

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

友好薪酬委員會與運勢對高階經理人薪酬不對稱之關聯：

高階經理人可自好運獲益但不因壞運蒙受損失

Friendly Compensation Committee and Asymmetric
Benchmarking in Compensation: Executives are Payed
for Good Luck but not Punished for Bad

指導教授：潘虹華 博士

研究生：胥佳瑋 撰

中華民國一〇五年八月

謝辭

此論文獻給最愛的家人。感謝您們一路上的包容與鼓勵，尤其母親縱使心中百般不願意，仍於口頭上體諒我無法時常陪伴她，以及父親平時省吃儉用，卻總是給予我的口袋滿滿支持，使我能順利完成學業，謹致上最高的敬意與感激。

感謝恩師潘虹華博士從論文主題、蒐集資料至整篇論文完成，一路上的陪伴、用心與鼓勵，也感謝老師及師丈對予我們如同自己家人一般照顧。感謝廖懿屏博士、葛俊佑博士及張哲嘉博士三位口試委員，撥冗詳閱論文並且給予我們相當寶貴的意見，不僅是我得以修正許多錯誤，亦使本文更加充實與完整。

其次，要感謝同門鍾旻純協助蒐集本論文所有友好資料，與我同享蒐集資料的辛苦及痛苦。同時，也要感謝研究所同學在我遭受挫折時的鼓勵打氣及幫助，兩年的研究所生涯非常豐富，無論是與老師課堂上的互動學習，或是與同學們不分日夜的做報告，都令我體驗到不同於大學時期的學習方式。



胥佳瑋 謹誌
于東海會計研究所
民國一百零五年八月

友好薪酬委員會與運勢對高階經理人薪酬不對稱之關聯：

高階經理人可自好運獲益但不因壞運蒙受損失

指導教授：潘虹華 博士
研究生姓名：胥佳瑋
研究生學號：G03430120

摘要

本研究旨在探討薪酬委員會與高階經理人友好對高階經理人薪酬之影響，更進一步將運勢拆解為好運及壞運，以探討此友好關係是否使高階經理人薪酬與好運的相關性大於與壞運的相關性。樣本期間為 2011 年至 2013 年，實證結果指出，友好薪酬委員會相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高，以及高階經理人薪酬與好運的相關性確實大於壞運的相關性。本研究亦發現，臺灣過半數的薪酬委員會與高階經理人及董事友好，及薪酬委員會中獨立董事近一半皆與高階經理人存在友好情形。本研究使用不同的友好定義及採用工具變數兩階段模型重新檢測假說，相關實證結果皆不變。

關鍵字：友好薪酬委員會、高階經理人薪酬、運勢不對稱

**Friendly Compensation Committee and Asymmetric Benchmarking in
Compensation: Executives are Payed for Good Luck but not Punished for Bad**

Advisor : Dr. Hung-Hua Pan

Graduate Student Name: Chia-Wei Hsu

Graduate Student No. : G03430120

Abstract

In 2011, Financial Supervisory Commission (FSC) requires listed companies in Taiwan to establish compensation committee. The FSC expects that members of compensation committee will use their expertise and their roles as outsiders to monitor executives by setting effective compensation contracts. In this paper, I hand collect the information whether the majority of members of compensation committees have social ties with executives as the proxy for friendly compensation committee. Using the sample from 2011 to 2013, the empirical results indicate that executive compensation ties to luck when firms have friendly compensation committees. Furthermore, I find that there is less pay for luck when luck is down than pay for luck when luck is up. The results of this study are consistent after control for endogenous problem. Overall, the results suggest that FSC or investors need to consider social ties between executives and members of compensation committees when appoint a new compensation committee member.

Keywords: Friendly compensation committee, Executives compensation, Luck

表目錄

| | |
|---|----|
| 表 3-1 觀察值篩選過程及產業分布狀況..... | 15 |
| 表 3-2 變數彙總表..... | 29 |
| 表 4-1 敘述性統計量..... | 35 |
| 表 4-2 Pearson 相關係數表..... | 37 |
| 表 4-3 友好薪酬委員會敘述統計量..... | 38 |
| 表 4-4 績效標竿敘述統計量..... | 40 |
| 表 4-5 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果..... | 41 |
| 表 4-6 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果..... | 44 |
| 表 4-7 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果-其他薪酬委員為仲介..... | 49 |
| 表 4-8 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果-其他薪酬委員為仲介..... | 51 |
| 表 4-9 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果-董事為寬鬆仲介..... | 54 |
| 表 4-10 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果-董事為寬鬆仲介..... | 56 |
| 表 4-11 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果-其他薪酬委員為寬鬆仲介..... | 59 |
| 表 4-12 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果-其他薪酬委員為寬鬆仲介..... | 61 |
| 表 4-13 友好薪酬委員會內生問題-董事為仲介..... | 64 |
| 表 4-14 友好薪酬委員會內生問題-其他薪酬委員為仲介..... | 66 |

目錄

| | |
|---------------------------------|-----|
| 謝辭 | I |
| 摘要 | II |
| Abstract..... | III |
| 表目錄 | IV |
| 目錄 | V |
| 第壹章 緒論..... | 1 |
| 第一節 研究背景及動機..... | 1 |
| 第二節 研究目的..... | 6 |
| 第貳章 文獻探討與假說發展..... | 7 |
| 第一節 高階經理人薪酬對好運及壞運反應不對稱..... | 7 |
| 第二節 董事會與高階經理人關係對薪酬之影響..... | 9 |
| 第三節 薪酬委員會設置對高階經理人薪酬之影響..... | 12 |
| 第四節 研究假說..... | 13 |
| 第參章 研究設計..... | 15 |
| 第一節 樣本選取與資料來源..... | 15 |
| 第二節 變數定義與衡量..... | 17 |
| 第二節 實證模型..... | 26 |
| 第肆章 實證結果與分析..... | 32 |
| 第一節 敘述性統計與 Pearson 相關性分析..... | 32 |
| 第二節 多變量迴歸分析結果..... | 41 |
| 第三節 穩健性測試..... | 46 |
| 第伍章 結論與建議..... | 70 |
| 第一節 研究結論..... | 70 |
| 第二節 後續研究建議..... | 72 |
| 第三節 研究限制..... | 73 |
| 附錄一 薪資報酬委員會設置及行使職權辦法(部分條文)..... | 74 |
| 附錄二 辨認薪酬委員與高階經理人友好之案例..... | 76 |
| 參考文獻..... | 78 |

第壹章 緒論

第一節 研究背景及動機

金融海嘯後，無論國內外皆發生企業明明產生虧損，但高階經理人薪酬不減反增之現象，於是臺灣開始關注「肥貓¹」議題，因此，金融監督管理委員會（簡稱金管會）增訂《證券交易法》第十四條之六，強制所有上市櫃公司設立薪資報酬委員會²（簡稱薪酬委員會），其職權為定期評估並訂定董事、監察人及經理人績效評估與薪資報酬之政策、制度、標準與結構。本研究旨在探討薪酬委員會與高階經理人友好情況下，高階經理人薪酬存在運勢之情形是否最為嚴重，且進一步檢測高階經理人薪酬除了與運勢相關性較高外，友好關係是否亦使高階經理人薪酬與好運的相關性大於與壞運的相關性，即高階經理人薪酬運勢不對稱的現象。

