點擊連結符號以索引至本文電子版附錄參閱。

Does the Quality of the Compensation Committee Affect the Relationship Between Core Agency Problems and Pay–Performance Sensitivity?

1. PURPOSE

Core agency problems refer to the asymmetry between controlling shareholders' decision-making rights and the operational risks they need to manage. If controlling shareholders have incentives to pursue their own interests, they may ignore and jeopardize the rights and interests of the minority shareholders (Guo and Wang 2017; Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2002). Hence, this study investigates the impact of core agency issues on top managers' pay–performance sensitivity in both electronics and non-electronics industries. Considering the implementation of the compensation committee system in Taiwan and on the basis of methods described in the relevant literature (e.g., Bushman et al. 2004; Cheng et al. 2008), this study explores the relationship between compensation committee quality and top managers' pay–performance sensitivity by constructing a comprehensive compensation committee quality index. Finally, we extend the literature on core agency problems, focus on compensation committee quality, and discuss whether compensation committee quality can moderate the relationship between core agency problems and top managers' pay–performance sensitivity.

2. RESEARCH DESIGN

We adopt the following empirical model to test the hypotheses. Because H1 does not predict the direction of influence, if the coefficient β_4 of the multiplication term ($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$) of the company's accounting performance and core agency problem in the model reaches the level of significance, then the core agency problem will affect the association between top managers' compensation and the company's accounting performance; hence, H1 is supported. H2 involves understanding the influence of compensation committee quality on pay–performance sensitivity. If the coefficient β_5 of the multiplication term ($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$) of the company's accounting performance and compensation committee quality in the model is significantly positive, then the higher the quality of the compensation committee is, the stronger the link between top managers' compensation and the company's accounting performance becomes; thus, H2 is supported. H3 examines whether compensation committee quality can improve (increase) the impact of the core agency problem on pay–performance sensitivity. H3 is supported if the coefficient β_6 of the multiplication term ($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$) of company performance, core

agency problems, and compensation committee quality in the model is significantly positive:

$$\begin{aligned} COMP_{i,t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 COREI_{i,t} + \beta_3 CCQI_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_8 RD_{i,t} + \beta_9 BSIZE_{i,t} + \beta_{10} OWN_{i,t} + \beta_{11} INS_{i,t} + \beta_{12} AGE_{i,t} \\ & + \beta_{13} FAMILY_{i,t} + \beta_{14} IND_{i,t} + \sum_{t=1}^5 \phi_t Year_t + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned}$$

where $COMP_{i,t+1}$ is compensation of top managers; $ROA_{i,t}$ is return on assets; $COREI_{i,t}$ is core agency problem; $CCQI_{i,t}$ is comprehensive compensation committee quality index; $SIZE_{i,t}$ is company size; $RD_{i,t}$ is ratio of R&D; $BSIZE_{i,t}$ is board size; $OWN_{i,t}$ is percentage of top managers' shares; $INS_{i,t}$ is percentage of institutional shares; $AGE_{i,t}$ is years since the company was founded; $FAMILY_{i,t}$ is a dummy variable: 1 if belonging to the TEJ's definition of "single family dominance" and 0 if otherwise; $IND_{i,t}$ is industry fixed effect; $Year_t$ is year fixed effect; and $\varepsilon_{i,t}$ is residual term.

3. FINDINGS

Our empirical results indicate that in the electronics industry, a significantly negative correlation exists between the core agency problem and top managers' pay-performance sensitivity, whereas in the non-electronics industries, a significantly positive correlation exists between the core agency problem and top managers' pay-performance sensitivity. Here is a possible explanation for these results. Since relatively competitive companies in the electronics industry are exposed to considerable changes in the industrial environment and to an uncertain future, controlling shareholders in these companies tend to entice high-level managers to collude with them to quickly plunder the company's wealth by holding more board seats yet refraining from evaluating managers based on accounting performance, exactly as the conflict-of-interest hypothesis proposed (Jensen and Ruback 1983). In contrast, since non-electronics companies generally experience slow growth and minimal changes in their operating environments, controlling shareholders in these companies are less inclined to pursue their own short-term interests and tend to base their top managers' compensation on accounting performance, pushing managers to prioritize their companies' overall interests over their own, despite the fact that they hold board seats and are influential, exactly as the convergence-of-interest hypothesis proposed (Jensen and Meckling 1976).

This study also reveals that in the electronics industry, compensation committee quality is negatively correlated with top managers' pay-performance sensitivity, which means the higher the quality of the compensation committee is, the weaker the relationship between senior manager compensation and company accounting performance becomes. Conversely, in the non-electronics industry, higher compensation committee quality can increase the

performance sensitivity of top managers' compensation. Thus, the higher the quality of the compensation committee is, the higher the sensitivity between top managers' compensation and company accounting performance becomes. Here is a possible reason for these results. Since a suitable compensation scheme may respond to the characteristics of the company's industry and take company strategies and organizational needs into consideration in the formulation process (Lee 2006), a high-quality compensation committee in electronics companies will revise the basis for the performance evaluation of top managers to achieve organizational goals when adapting to the rapidly changing industrial environment; besides, it will consider both accounting and non-accounting performances and adjust the weights between these two performance measures when determining compensation. On the other hand, non-electronics companies focus on attaining traditional accounting performance; hence, a high-quality compensation committee can improve the link between accounting performance and executive compensation. Finally, we observe that high compensation committee quality in the electronics industry can moderate the negative relationship between the core agency problem and top managers' pay-performance sensitivity, which means, for electronics industry companies, high compensation committee quality can justify top managers' compensation and ensure that companies focus not only on accounting performance but also on non-accounting performance, so that the profit plundering caused by the influence of the core agency problem on top managers' pay-performance sensitivity can be alleviated. Hence, compensation committees can protect the interests of minority shareholders.

4. ORIGINALITY/CONTRIBUTION

This study includes the following contributions. First, earlier studies on pay-performance sensitivity have mostly considered core agency problems between agents and principals. However, more recently, Tai (2017) and Zhang et al. (2014) have observed that the core agency problem between controlling and minority shareholders in various companies can affect top managers' pay-performance sensitivity. Moreover, Lin et al. (2012) indicated that when exploring issues related to directors' compensation, researchers must discuss different industries separately. However, concerning senior managers' compensation, several studies have only included the industry variable in their models to control potential industry effects (e.g., Tai 2017) or simply taken the electronics industry as a research sample (e.g., Chen 2012; Liu et al. 2017). Few studies have focused on the non-electronics industry. Accordingly, the present study not only examines the industry's impact on top managers' pay-performance sensitivity from the core agency problem perspective but also explores the electronics and non-electronics industries separately to determine whether different industries have different effects.

Second, Taiwan has mandated the establishment of compensation committees for all

listed (including Over-The-Counter) companies since 2011; nevertheless, the function and effectiveness of these committees remain unclear. From the empirical results of this study, we determine that a high-quality compensation committee will consider the industry wherein the company operates and design an appropriate compensation scheme for the company based on organizational strategies and goals. Therefore, this study provides empirical evidence that implementing the compensation committee system in Taiwan can indeed yield benefits in the assessment of senior managers' compensation, and the study findings can serve as a reference for authorities in the formulation of subsequent policies.

Finally, this study determines that for companies in the electronics industry, compensation committee quality moderates the negative relationship between core agency problems and top managers' pay-performance sensitivity. Specifically, this study indicates that in the electronics industry, controlling shareholders reduce the use of accounting performance as a benchmark for evaluating performance, which can encourage senior managers to collude with them to plunder the interests of minority shareholders. This can be prevented through the adoption of high-quality compensation committees that focus not only on accounting performance indicators but also on other performance indicators. Accordingly, our empirical results present policy implications in that high compensation committee quality can enable the electronics industry to improve the rationalization of their top managers' compensation decisions and reduce the possibility of minority shareholders' interests being plundered.