為了降低主理人(principal)與代理人(agent)之間的利益衝突，薪酬委員會訂定薪酬契約應使高階經理人與股東利益一致，以降低資訊不對稱(Information Asymmetry)之道德危險(Moral Hazard)，良好的薪酬契約應與績效連結，誘發經理人採取創造公司價值行為或政策(Holmstrom 1979)。然而，薪酬契約中若存在高階經理人不可控制風險，將使得評估高階經理人實質績效產生誤差，降低薪酬契約有效性。所以，薪酬制定標準於《薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》第七條第二項第一款規定：「董事、監察人及經理人之績效評估及薪資報酬應參考同業通常水準支給情形，並考量與個人表現、公司經營績效及未來風險之關連合理性。」換言之，薪酬委員制定薪酬時建議採用相對績效評估(Relative Performance Evaluation, 簡稱RPE)(Antle and Smith 1986; Gibbons and Murphy 1990; Aggarwal and Samwick 1999a; Bertrand and Mullainathan 2001; Gong, Li, and Shin 2011)，RPE係將其他人績效作為標竿或對照組，由此評估高階經理人績效，當其績效優於對照組時將給予較高的薪酬，劣於對照組時則給予較低的薪酬或將其解雇，當高階經理人績效以同業作為標竿時，可過濾掉高階經理人不可控制風險，使薪酬契約能評估高階經理人實質績效，避免懲罰優秀高階經理人或獎勵失職高階經理人之情形。

¹ 《劍橋進階學習字典》肥貓：「有錢人；特別是有權為自己加薪的企業負責人。」

² 戴銘昇(2011)指出臺灣證券交易所為強化董監薪酬資訊揭露，於2010年開始於公開資訊觀測站「公司治理專區」中，公布公司年度稅後虧損惟董監事酬金總金額或平均每位董監事酬金卻增加之上市公司資訊，然而，相關公司仍無法有效阻止公司虧損時董監事酬金增加現象，因此，希望藉由強制設置薪酬委員會消除此類弊端，且證交法已規定公開發行公司設置審計委員會，亦應設置薪酬委員會。

然而，許多研究未發現企業使用 RPE 或薪酬契約有排除高階經理人不可控制風險之現象。Antle and Smith (1986)發現 39 間公司中，僅有 16 間公司薪酬契約使用 RPE。Aggarwal and Samwick (1999a)分別考慮以價格競爭策略的伯川競爭型態(Bertrand model)和以數量競爭策略的庫諾競爭型態(Cournot model)，發現伯川競爭型態的公司不會使用 RPE，但採用庫諾競爭型態的公司會使用 RPE，並且，使用 RPE 制定經理人薪酬的程度，會因為產業競爭程度增加而減少³。Gong et al. (2011)採用 2006 年美國 S&P 1,500 家公司的股東會說明書(proxy statement)⁴進行實證分析，透過聲明中提供的「薪酬討論與分析(Compensation Discussion and Analysis)」之揭露事項決定公司是否為 RPE 公司，共 1,419 筆樣本中，有 361 家公司薪酬契約會使用 RPE，1,058 家公司薪酬契約未使用 RPE。

為何公司薪酬契約較少找到使用 RPE 的證據，是否薪酬契約中衡量績效之指標包含運勢(Luck)的部分? Bertrand and Mullainathan (2001)發現，當董事會無大股東⁵時，高階經理人好運薪酬較董事會有大股東時高，換句話說，當公司治理較不好時，高階經理人薪酬較容易存在好運。在臺灣，李伶珠(2011)採用 2000 年至 2010 年全球鋼價、中鋼股票報酬與會計績效間的關係，發現除了 2008 年金融海嘯外，11 個年度中，全球鋼價與中鋼股價幾乎呈現連動關係，且全球鋼價與中鋼每股盈餘亦存在高度相關性。據此，為了提高公司治理，金管會強制上市與上櫃公司設立薪酬委員會，冀利用其專業性及獨立性降低高階經理人薪酬中的運勢。

繼 Bertrand and Mullainathan (2001)後，Garvey and Milbourn (2006)將運氣的部分自公司績效中拆解出，並將運勢進一步分類為好運及壞運⁶，發現好運與壞運在高階經理人薪酬中反應不對稱，具體而言，當公司績效含有好運成分時，高階經理人將以此受惠，然而，當公司績效含有壞運成分時，高階經理人卻未因此受害。為何高階經理人薪酬不僅與運勢相關性較高，還有運勢不對稱的現象?是否運勢會因高階經理人的友好關係受到影響，將是本研究進一步探討的議題。

³ 由於價格競爭時，高階經理人可能會為了市佔率而削價競爭而危害股東利益，因此當產業競爭程度愈高，制定公司高階經理人薪酬愈不會使用 RPE。

⁴ 美國證券交易委員會(Securities & Exchange Commission)因過去主要以表格及圖表方式揭露，雖然使得公司本身及不同公司間較容易比較，但是，無法納入既定表格之資訊容易被省略，且過去並無規定揭露個別經理人報酬，於是，美國證券交易委員會於 2006 年首次要求上市公司在股東會說明書中強制揭露薪酬討論與分析。

⁵ Bertrand and Mullainathan (2001) 定義大股東為持股百分之五之股東。

⁶ 以原油產業為例，因原油價格時常受到國際情勢及政策等非經理人努力因素影響，因此，經理人薪酬並非由其努力程度決定，據此，好運係指原油價格上漲，壞運為原油價格下跌。

1994年，美國內地稅法(Internal Revenue Code)第162條(m)允許當公司有薪酬委員會，且僅由兩個或兩個以上獨立董事組成時，高階經理人薪酬超過一百萬者及其他四位最高薪酬的經理人薪酬可當成費用扣抵。同時，美國兩個主要的證券交易所，美國紐約證券交易所(NYSE)規定，在其證券交易所上市之公司必須設置薪酬委員會，且必須完全由獨立董事組成；那斯達克證券交易所(NASDAQ)則強烈建議設置薪酬委員會，若公司無設置，則董事會必須由多數獨立董事組成，且僅能由獨立董事參與制定薪酬和建議；陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法案(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)第952段亦規定薪酬委員會必須為獨立。

然而，金管會僅規定已設置獨立董事者，至少應有一名獨立董事參與且擔任召集人，若無獨立董事者，全體委員相互推派一人擔任即可，除此之外，美國與臺灣薪酬資訊揭露透明度也有明顯差異。美國無論薪酬揭露方式、薪酬決定時所參考的同儕公司名單、聘任薪酬顧問之資訊及股東之薪酬發言權(say on pay)等皆有規範，臺灣卻無相關規定，可發現臺灣薪酬資訊透明度上有極大的進步空間。