附錄

本部分列示其餘之敏感性分析內容，包括：(1) 應變數改為使用同期的高階經理人薪酬來測試；(2) 核心代理問題另以股權偏離差進行衡量；(3) 分別針對薪酬委員會各個特性執行分析；(4) 將樣本公司依據績效表現高低劃分為二群，並加以探析；(5) 藉由控制股東與總經理是否均由同一人擔任劃分樣本公司後，再作進一步剖析；(6) 考量自我選擇問題後，重新驗證。

OA1. 採用同期的高階經理人薪酬為應變數

為瞭解核心代理問題及薪酬委員會品質對於當期高階經理人薪酬 ($COMP_{i,t}$) 的影響，本研究另將模型(1)所有變數設定為同期，重新進行分析，附表 OA1 為實證結果。透過表中可發現，全部樣本中，公司績效與核心代理問題交乘 ($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t}$) 之係數未達顯著水準 ($\beta_4 = -0.0000$, $t = -0.43$)；在電子產業中，公司績效與核心代理問題交乘項 ($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t}$) 之係數仍維持顯著為負 ($\beta_4 = -0.0002$, $t = -2.70$)；非電子產業中，公司績效與核心代理問題交乘項 ($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t}$) 之係數呈顯著為正 ($\beta_4 = 0.0001$, $t = 1.39$)。其與表 4 結果一致。

此外，就全部樣本而言，公司績效與薪酬委員會品質交乘項 ($ROA_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$) 之迴歸係數仍未達顯著水準 ($\beta_5 = 0.0015$, $t = 0.68$)；就電子產業樣本而言，公司績效與薪酬委員會品質交乘項 ($ROA_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$) 之迴歸係數仍維持顯著為負 ($\beta_5 = -0.0045$, $t = -1.33$)；就非電子產業樣本而言，公司績效與薪酬委員會品質交乘項 ($ROA_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$) 之迴歸係數仍維持顯著為正 ($\beta_5 = 0.0078$, $t = 2.48$)。其與表 4 結果一致。

然而，附表 OA1 中，全部樣本、電子產業樣本及非電子產業樣本之公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項 ($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$) 迴歸係數均未達顯著水準 ($\beta_6 = 0.0000$, $t = 0.41$; $\beta_6 = 0.0001$, $t = 1.02$; $\beta_6 = 0.0000$, $t = 0.21$)。電子產業樣本之實證結果與表 4 結果不一致，隱含電子產業薪酬委員會品質調節核心代理問題與薪酬績效敏感性的關係，存在時間的落遲(lag)，需經過一段時間才會發酵。

附表 OA1 採用同期的高階經理人薪酬為依變數

自變數	預期符號	應變數： $COMP_{i,t}$					
		全部樣本		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	<i>t</i> 值	估計係數	<i>t</i> 值	估計係數	<i>t</i> 值
Intercept		3.9238***	33.14	3.7165***	21.23	4.3968***	27.64
$ROA_{i,t}$	+	0.0215***	14.15	0.0231***	10.75	0.0204***	9.43
$CORE1_{i,t}$	?	0.0025***	5.57	0.0033***	5.44	0.0018***	2.70
$CCQ1_{i,t}$	?	0.0368*	1.83	0.1170***	4.10	-0.0461	-1.59
$ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t}$	?	-0.0000	-0.43	-0.0002***	-2.70	0.0001#	1.39
$ROA_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$	+	0.0015	0.68	-0.0045#	-1.33	0.0078**	2.48
$ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$	+	0.0000	0.41	0.0001	1.02	0.0000	0.21
Controls		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		44.63%		50.83%		34.37%	
<i>F</i> 值		184.56***		121.79***		65.68***	
N		4,328		2,104		2,224	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，#表示單尾達到 10%之顯著水準。

2. 透過 White (1980)檢定發現違反同質性假設，故 *t*-value 均經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義：除了應變數高階經理人薪酬($COMP$)由第 $t+1$ 期改為第 t 期之資料外，其餘變數同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.07~3.58 之間。

OA2. 改以股權偏離差衡量核心代理問題

本文另根據 La Porta et al. (1999)所提出的方法，以控制股東的股份控制權與盈餘分配權偏離程度（股權盈餘偏離差）作為核心代理問題的代理變數。其中，股份控制權包含控制股東之直接持股率與間接持股率；直接持股率為控制股東運用個人名義或家族成員所持有其上市櫃公司之股權；間接持股率則是控制股東藉由其直接控制之其他上市櫃公司所持有之股權。而盈餘分配權為控制股東之直接盈餘分配權加上各控制鏈間接持股率乘積總和。股權盈餘偏離差愈大，代表核心代理問題愈嚴重。