是否獨立董事能增加公司的監督效果?Chhaochharia and Grinstein (2009)發現，當增加董事會監督效果後，執行長(Chief Executive Officer，簡稱CEO)薪酬有明顯的降低。Anderson and Bizjak (2003)發現由內部董事或CEO擔任薪酬委員會成員，並不會降低高階經理人誘因或使其擁有超額薪酬。Newman and Mozes (1999)發現，當內部董事為薪酬委員會成員，較薪酬委員會無內部董事者，CEO薪酬水準並無上升，然而當公司績效上升時薪酬績效敏感性(Pay-Performance Sensitivity，簡稱PPS)⁷增加，績效下降時PPS降低，也就是說，內部董事為薪酬委員會成員對CEO較有利。Vafeas (2003)發現內部董事為薪酬委員會成員時，CEO薪酬水準較高。由此可知，獨立的薪酬委員會並不一定能降低CEO薪酬水準。

Hwang and Kim (2009)認為具獨立性的董事是指董事在決策時，能夠不偏不倚的給予高階經理人監督與建議，Hwang and Kim (2009)除了考慮獨立董事定義外，更額外考量董事和高階經理人之間的社會關聯，具體而言，他們考慮服役軍隊、共同母校、出生地、學術領域、產業別及由第三人仲介等六項社會關聯，將董事重分類為傳統獨立董事(conventionally independent boards)及社會獨立董事會 socially independent boards)，若董事與高階經理人有兩項以上相同，

⁷ 指高階經理人績效僅以個人表現為依據，並未與標竿相比，實證研究中經常測試絕對績效的方式為PPS，也就是高階經理人薪酬與其公司績效之間的攸關性。

稱為友好。Bruynseels and Cardinaels (2013)探討沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)後⁸，審計委員會與 CEO 社會關聯對其監督效果的影響，他們考慮職業、教育及其他活動(例如:相同休閒會館、慈善機構、俱樂部或非營利機構的會員等)，區分出完全獨立及有社會關聯的審計委員會，發現審計委員會與 CEO 的社會關聯會降低其監督效果，導致公司財務報表品質降低、盈餘管理情形增加、壓低公費犧牲審計品質及會計師不太出具繼續經營疑慮意見等情況。

臺灣的薪酬委員會⁹與高階經理人¹⁰皆由董事會委任，與美國不同的地方是，美國的薪酬委員會僅需訂定 CEO 與高階經理人之薪酬，然而，臺灣的薪酬委員會須訂定董事、監察人及經理人之薪酬，換言之，薪酬委員須訂定雇主之薪酬。是否董事與薪酬委員及高階經理人的委任關係，會使薪酬委員制定高階經理人薪酬存有較多運勢成分？

Khanna, Kim, and Lu (2015)發現，CEO 及董事藉由委任有關連的經理人，會因為彼此熟悉或感激，進而幫助、掩飾或默許公司詐欺行為，且藉由隱瞞詐欺行為，使 CEO 被解雇機率降低。Shivdasani and Yermack (1999)發現 CEO 如果參與聘任新董事過程，公司會較少聘任外部獨立董事(independent outsiders)，且原本外部獨立人士較易被灰色董事(gray outsiders)¹¹替代，弱化董事會監督效果。然而，友好對於監督效果不一定皆為負面，Intintoli, Kahle, and Zhao (2015)發現，若公司獨立董事為 CEO 上任前已存在(independent and non-co-opted directors)，則其社會關聯愈高，監督效果愈強，且愈能提高股東利益；審計委員會社會關聯愈高，財務報表品質愈好；薪酬委員會社會關聯愈高，支付給高階經理人的超額薪酬愈低。

由上述可知，友好薪酬委員會或許能使訂定薪酬過程更為公平，但若友好對象為高階經理人，則可能會影響其制定薪酬過程。

⁸ 2001 年至 2002 年間許多企業財務醜聞曝光，例如美國安隆(Enron)、世界通訊(WorldCom)等，於是，美國國會制定沙賓法案以加強監管。此法案除了修訂美國 1933 年證券法及 1934 年證券交易法外，也對公司治理、會計監管、證券市場監管等方面作出了許多新的規定，其中更包括建立一個獨立的公眾公司會計監管委員會(Public Company Accounting Oversight Board)，對上市公司審計進行監管、限定公司高階管理階層行為、改善公司治理結構及加強監管財務報告的揭露。

⁹ 《薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》第四條：「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。」

¹⁰ 《公司法》第二十九條：「公司得依章程規定置經理人，其委任、解任及報酬，依下列規定定之。但公司章程有較高規定者，從其規定：一、無限公司、兩合公司須有全體無限責任股東過半數同意。二、有限公司須有全體股東過半數同意。三、股份有限公司應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」

¹¹ 灰色董事為退休員工、高階經理人親屬或與公司有利益衝突對象。

本研究預期研究貢獻為，首先，檢視臺灣高階經理人薪酬與運勢之相關性，及高階經理人薪酬與好運的相關性是否與壞運的相關性不同。接著，進一步探討薪酬委員會強制設立之有效性，利用薪酬委員會與高階經理人友好關係，檢測友好薪酬委員會制定薪酬過程是否遭受影響，了解當前聘任薪酬委員的獨立性規範是否適切且足夠。最後，本研究定義兩種友好的薪酬委員型態，分別為薪酬委員、高階經理人與董事間友好，以及薪酬委員、高階經理人與其他薪酬委員¹²間友好，欲找出何種友好影響運勢最為嚴重，反之，何種友好較不影響薪酬委員會獨立性，作為將來上市櫃公司聘任薪酬委員會參考依據。

根據上述，本研究以友好關係是否為高階經理人薪酬存在運勢之重大因素，探討薪酬委員會設立有效性，冀望研究結果給予相關單位及未來公司聘任薪酬委員之參考依據。



¹² 假設薪酬委員會成員為三人，分別為 a、b 與 c 委員，當 a 委員與高階經理人比較時，其他薪酬委員為 b 及 c。

第二節 研究目的

本研究旨在探討友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與好運的相關性是否比壞運的相關性高，首先，利用 Bertrand and Mullainathan (2001)和 Garvey and Milbourn (2006)兩階段分析法，計算出公司績效中運勢成分，以評估高階經理人薪酬與運勢的相關性，並進一步研究，是否高階經理人薪酬中好運與壞運的相關性反應不對稱。

再來，利用 Hwang and Kim (2009)中衡量董事友好之研究方法，將欲分析委員以社會關聯(socially dependent)定義重新分類，瞭解薪酬委員會與高階經理人友好關係，對其制定薪酬之影響，本研究將絕大多數薪酬委員會與高階經理人友好之薪酬委員會定義為友好薪酬委員會，反之，絕大多數非友好者，定義為非友好薪酬委員會，據此，本研究的研究問題為：

- 一、 探討友好薪酬委員會，相對於非友好者，是否使高階經理人薪酬與運勢的相關性較高。
- 二、 探討友好薪酬委員會，相對於非友好者，是否使高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。

第貳章 文獻探討與假說發展

本研究欲探討友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與好運的相關性是否比壞運的相關性高，首先，介紹高階經理人薪酬中好運與壞運反應不對稱相關文獻，再來，介紹董事會與高階經理人關係對薪酬影響相關文獻，最後，介紹薪酬委員會設置對高階經理人薪酬影響相關文獻。