重新進行檢測之實證結果如附表 OA2 所示。從表中可發現就全部樣本而言，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_4 = -0.0003$, $t = -2.99$)，此結果與戴怡蕙 (2017)的發現相同；公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$)之迴歸係數顯著為正($\beta_6 = 0.0002$, $t = 1.78$)。就電子產業而言，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t}$)之係數仍維持顯著為負($\beta_4 = -0.0004$, $t = -3.73$)，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$)之係數仍維持顯著為負($\beta_5 = -0.0056$, $t = -1.94$)，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t} \times CCQ1_{i,t}$)之迴歸係數仍維持顯著為正($\beta_6 = 0.0002$, $t = 1.45$)。就非電子產業而言，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t}$)之係數雖

未達顯著水準，但仍維持為正($\beta_4=0.0001$ ， $t=0.93$)，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)及公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之迴歸係數顯著為正($\beta_5=0.0038$ ， $t=1.29$; $\beta_6=0.0004$ ， $t=2.28$)。表示非電子產業公司，薪酬委員會品質愈佳，能夠增強核心代理問題（股份控制權與盈餘分配偏離程度愈大）對會計績效與高階經理人薪酬間的敏感性關係²⁴。

附表 OA2 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	應變數： $COMP_{i,t+1}$					
		全部樣本		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值
Intercept		3.6137***	31.14	3.4797***	20.49	3.9819***	24.78
$ROA_{i,t}$	+	0.0218***	17.20	0.0215***	11.77	0.0203***	11.31
$CORE2_{i,t}$	?	0.0013	1.22	0.0041***	2.87	-0.0030*	-1.67
$CCQI_{i,t}$	?	0.0213	1.09	0.1210***	4.62	-0.0765***	-2.72
$ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t}$	?	-0.0003***	-2.99	-0.0004***	-3.73	0.0001	0.93
$ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	-0.0007	-0.36	-0.0056*	-1.94	0.0038 [#]	1.29
$ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0002*	1.78	0.0002 [#]	1.45	0.0004**	2.20
Controls		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		44.55%		49.70%		35.00%	
F 值		183.98***		116.45***		67.49***	
N		4,328		2,104		2,224	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，[#]表示單尾達到 10%之顯著水準。

2. 透過 White (1980)檢定發現違反同質性假設，故 t-value 均經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義： $CORE2_{i,t}$ =核心代理問題，以股權偏離差來衡量；其餘變數同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.08~2.95 之間。

²⁴ 非電子產業中，以股權偏離差作為核心代理問題之代理變數時，核心代理問題($CORE2_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_2=-0.0030$ ， $t=-1.67$)，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times CORE2_{i,t}$)之係數未達顯著水準 ($\beta_4=0.0001$ ， $t=0.93$)，與表 4 以席次偏離差作為核心代理問題之代理變數實證結果不同。意味非電子產業，控制股東經由間接持股增強對企業之控制權而產生股權偏離，不會使高階經理人因此可取得高額的薪酬，且對於高階經理人薪酬績效敏感性無明顯的影響；相對地，控制股東藉由董事席次取得控制權，則會使高階經理團隊獲致較多的薪酬，並增加公司會計績效與高階經理人薪酬的連結性。上述結果與林宛瑩與許崇源 (2008)指出臺灣實務控制股東多藉由董事會席次影響企業決策的觀點相符。

OA3. 以薪酬委員會單一特性分析

本研究亦嘗試瞭解薪酬委員會單一品質特性，是否會影響核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性間的關係。附表 OA3 Panel A 為電子產業樣本之實證結果，Panel B 為非電子產業樣本之實證結果；Panel A 及 Panel B 第(1)欄為薪酬委員會每年開會次數($MEETING_{i,t}$)之實證結果，第(2)欄為薪酬委員會委員出席率($ATTENDANCE_{i,t}$)之實證結果，第(3)欄為薪酬委員會委員獨立董事比例($INDIR_{i,t}$)之實證結果，第(4)欄則為薪酬委員會委員專業程度($EXP_{i,t}$)之實證結果。

從附表 OA3 Panel A 第(1)欄、第(3)欄及第(4)欄可看出電子產業樣本中，公司績效與薪酬委員會每年開會次數交乘項($ROA_{i,t} \times MEETING_{i,t}$)、公司績效與薪酬委員會委員獨立董事比例交乘項($ROA_{i,t} \times INDIR_{i,t}$)及公司績效與薪酬委員會委員專業程度交乘項($ROA_{i,t} \times EXP_{i,t}$)之係數均顯著為負($\beta_5 = -0.0019$, $t = -1.68$; $\beta_5 = -0.0104$, $t = -1.94$; $\beta_5 = -0.0192$, $t = -2.28$)。上述結果表示針對電子產業而言，薪酬委員會每年開會次數愈多、獨立董事所佔比例愈高、專業程度愈高時，會減少採用以會計績效為基準之考核制度。另外，Panel A 第(1)欄及第(3)欄亦可發現公司績效、核心代理問題與薪酬委員會每年開會次數三者交乘項($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t} \times MEETING_{i,t}$)及公司績效、核心代理問題與薪酬委員會委員獨立董事比例三者交乘項($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t} \times INDIR_{i,t}$)係數顯著為正($\beta_6 = 0.0000$, $t = 1.44$; $\beta_6 = 0.0002$, $t = 1.31$)，表示針對電子產業而言，薪酬委員會開會次數、獨立董事所佔比例這二個品質特性，可調節核心代理問題與薪酬績效敏感性之間的關係。亦即，薪酬的制定有其複雜度(Vafeas 1999)，透過薪酬委員會頻繁的開會，便能在公司相關決策制定上發揮作用(Vafeas and Afxentiou 1998)，此外，薪酬委員會成員獨立性愈高，在其積極的監督之下，更能保護小股東利益(朱炫璉等 2017)，從而影響核心代理問題與薪酬績效敏感性之關連。

Panel B 第(2)欄可發現非電子產業樣本中，公司績效與薪酬委員會委員出席率交乘項($ROA_{i,t} \times ATTENDANCE_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_5 = 0.0003$, $t = 1.53$)。意味對於非電子產業而言，薪酬委員會委員出席率愈高，有助於增進會計績效與高階經理人薪酬間的連結度。再者，Panel B 第(3)欄亦可發現公司績效、核心代理問題與薪酬委員會委員獨立董事比例三者交乘項($ROA_{i,t} \times CORE1_{i,t} \times INDIR_{i,t}$)係數顯著為正($\beta_6 = 0.0001$, $t = 1.26$)，表示針對非電子產業而言，薪酬委員會獨立董事所佔比例愈高，可調節核心代理問題與薪酬績效敏感性之間的連結性。

附表 OA3 薪酬委員會各個單一特性的效果

Panel A：電子產業樣本									
應變數：COMP _{i,t+1}									
自變數	預期符號	(1)		(2)		(3)		(4)	
		MEETING _{i,t}	t 值	ATTENDANCE _{i,t}	t 值	INDIR _{i,t}	t 值	EXP _{i,t}	t 值
Intercept		3.5870***	20.41	3.5366***	20.26	3.6271***	20.55	3.5717***	20.49
ROA _{i,t}	+	0.0240***	11.16	0.0244***	11.26	0.0260***	11.02	0.0248***	11.43
CORE _{i,t}	?	0.0034***	5.25	0.0034***	5.24	0.0042***	6.26	0.0033***	5.12
CCQ _{i,t}	?	0.0400***	3.21	-0.0007	-0.54	0.1918***	4.66	0.1735***	3.21
ROA _{i,t} ×CORE _{i,t}	?	-0.0002***	-3.77	-0.0002***	-3.74	-0.0002***	-3.96	-0.0002***	-3.66
ROA _{i,t} ×CCQ _{i,t}	+	-0.0019*	-1.68	-0.0001	-0.91	-0.0104*	-1.94	-0.0192**	-2.28
ROA _{i,t} ×CORE _{i,t} ×CCQ _{i,t}	+	0.0000 [#]	1.44	0.0000	1.17	0.0002 [#]	1.31	0.0002	1.02
Controls		Included		Included		Included		Included	
Adjusted R ²		49.80%		49.40%		49.91%		49.68%	
F 值		116.88***		115.08***		117.42***		116.36**	
N		2,104		2,104		2,104		2,104	