第一節 高階經理人薪酬對好運及壞運反應不對稱

代理理論認為，當公司主理人（股東）委託代理人（高階經理人）經營企業時，將會存在逆選擇及道德危險等代理問題，為了避免代理人自利行為，主理人及代理人可藉由訂定契約，達到股東財富極大化，因此，一份良好的薪酬契約，應該將高階經理人薪酬與公司績效做連結(Holmstrom 1979)。然而，高階經理人的績效卻受到許多不可控制的因素影響，例如景氣循環、政府政策、市場趨勢及天災等。若單以公司績效衡量高階經理人薪酬，則無法精確衡量高階經理人相對於競爭市場中其他高階經理人績效，於是，良好的薪酬契約除了與公司績效連結外，應使用相對績效評估，與競爭市場中的標竿相互比較，且完全過濾掉高階經理人不可控制風險，如此一來，薪酬才能精確反映高階經理人決策及能力(Holmstrom 1982)。然而，過去實證文獻對於高階經理人薪酬是否存在 RPE 並沒有一定結果。

Antle and Smith (1986)探討公司決定高階經理人薪酬時，是否會以競爭對手之績效作為參考，由於我們無法直接觀察到薪酬合約，所以改提供可公開取得的財務比率作為參考，及整個行業和整體經濟市場的平均財務比率作為公司績效標竿，而當獲利分解為系統性及非系統性時，系統性可視為不受高階經理人努力的部分，反之，非系統性部分則為高階經理人努力所影響部分，同時作者也檢視非系統性與薪酬的敏感度是否大於系統性與薪酬的敏感度。作者採用 1947 年到 1977 年間 39 間公司的數據，分別採用股票指標和會計指標來衡量高階管理階層績效，其中，股票指標是以股票報酬率衡量，其被認為是與公司現況及未來發展最為相關的指標，不受到高階經理人操弄影響，且許多高階管理階層的財富與股票報酬具有關連性，而會計指標是以資產報酬率衡量，其優點為可能包含股票指標所沒涵蓋的資訊及更能激勵高階經理人，因為公司有可能隱瞞股票價格訊息，但不一定扣押管理績效的所有訊息，且當使用會計指標衡量薪酬時，可能會降低高階經理人避險的效果。實證結果顯示，樣本中 16 間公司的會計指標與高階經理人績效能完全過濾掉系統性風險，股票指標與高階經理人績效僅有部分過濾掉部分的系統性風險。

Gibbons and Murphy (1990)採用 1974 年到 1986 年間 Forbes 中 1,668 位高階經理人於 1,049 家公司的薪酬數據，分別以公司的股票報酬績效相對於市場或產業的股票報酬績效，與高階經理人薪酬之關係來測試，首先，他發現公司的股票報酬對高階經理人薪酬係數呈顯著正相關，但市場或產業的股票報酬對高階經理人薪酬係數呈顯著負相關，再來，公司的股票報酬對高階經理人被替換之可能呈顯著負相關，但市場或產業的股票報酬對高階經理人被替換之可能呈顯著正相關。相比之下，Antle and Smith (1986)對高階經理人薪酬合約過濾掉產業風險的不確定性無法提出結果，Gibbons and Murphy (1990)發現高階經理人薪酬合約有部分過濾掉行業風險，兩者之間的差異在於測試方法不同及樣本量的大小。

Aggarwal and Samwick(1999)採用 1995 年 Standard and Poor's ExecuComp 中 1,519 位高階經理人和 6,305 位非高階經理人的薪酬數據，分別以價格競爭廠商的伯川競爭型態和數量競爭廠商的庫諾競爭型態來測試。首先，他發現在伯川競爭型態中，自身公司與同業標竿公司的績效皆與高階經理人薪酬呈正相關，但在庫諾競爭型態中，高階經理人薪酬與自身公司的績效呈正相關，卻與同業標竿公司呈負相關。也就是說，伯川競爭型態中不存在 RPE，但庫諾競爭型態中存在 RPE，再來，他發現高階經理人薪酬相對績效評估，會因為產業競爭程度增加而減少。

Gong et al. (2011)採用 S&P 1,500 家公司的股東會說明書進行實證分析，依據 2006 年美國證券交易委員會擬定高階經理人薪酬揭露規則，規定公司須於代理聲明中提供「薪酬討論與分析」，透過聲明中揭露事項來決定公司是否使用 RPE。實證結果發現 1,419 筆樣本中，有 361 家公司薪酬契約會使用 RPE，其餘 1,058 家公司薪酬契約則未使用 RPE，他更進一步發現，使用 RPE 的公司通常面臨共同風險機率較高、產業較不集中、成長機會較低及高階經理人較不富裕等問題，且公司規模愈大，愈容易聘任會使用 RPE 的薪酬顧問。

Bertrand and Mullainathan (2001)採用 1977 年到 1994 年間 51 家美國大型原油公司為樣本，分別採用會計指標及市場指標來測量高階經理人薪酬是否存在運勢。實證結果顯示，無論是會計指標或市場指標，皆能發現原油產業的高階經理人薪酬存在運勢，再來，檢測高階經理人薪酬存在運勢，對於公司治理較優與較劣公司間差異，發現公司治理較劣之公司，高階經理人薪酬較容易存在運勢。作者更進一步發現，當董事會無大股東時，高階經理人任期會使薪酬中運勢增加；會計指標對於董事會規模抑制高階經理人薪酬存在運勢呈現不顯著，市場指標呈現顯著；會計指標與市場指標對於公司內部人士為董事會成員，使高階經理人薪酬存在運勢皆呈顯著正相關。此外，作者在薪酬與油價變化中發

現,17年當中有12年的薪酬與油價改變方向相同,並且有5年當油價下跌時,薪酬仍然上升,這樣的不對稱是否暗指高階經理人從好運中獲得獎賞,卻未遭受壞運懲罰。

Garvey and Milbourn (2006)採用1992年至2011年間Standard and Poor's ExecuComp中6,263位高階經理人薪酬數據,分別以高階經理人總薪酬、獎金及選擇權與高階經理人運勢及能力(Skill)之關係來測試,發現高階經理人總薪酬、獎金及選擇權皆與運勢呈現顯著正相關,再來,進一步將運勢拆解成好運(good luck)及壞運(bad luck),探討高階經理人薪酬與壞運之關係,發現高階經理人總薪酬、獎金及選擇權皆與壞運係數呈負相關,換句話說,Garvey and Milbourn (2006)發現高階經理人薪酬、獎金及選擇權皆存在運勢,而且當壞運時,高階經理人薪酬、獎金及選擇權皆沒有受到好運時相等的懲罰,亦即高階經理人從好運中獲得獎賞,卻沒有被壞運懲罰。

第二節 董事會與高階經理人關係對薪酬之影響

過去文獻相當重視董事或高階經理人的獨立性,若薪酬委員會成員沒有獨立性,即便擁有高專業也無法取得股東信賴,然而,什麼程度的獨立性才是適當且足夠的? NYSE於第303A.02條中規定獨立董事要件¹³,獨立董事與上市公司間應不具實質關係(Material Relationship)¹⁴,且委任前三年與任職期間不得受雇於公司,或與現任董事間有親屬關係。臺灣薪酬委員會成員獨立性雖然比照獨立董事資格條件¹⁵,但因考量設置初期恐發生尋覓人才困難,於是採循序漸進方式,設立起三年內,薪酬委員會成員1/3以下可由董事擔任。