<

附表 OA3 薪酬委員會各個單一特性的效果（續）

Panel B：非電子產業樣本		應變數： $COMP_{i,t+1}$							
		(1)		(2)		(3)		(4)	
		$MEETING_{i,t}$		$ATTENDANCE_{i,t}$		$INDIR_{i,t}$		$EXP_{i,t}$	
自變數	預期符號	估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值
Intercept		4.2285***	27.26	4.2523***	27.47	4.3633***	26.90	4.2299***	27.51
$ROA_{i,t}$	+	0.0185***	9.16	0.0186***	9.37	0.0184***	9.05	0.0185***	9.11
$CORE_{i,t}$	?	0.0014**	2.13	0.0014**	2.15	0.0015**	2.08	0.0015**	2.22
$CCQ_{i,t}$	?	-0.0093	-0.72	-0.0045**	-3.06	0.0379	0.80	-0.0161	-0.32
$ROA_{i,t} \times CORE_{i,t}$	?	0.0001***	2.00	0.0001***	1.98	0.0002***	2.56	0.0001**	1.88
$ROA_{i,t} \times CCQ_{i,t}$	+	-0.0001	-0.04	0.0003#	1.53	0.0033	0.73	0.0034	0.64
$ROA_{i,t} \times CORE_{i,t} \times CCQ_{i,t}$	+	0.0000	1.15	0.0000	0.97	0.0001#	1.26	0.0004	1.24
Controls		Included		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		35.49%		35.76%		35.82%		35.71%	
F 值		68.95***		69.76***		69.94***		69.61***	
N		2,224		2,224		2,224		2,224	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，# 表示單尾達到 10% 之顯著水準。
2. 透過 White (1980) 檢定發現違反同質性假設，故 t -value 均經 robust 方法修正。
3. 表中各變數定義：原模型(3)中薪酬委員會品質改為分別以個別衡量指標代入， $MEETING_{i,t}$ = 薪酬委員會每年開會次數； $ATTENDANCE_{i,t}$ = 薪酬委員會出席率； $INDIR_{i,t}$ = 薪酬委員會獨立董事比例； $EXP_{i,t}$ = 薪酬委員會專業程度；其餘變數定義同表 2。
4. 各個自變數 VIF 值介於 1.06~3.37 之間。

OA4. 依據公司績效表現高低劃分樣本公司

為瞭解不同的公司績效表現情況下，薪酬委員會品質調節核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性間關係是否會有差異，本研究參酌戴怡蕙 (2017) 之作法，進一步將樣本依其資產報酬率($ROA_{i,t}$)是否大於產業資產報酬率($INDROA_{i,t}$)中位數區分為績效表現較佳及績效表現較差兩群。附表 OA4 顯示，績效表現較佳之電子產業中，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_4 = -0.0004$, $t = -2.95$)；績效表現較差之電子產業中，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數則未達顯著水準($\beta_4 = 0.0001$, $t = 0.96$)。Zhang et al. (2014)、戴怡蕙 (2017)指出當公司績效表現良好時，控制股東欲操弄以績效為基準的考核制度的誘因效果之成本會上升，故控制股東與經理人勾結的誘因會下降，惟本研究在電子產業情境下所得結果卻不一致，推測可能是因為電子產業需要面對更大的產品競爭及未來獲利種種的不確定性，控制股東一旦得知公司目前績效表現佳時，更會有圖利自我、傷害其他小股東的誘因。此外，績效表現較佳之電子產業，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之迴歸係數顯著為正($\beta_6 = 0.0002$, $t = 2.33$)，隱含就績效表現較佳電子產業而言，薪酬委員會品質可調節核心代理問題與高階經理人薪酬績效敏感性間關係。

OA5. 依據控制股東與總經理是否為同一人劃分樣本公司

參考戴怡蕙 (2017)的研究，本文另依據控制股東與總經理是否為同一人將樣本分成兩組，藉以瞭解當控制股東與總經理均為同一人時，控制股東會選擇圖利自己總經理身份進而增加自我利益，或選擇不與自己的總經理身分勾結，乃藉由提升分享利益而增加自身的最終價值。附表 OA5 可發現，控制股東與總經理為同一人之電子產業樣本群，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_4 = -0.0002$, $t = -2.13$)；控制股東與總經理不為同一人之電子產業樣本群，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_4 = -0.0002$, $t = -2.55$)。表示電子產業中，不論是控制股東與總經理是同一人抑或不同人，不會考慮設計一個會計績效與高階經理人獎酬呈正向連結的契約，與戴怡蕙 (2017)的論點相符。再者，控制股東與總經理為同一人之非電子產業樣本群，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_4 = 0.0003$, $t = 2.57$)；控制股東與總經理不為同一人之非電子產業樣本群，公司績效與核心代理問題交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$)之係數為正，惟未達統計上顯著水準($\beta_4 = 0.0001$, $t = 1.20$)。此外，控制股東與總經理不為同一人之電子產業樣本群，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為負($\beta_5 = -0.0113$, $t = -2.50$)；控制股東與總經理不為同一人之非電子產業樣本群，公司績效與薪酬委員會品質交乘項($ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之係數顯著為正($\beta_5 = 0.0076$, $t = 1.96$)。控制股東與總經理不為同一人之電子產業樣本群中，公司績效、核心代理問題與薪酬委員會品質三者交乘項($ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$)之迴歸係數顯著為正($\beta_6 = 0.0001$, $t = 1.26$)。

附表 OA4 進一步再依據公司績效表現劃分樣本公司

應變數：COMP _{i,t+1}										
自變數	預期符號	電子產業樣本				非電子產業樣本				
		高於產業資產報酬率 中位數		低於產業資產報酬率 中位數		高於產業資產報酬率 中位數		低於產業資產報酬率 中位數		t 值
		估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值	
Intercept		3.6474***	13.04	3.5773***	16.39	4.3357***	18.63	4.1070***	19.54	
ROA _{i,t}	+	0.0260***	4.74	0.0112***	2.62	0.0226***	6.67	0.0078#	1.54	
COREI _{i,t}	?	0.0054***	2.97	0.0036***	4.88	0.0042***	3.11	0.0002	0.30	
CCQI _{i,t}	?	0.1740**	2.00	0.1072***	3.41	-0.1024	-1.42	-0.0591*	-1.88	
ROA _{i,t} ×COREI _{i,t}	?	-0.0004***	-2.95	0.0001	0.96	-0.0000	-0.41	0.0003**	2.28	
ROA _{i,t} ×CCQI _{i,t}	+	-0.0111*	-1.67	-0.0184**	-2.46	0.0075#	1.55	0.0097	1.18	
ROA _{i,t} ×COREI _{i,t} ×CCQI _{i,t}	+	0.0002**	2.33	0.0002	0.99	0.0001#	1.27	-0.0003	-1.12	
Controls		Included		Included		Included		Included		
Adjusted R ²		39.41%		49.88%		36.17%		29.64%		
F 值		39.92***		57.67***		33.81***		28.62***		
N		1,078		1,026		1,043		1,181		

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1%之顯著水準，#表示單尾達到 10%之顯著水準。

2. 透過 White (1980)檢定發現本表第一個及第三個迴歸模型違反同質性假設，故其 t-value 經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義：同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.04~9.72 之間。

附表 OA5 進一步再依據控制股東與總經理是否為同一人劃分樣本公司

應變數： $COMP_{i,t+1}$									
自變數	預期符號	電子產業樣本				非電子產業樣本			
		控制股東與總經理為同一人		控制股東與總經理為不同人		控制股東與總經理為同一人		控制股東與總經理為不同人	
		估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值	估計係數	t 值
Intercept		2.9216***	10.10	4.0222***	18.45	4.2811***	14.74	4.1831***	21.69
$ROA_{i,t}$	+	0.0267***	8.71	0.0225***	6.87	0.0163***	5.80	0.0200***	7.11
$COREI_{i,t}$	?	0.0043***	4.27	0.0031***	3.43	-0.0011	-1.04	0.0029***	3.39
$CCQI_{i,t}$	?	0.0239	0.53	0.2076**	6.40	-0.1001**	-2.18	-0.0608	-1.64
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	-0.0002**	-2.13	-0.0002**	-2.55	0.0003**	2.57	0.0001	1.20
$ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0002	0.04	-0.0113**	-2.50	0.0053	1.10	0.0076**	1.96
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0000	0.52	0.0001#	1.26	0.0001	0.56	0.0000	0.44
Controls		Included		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		50.14%		50.84%		34.26%		37.33%	
F 值		52.17***		69.13***		28.61***		42.96***	
N		917		1,187		955		1,269	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，# 表示單尾達到 10% 之顯著水準。

2. 透過 White (1980) 檢定發現本表第一個至第三個迴歸模型違反同質性假設，故其 t-value 經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義：同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.07-4.42 之間。