¹³ 若有下述情況,則董事被認為不具備獨立性:1.過去三年內曾擔任公司職員,或與現任董事為親屬,或過去三年內曾擔任該上市公司高階管理階層。2.董事或其親屬不得於最近三年中任何連續十二個月內,支領公司除董事會下委員會之服務報酬、退休金及過去延遲報酬超過十二萬美元。3.董事現為負責公司內、外部稽核事務所之合夥人或受雇人,或與前事務所之現任合夥人、員工或對公司提供稽核服務個人有親屬關係,或董事親屬於過去三年曾為前揭事務所合夥人、員工或對公司提供稽核服務個人。4.董事或其親屬於過去三年內曾為他公司之經理人,而公司任一經理人曾擔任他公司之薪酬委員會成員。5.董事線為公司員工或與現任高階經理人有親屬關係,且於過去三年會計年度內任一年度,支領公司超過一百美元或超過公司合併總營收百分之二。6.親屬關係包含其配偶、父母、子女、兄弟姊妹,舉凡源自血親、姻親或收養,及除了國內員工外其他與前揭之人共同居住之人。

¹⁴ 例如與公司或其相關企業之重要關係人、股東、經理人或合夥人。

¹⁵ 《薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》第六條:「薪資報酬委員會之成員應於委任前二年及任職期間無下列情事之一:1.公司或其關係企業之受雇人。2.公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其母公司、子公司依本法或當地國法令設置之獨立董事者,不在此限。3.本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。4.前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或三親等以內直系血親親屬。5.直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受雇人,或持股前五名法人股東之董事、監察人或受雇人。6.與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事(理事)、監察人(監事)、經理人或持股百分之五以上股東。7.為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事(理事)、監察人(監事)、經理人及其配偶。」

Newman and Mozes (1999)探討薪酬委員會組成是否會影響 CEO 薪酬，採用 1992 年 Fortune 250 中 161 家公司薪酬數據，發現薪酬委員為內部董事時，較薪酬委員無內部董事者，CEO 薪酬水準並無上升，然而，當公司績效上升時 PPS 增加，績效下降時 PPS 降低，換言之，當內部董事為薪酬委員時對 CEO 較有利。Anderson and Bizjak (2003)探討薪酬委員會結構是否影響高階經理人薪酬。採用 1985 年到 1998 年間 NYSE 中 110 間公司的 CEO 薪酬數據，沒有發現薪酬委員獨立性愈高，愈能影響 CEO 的證據，並且，內部董事或 CEO 擔任薪酬委員會成員，並不會降低 CEO 的誘因或使其擁有超額薪酬。換句話說，規定薪酬委員會組成結構，並不一定能降低 CEO 薪酬水準或達到激勵效果。Vafeas (2003)探討薪酬委員會存在內部董事與 CEO 薪酬之間的關係。作者採用 1991 年到 1997 年間 Forbes 中 271 家公司之 1,505 筆公司年度觀察值，發現薪酬委員會有內部董事時，CEO 薪酬水準較高。

Hwang and Kim (2009)探討友好是否會影響高階經理人薪酬及任期。採用 1996 年到 2005 年間 Fortune 100 中 704 位獨立董事與高階經理人薪酬數據，並將傳統獨立董事會加入董事和高階經理人之間的社會關聯，如服役軍隊、共同母校、出生地、學術領域、產業別及第三人仲介¹⁶，將獨立重分類為社會獨立董事會，再分別利用高階經理人總薪酬與本薪加獎金，測試傳統獨立董事會及社會獨立董事會間差異。實證發現，依照傳統獨立董事會分類方法，獨立性為 87%，然而，加入社會關聯後，獨立性下降至 62%，再來，採用過去獨立性操作型定義，發現傳統獨立董事會對總薪酬呈正相關，對本薪加獎金呈負相關，然而，社會獨立董事會對總薪酬及本薪加獎金皆呈負相關，且高階經理人任期於傳統獨立董事會中較長，也就是說，社會關聯的確影響獨立董事監督及約束高階經理人的效果。

Bruynseels and Cardinaels (2013)探討沙賓法案後，審計委員會與 CEO 友好對其監督效果的影響。作者採用 2004 年到 2008 年間於 Compustat 的 10,734 筆公司年度數據及 Audit Analytics 中 11,004 筆審計公費數據，透過職業（例如：目前或過去於其他相同公司任職）、教育（例如：相同學校畢業）及其他活動（例如：相同休閒會館、慈善機構、俱樂部或非營利機構的會員等）區分出完全獨立及有社會關聯的審計委員會。首先，他發現與 CEO 友好的審計委員會占總樣本 39%，其中，職業關聯又占了 42%，再來，他發現審計委員會與 CEO 的社會關聯會降低其監督效果，導致公司財務報表品質降低、盈餘管理情形增加、壓低公費犧牲審計服務品質及會計師不太出具繼續經營疑慮之意見等情況，作者更進一步發現，友好關係因為內部控制有缺失，導致原本出具的審計意見被

¹⁶ 例如：高階經理人出生地為台北，臺灣大學會計系畢業；薪酬委員出生地為新竹，臺灣大學電機系畢業；第三人仲介-董事 B 出生地為台北，臺灣大學電機系畢業。

修正。

Khanna et al. (2015)探討高階管理階層聘任對公司舞弊風險的影響。作者採用 1996 年到 2006 年間 2,736 家公司之 17,797 筆公司年度觀察值，辨認出其中 873 家足以構建出經理人聘任基礎的資料，找出 309 個舞弊案件，接著，將 CEO 任職期間任命前四位經理人及 CEO 任職期間有新聘董事的比率，作為任命經理人的分數(the fraction of executives appointed)及新聘董事的分數(the fraction of directors appointed)，結果發現，任命經理人的分數及新聘董事的分數皆對不當行為的可能性呈現正相關，對檢測不當行為的可能性呈現負相關，再來，當 CEO 任職期間任命前四位經理人及 CEO 任職期間有新聘董事時，公司發生詐欺的機率多出 20%及 19%，當 CEO 任職期間無任命經理人及無新聘董事時，公司發生詐欺的機率減少 12%及 14%，而且，CEO 任職期間有任命四位經理人相較於無任命經理人的詐欺，需要多花 288 天來檢測，換句話說，委任關係似乎能幫助隱瞞詐欺行為及延遲檢測時間。

Shivdasani and Yermack (1999)探討新聘董事時，CEO 的參與是否會影響董事會性質。採用 1994 年到 1996 年間，1995 年為 Fortune 500 的公司，並將新聘任之董事分類為獨立董事、灰色董事與內部董事(Inside directors)，再以 CEO 是否參與聘任來測試，首先，他發現當 CEO 參與聘任新董事時，公司會聘任較少獨立外部人士及較多灰色外部人士，而且，股票的累計超額報酬(Cumulative Abnormal Stock Returns)顯著降低，再來，當 CEO 參與聘任新董事時，獨立董事被替換為灰色董事機率呈顯著正相關，也就是說，CEO 參與聘任新董事，會弱化董事會監督能力。