OA6. 考量自我選擇問題

由於控制股東是否擔任總經理，可能會受公司某些特質或因素所影響（戴怡蕙 2017），而產生自我選擇問題，故本研究參考過去文獻的作法，採用 Heckman (1979) 兩階段估計模型修正之。第一階段為控制股東擔任總經理決定因素模型（模型(2)），應變數為樣本公司在該年度控制股東是否擔任總經理之虛擬變數($CEO_{i,t}$)，並以獨立董事席次比率($BOIND_{i,t}$)、控制股東持股比率($CHOLD_{i,t}$)、董事持股比率($BHOLD_{i,t}$)、主動機構投資人持股比例($ACTIVE_{i,t}$)、高階經理人持股比率($OWN_{i,t}$)、產業別及年度別等作為解釋變數（林穎芬等 2011；林穎芬等 2012；朱炫璉、江家瑜與曾繁宇 2021），建立 Probit 模型。接著，從模型(2)中計算出 Inverse Mills Ratio ($MILLS_{i,t}$)²⁵，置於第二階段模型(1)中作為調整項。實證結果列示於附表 OA6，結果顯示修正可能的自我選擇問題後，實證結論與表 4 一致。

$$CEO_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 BOIND_{i,t} + \beta_2 CHOLD_{i,t} + \beta_3 BHOLD_{i,t} + \beta_4 ACTIVE_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 IND_{i,t} + \sum_{t=1}^5 \varphi_t Year_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

其中，

- $CEO_{i,t}$ = 控制股東是否擔任總經理虛擬變數；
- $BOIND_{i,t}$ = 獨立董事席次比率，獨立董事席次除以董事會席次；
- $CHOLD_{i,t}$ = 控制股東持股比率，控制股東持股數除以流通在外股數；
- $BHOLD_{i,t}$ = 董事持股比率，董事持股數除以流通在外股數；
- $ACTIVE_{i,t}$ = 主動機構投資人持股比率，政府機構、國外法人及其他法人持股數合計除以流通在外股數；
- $OWN_{i,t}$ = 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。

²⁵ Inverse Mills Ratio 計算方式為 $\varphi(Z)/\phi(Z)$ ，其中 $\varphi(Z)$ 為標準常態機率密度函數(the standard normal probability density function)， $\phi(Z)$ 為標準常態累積機率函數(the standard normal cumulative probability function)。

附表 OA6 考量自我選擇問題

自變數	預期符號	應變數： $COMP_{i,t+1}$					
		全部樣本		電子產業樣本		非電子產業樣本	
		估計係數	<i>t</i> 值	估計係數	<i>t</i> 值	估計係數	<i>t</i> 值
Intercept		3.5968***	25.29	3.6059**	16.26	3.9864***	22.30
$ROA_{i,t}$	+	0.0210***	14.11	0.0246***	11.13	0.0185***	9.29
$COREI_{i,t}$	?	0.0024***	5.20	0.0038***	5.82	0.0011*	1.67
$CCQI_{i,t}$	?	0.0388**	1.98	0.1391***	5.26	-0.0712**	-2.49
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t}$	?	-0.0000	-0.40	-0.0002***	-3.82	0.0002***	2.42
$ROA_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	-0.0016	-0.78	-0.0087***	-2.68	0.0057*	1.93
$ROA_{i,t} \times COREI_{i,t} \times CCQI_{i,t}$	+	0.0001	1.22	0.0001*	1.94	0.0001	0.82
$MILLS_{i,t}$	?	0.3886**	2.51	0.1186	0.43	0.4702**	2.48
Controls		Included		Included		Included	
Adjusted R^2		44.98%		50.10%		35.87%	
<i>F</i> 值		177.87***		112.11***		66.45***	
N		4,328		2,104		2,224	

註：1. 自變數若有預期方向為單尾檢定，無預期方向則為雙尾檢定，*、**、*** 分別表示雙尾達到 10%、5%、1% 之顯著水準，#表示單尾達到 10%之顯著水準。

2. 透過 White (1980)檢定發現違反同質性假設，故其 *t*-value 均經 robust 方法修正。

3. 表中各變數定義： $MILLS_{i,t}$ 從模型(2)運用 Probit 模型估計計算之 Inverse Mills Ratio；其餘變數同表 2。

4. 各個自變數 VIF 值介於 1.07~3.58 之間。