Intintoli et al. (2015)探討獨立董事社會關聯對監督效果的影響，並參考 Coles, Daniel, and Naveen (2014)將獨立董事區分為 CEO 上任前已存在的獨立董事及 CEO 上任後才存在的獨立董事，探討 CEO 上任前已存在的獨立董事社會關聯對監督效果的影響，採用 2001 年到 2010 年間，BoardEx 資料庫中每位經理人及董事的連結。Intintoli et al. (2015)發現董事的社會關聯能增加監督效果，再來，審計委員會社會連結與財務報表品質呈正相關，薪酬委員會社會關聯與支付 CEO 超額薪酬呈負相關，接著，還發現董事社會關聯愈高，資金成本愈低、股利發放率愈高，換句話說，CEO 上任前已存在獨立董事的社會關聯愈高，監督效果愈強、愈能提高股東利益。

第三節 薪酬委員會設置對高階經理人薪酬之影響

吳幸蓁、謝佳純與梁書璋 (2014)探討薪酬委員會設置及其品質對高階經理人現金薪酬與會計績效間連結程度(即 PPS)的影響。採用 2009 年至 2012 年間臺灣上市公司為樣本，探討設置薪酬委員會 PPS 是否會提升，作者更進一步使用薪酬委員會成員之出席狀況、忙碌程度、是否為設立薪酬委員會前即存在之獨立董事、任期長短、他公司副總級以上身分之成員及委員會規模等個別品質特性，探討薪酬委員會組成是否會提升 PPS，即薪酬委員會品質與 PPS 間關聯。首先，他們發現薪酬委員會設置後 PPS 確實增加，並且，薪酬委員會品質愈好，PPS 愈高。由上述可知，薪酬委員會成員的特質將影響其品質，換句話說，薪酬委員會成員之特性會影響 PPS 效果。

朱炫璉、劉乃熒、陳彥綺與吳品萱 (2016) 探討薪酬委員會的監督品質對於高階經理人的現金紅利薪酬與企業績效之影響。採用 2011 年至 2012 年間 1,790 筆觀察值，接著，將薪酬委員會分別以薪酬委員會委員之董事年資、規模、每年開會次數、委員出席率及獨立董事比率等五項，作為品質衡量特性。首先，他們發現增加高階經理人現金紅利薪酬，可提升企業績效，即現金紅利薪酬能有效給予高階經理人激勵效果，接著，發現薪酬委員會品質可提升企業績效，再來，發現薪酬委員會品質較高時，維持企業績效之高階經理人現金紅利薪酬較低。由此可知，薪酬委員會品質之提升，能降低企業代理成本。

由於目前尚未有相關文獻探討友好薪酬委員會是否會使高階經理人薪酬與運勢相關性較高，以及好運與壞運在高階經理人薪酬中反應不對稱之現象，因此，藉由探討友好薪酬委員會與運勢對高階經理人薪酬不對稱之影響，除能彌補相關文獻不足外，亦可作為未來有關單位及企業委任薪酬委員時參考，提升薪酬委員會設置有效性。

第四節 研究假說

制定高階經理人薪酬時，為了使股東財富極大化，應將薪酬與績效連結，再著，高階經理人薪酬應使用 RPE 以排除無法控制風險(Hölmstrom 1979; Holmstrom 1982)，然而，過去文獻卻發現高階經理人薪酬不一定存在 RPE (Antle and Smith 1986; Gibbons and Murphy 1990; Aggarwal and Samwick 1999a; Gong et al. 2011)，於是 Bertrand and Mullainathan (2001)發現，當公司治理較差時，高階經理人薪酬存在運勢。當薪酬存在運勢，會導致高階經理人得到自身努力之外，非他(她)所為的獎勵或是懲罰，對於公司或是高階經理人都不公平，此時，負責訂定及監督高階經理人薪酬合約的薪酬委員會，就與高階經理人薪酬是否存在運勢有極大關連。

薪酬委員會可以藉由訂定良好的薪酬契約，誘使高階經理人盡最大努力替公司創造價值，且給予他(她)應有及適當的薪資報酬，反之，不好的薪酬契約不僅無法給予適當的報酬，甚至可能懲罰到努力的高階經理人，使公司流失人才，綜觀上述，高階經理人薪酬存在運勢與薪酬委員會有極大關連。

一、友好薪酬委員會與運勢之關聯性

薪酬委員會組成最重要的特性為專業性及獨立性，金管會對於薪酬委員會成員專業性已有規定¹⁷，但是，因考量設置初期恐發生尋覓人才困難，於是採循序漸進方式，薪酬委員會設置三年內，1/3 以下成員可由董事擔任。目前文獻分為兩派，其一認為董事與高階經理人友好關係，將弱化董事的監督及諮詢效果，如 Hwang and Kim (2009)將獨立董事加入社會關聯重新分類，發現 CEO 友好會弱化董事監督效果及延長 CEO 任期。接著，Bruynseels and Cardinaels (2013)將審計委員會加入社會關聯重新分類後，發現 CEO 友好會降低審計委員會監督效果，導致財務報表品質降低及盈餘管理情形增加。此外，Khanna et al. (2015)發現，CEO 若委任與其有關經理人時，會因為彼此熟悉或感激，進而幫助、掩飾或默許公司詐欺行為，且藉由隱瞞詐欺行為，再者，Shivdasani and Yermack (1999)發現 CEO 如果參與聘任新董事過程，公司會較少聘任外部獨立董事，弱化董事會監督效果。

¹⁷ 《薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》第五條：「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。」

另外一派文獻則認為，友好董事會具有較佳的社會連結，因此高階經理人與董事會友好的關係對於監督效果不一定皆為負面，Intintoli et al. (2015)發現，若公司薪酬委員會成員與高階經理人社會連結愈高，監督效果愈強，支付高階經理人的超額薪酬愈低。然而，絕大多數的文獻仍是發現與高階經理人友好的董事監督效果較弱，於是，本研究認為與高階經理人友好的薪酬委員會，制定的高階經理人薪酬契約可能存在較多運勢成分。據此，本研究建立假說 H1a 如下：

H1a:友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢的相關性較高。

運勢，又可以細分為好運及壞運。高階經理人薪酬與運勢相關性較高，代表他(她)可能會碰到好運氣，也可能碰到壞運氣，然而，高階經理人如果常常碰到好運，很少碰到壞運，是否代表他(她)存在某些因素可以趨吉避凶。Garvey and Milbourn (2006)將高階經理人薪酬中的運勢拆解後，發現好運與壞運在高階經理人薪酬中反應不對稱。為什麼高階經理人可以從好運獲得獎勵，卻不被壞運懲罰呢?根據上述文獻，本研究認為與高階經理人友好的薪酬委員會，制定高階經理人薪酬時，薪酬與好運的相關性會大於壞運的相關性。據此，本研究建立 H1b 如下：

H1b:友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。

第參章 研究設計

第一節 樣本選取與資料來源

本研究以 2011 至 2013 年臺灣上市櫃公司共 1,799 筆觀察值為樣本¹⁸。本研究薪酬資料庫取自於臺灣經濟新報（簡稱 TEJ），TEJ Company DB 中的合併董監酬勞；股票報酬取自 TEJ 中，TEJ equity 項下的調整股價（月）-除權除息調整資料；財務資料取自 TEJ Finance DB 中，以合併為主（累計）一般產業資料；董監經理人學經歷取自 TEJ 公司治理中，董事（會）及高管職能中的董監經理人學經歷；薪酬委員會學經歷資料取自於公司年報、公開資訊觀測站、新聞報導及網路資料。

本研究分別依薪酬委員與高階經理人是否就讀相同學校、薪酬委員與高階經理人是否就讀相同學科、薪酬委員與高階經理人過去任職公司或產業是否相同、薪酬委員與高階經理人目前兼任公司或產業是否相同、薪酬委員過去是否任職本公司，且分別將董事及其他薪酬委員¹⁹作為第三人仲介²⁰，整理出與高階經理人友好之薪酬委員會資料，因薪酬委員變動會使當年度薪酬委員組成造成影響，故本研究剔除薪酬委員變動之觀察值，及排除行業性質較為特殊之金融保險業。

觀察值篩選過程如表 3-1 之 Panel A 所示。在觀察值產業分析中，本研究參考證交所產業分類標準分類，各產業觀察值分布如表 3-1 之 Panel B 所示。由 Panel B 可知，本研究觀察值中電子零組件業占較大比率(14.9%)，其次為光電、電腦及周邊設備及半導體等產業。

表 3-1 觀察值篩選過程及產業分布狀況

| Panel A：觀察值篩選過程 | 觀察值 |
|-----------------------------|------------|
| 2011 至 2013 年薪酬委員會公司家數 | 4,990 |
| 剔除當年度薪酬委員會成員變動之公司家數 | (745) |
| 剔除缺乏高階經理人薪酬、財務資料及股價資料合併觀察值數 | (1,027) |

¹⁸ 2011 年為薪酬委員會設置之起始年度。

¹⁹ 假設薪酬委員會成員為三人，分別為 a、b 與 c 委員，當 a 委員與高階經理人比較時，其他薪酬委員為 b 及 c。

²⁰ 分別依董事與高階經理人及薪酬委員是否就讀相同學校、董事與高階經理人及薪酬委員是否就讀相同學科、董事與高階經理人及薪酬委員過去任職公司或產業是否相同、董事與高階經理人及薪酬委員目前兼任公司或產業是否相同等，符合兩項以上(包含兩項)則作為董事為仲介的判定。

| | |
|----------------------------------|--------------|
| 剔除缺乏薪酬委員與高階經理人友好變數 ²¹ | (1,040) |
| 剔除缺乏公司治理變數 | (256) |
| 剔除非公司治理變數前後1%之極端值 | <u>(123)</u> |
| 最終觀察值數 | <u>1,799</u> |

Panel B：觀察值產業分佈狀況

| 產業名稱 | 全部觀察值數 | |
|----------|--------|--------|
| | 個數 | 比率(%) |
| 水泥工業 | 16 | 0.89 |
| 食品工業 | 40 | 2.22 |
| 塑膠工業 | 49 | 2.72 |
| 紡織工業 | 58 | 3.22 |
| 電機機械 | 94 | 5.23 |
| 電器電纜 | 21 | 1.17 |
| 玻璃陶瓷 | 7 | 0.39 |
| 造紙工業 | 14 | 0.78 |
| 鋼鐵工業 | 58 | 3.22 |
| 橡膠工業 | 18 | 1.00 |
| 汽車工業 | 9 | 0.50 |
| 建材營造 | 82 | 4.56 |
| 航運 | 20 | 1.11 |
| 觀光 | 16 | 0.89 |
| 貿易百貨 | 22 | 1.22 |
| 其他 | 92 | 5.11 |
| 化學工業 | 60 | 3.34 |
| 生技醫療 | 63 | 3.50 |
| 油電燃氣 | 16 | 0.89 |
| 半導體業 | 159 | 8.84 |
| 電腦及週邊設備業 | 161 | 8.95 |
| 光電業 | 168 | 9.34 |
| 通訊網路業 | 82 | 4.56 |
| 電子零組件業 | 268 | 14.90 |
| 電子通路業 | 66 | 3.67 |
| 資訊服務業 | 40 | 2.22 |
| 其他電子業 | 91 | 5.06 |
| 文化創意業 | 9 | 0.50 |
| 合計 | 1,799 | 100.00 |

²¹ 部分公司並未揭露經理人職位。

第二節 變數定義與衡量

一、應變數

1. 高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)

本研究定義高階經理人薪酬為總經理及副總經理所領取的薪資、退職金、獎金特支、現金股利及股票股利之合計數(Aggarwal and Samwick 1999a)，並將高階經理人薪酬取變動數(Bertrand and Mullainathan 2001; Garvey and Milbourn 2006; Aggarwal and Samwick 1999a)，公式表達如(1)式：

$$\Delta COMP_{it} = COMP_{it} - COMP_{i,t-1} \quad (1)$$

下標 i 為公司別； t 為年度別。 $COMP$ 為高階經理人薪酬。

二、自變數

1. 運勢($LUCK$)與能力($SKILL$)

本研究參考 Bertrand and Mullainathan (2001)及 Garvey and Milbourn (2006) 利用兩階段估計程序(two-stage procedure)，分別算出運勢及能力的敏感度。首先，為了區隔績效中，因為運勢而造成的改變，使用公式(2)如下：

$$V_1 = \beta r_m + \delta L + \gamma X + \varepsilon \quad (2)$$

其中，

V_1 = 期末報酬率；

r_m = 市場報酬；

L = 產業平均加權報酬(Equal-weighted industry returns)及產業市價加權報酬(Value-weighted industry returns)；

X = 年的虛擬變數；

ε = 殘差項，即估計之高階經理人能力。

利用式(1)將 β 、 δ 及 γ 算出，得到估計的 $\hat{\beta}$ 、 $\hat{\delta}$ 及 $\hat{\gamma}$ ，再利用公式(3)如下，計算出估計之運勢(the predicted dollar values of luck):

$$\lambda = \hat{\beta}r_m + \hat{\delta}L + \hat{\gamma}X \quad (3)$$

其中，

λ = 估計之運勢；

$\hat{\beta}$ = 公司對市場因素敏感性的估計值；

$\hat{\delta}$ = 產業平均加權報酬及產業市價加權報酬的估計值；

$\hat{\gamma}$ = 年的虛擬變數。

由上述可知， λ 為運勢， ε 為能力，最後再利用公式(4)及公式(5)如下，得到公司報酬中運勢金額(LUCK)及能力金額(SKILL)。

$$LUCK = \lambda \times MV \quad (4)$$

$$SKILL = \varepsilon \times MV \quad (5)$$

其中，

$LUCK$ = 運勢金額；

$SKILL$ = 能力金額；

MV = 期初市值；

3. 運勢累計分布函數(*CDF OF LUCK*)及能力累計分布函數(*CDF OF SKILL*)

本研究參考 Aggarwal and Samwick (1999b)和 Garvey and Milbourn (2006) , 分別將運勢及能力各自取累計分布函數(Cumulative Distribution Function), 以控制規模, 衡量運勢及能力的邊際效果。

4. 壞運(*LUCK IS DOWN*)與能力差(*SKILL IS DOWN*)

本研究參考 Garvey and Milbourn (2006)將運勢拆解為好運及壞運。

LUCK IS DOWN = 壞運的虛擬變數, 若運勢金額(*LUCK*)為負, 其值為 1, 否則為 0;

SKILL IS DOWN = 能力差的虛擬變數, 若能力金額(*SKILL*)為負, 其值為 1, 否則為 0。

5. 友好薪酬委員會-仲介為董事(*FRIEND_DIR_MAJ*)

本研究參考(Hwang and Kim 2009)分類方式, 首先, 將薪酬委員與高階經理人依照下列五項友好連結之虛擬變數分類:

SCHOOL = 薪酬委員與高階經理人-學校虛擬變數, 若薪酬委員與高階經理人曾就讀相同學校, 其值為 1, 否則為 0;

SUBJECT = 薪酬委員與高階經理人-學科虛擬變數, 若薪酬委員與高階經理人曾就讀相同科系, 其值為 1, 否則為 0;

INDUSTRY = 薪酬委員與高階經理人-產業虛擬變數, 若薪酬委員與高階經理人過去任職公司之產業相同或薪酬委員與高階經理人目前兼任公司之產業相同, 其值為 1, 否則為 0;

COMPANY = 薪酬委員與高階經理人-公司虛擬變數, 若薪酬委員與高階經理人過去任職相同公司或薪酬委員與高階經理人目前兼任相同公司, 其值為 1, 否則為 0;

INSIDE = 薪酬委員過去是否擔任公司內部人士虛擬變數, 若薪酬委員曾於目前擔任薪酬委員之公司工作, 其值為 1, 否則為 0。

接著, 使用公司董事作為第三人仲介, 依照上述前四項友好連結虛擬變數分類, 產生第三人仲介各個友好連結:

- SCHOOL_DIR* = 董事-學校虛擬變數，若董事與薪酬委員及高階經理人曾就讀相同學校，其值為1，否則為0；
- SUBJECT_DIR* = 董事-學科虛擬變數，若董事與薪酬委員及高階經理人曾就讀科系相同，其值為1，否則為0；
- INDUSTRY_DIR* = 董事-產業虛擬變數，若董事與薪酬委員及高階經理人過去任職公司之產業相同或薪酬委員與高階經理人目前兼任公司之產業相同，其值為1，否則為0；
- COMPANY_DIR* = 董事-公司虛擬變數，若董事與薪酬委員及高階經理人過去任職相同公司或薪酬委員與高階經理人目前兼任相同公司，其值為1，否則為0；

再來，將上述第三人仲介各個友好連結產生董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)友好連結虛擬變數：

- THIRD_PARTY_DIR* = 董事為仲介虛擬變數，若董事-學校(*SCHOOL_DIR*)、董事-學科(*SUBJECT_DIR*)、董事-產業(*INDUSTRY_DIR*)及董事-公司(*COMPANY_DIR*)中，有兩項以上(包含兩項)成立，其值為1，否則為0；

利用上述六項友好連結虛擬變數，計算薪酬委員會與高階經理人是否友好-董事為仲介(*FRIEND_DIR*)，六項友好連結虛擬變數分別為：

- (1) 薪酬委員與高階經理人-學校(*SCHOOL*)
- (2) 薪酬委員與高階經理人-學科(*SUBJECT*)
- (3) 薪酬委員與高階經理人-產業(*INDUSTRY*)
- (4) 薪酬委員與高階經理人-公司(*COMPANY*)
- (5) 薪酬委員過去是否擔任內部人士(*INSIDE*)
- (6) 董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)

若上述六項薪酬委員與高階經理人友好連結中，有兩項以上(包含兩項)成立，則認定薪酬委員與高階經理人友好，產生薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介(*FRIEND_DIR*)變數：

FRIEND_DIR = 薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介虛擬變數，若薪酬委員與高階經理人-學校(*SCHOOL*)、薪酬委員與高階經理人-學科(*SUBJECT*)、薪酬委員與高階經理人-產業(*INDUSTRY*)、薪酬委員與高階經理人-公司(*COMPANY*)、薪酬委員過去是否擔任內部人士(*INSIDE*)及董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)中，有兩項以上(包含兩項)成立，其值為1，否則為0。

再來，使用公式(6)如下，計算薪酬委員會友好比率-董事為仲介(*FRIEND_DIR_RATIO*):

$$FRIEND_DIR_RATIO = \frac{\text{公司薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介人數}}{\text{公司薪酬委員會總人數}} \quad (6)$$

最後，利用薪酬委員會友好比率-董事為仲介(*FRIEND_DIR_RATIO*)，計算友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)。

FRIEND_DIR_MAJ = 友好薪酬委員會-董事為仲介虛擬變數，若薪酬委員會友好比率-董事為仲介(*FRIEND_DIR_RATIO*)大於50%，其值為1，否則為0。

三、 控制變數

本研究參考過去有關高階經理人薪酬的文獻，歸納出以下控制變數。

1. 公司規模(*SIZE*)

公司規模以市場價值取自然對數來衡量公司規模，計算公式(7)如下。公司規模愈大，支付薪酬愈多(Aggarwal and Samwick 1999a; Gong et al. 2011; Newman and Mozes 1999; Vafeas 2003)，因此本研究預期規模與高階經理人薪酬變動數呈正相關。

$$SIZE_{it} = \ln(MV_{it}) \quad (7)$$

其中，下標 *i* 為公司別；*t* 為年度別。*MV* 為市場價值。

2. 期初市價淨值比(*MB*)

本研究使用期初市價淨值比(Market-to-book ratio)作為公司成長機會變數，計算公式(8)如下。成長中公司需要更好的管理者，則薪酬水準應該更高(Smith and Watts 1992; Gaver and Gaver 1993; Hwang and Kim 2009)。因此本研究預期成長機會與高階經理人薪酬變動數呈正相關。

$$MB_{it} = \frac{MV}{EQUITY} \quad (8)$$

其中，下標 *i* 為公司別；*t* 為年度別。*MV* 為市場價值；*EQUITY* 為股東權益總額。

3. 負債比率(LEV)

負債比率係指負債總額於資產總額中的比重，計算公式(9)如下。當負債比率愈大，代表負債金額愈高，而債權人可獲得之清償保障就愈小，公司營運風險也就愈高，換句話說，當負債比率愈大，公司財務結構愈不穩固。因此，本研究預期負債比率與高階經理人薪酬變動數呈負相關。

$$LEV_{it} = \frac{TL}{TA} \quad (9)$$

其中，下標 i 為公司別； t 為年度別。 TL 為負債總額； TA 為資產總額。

4. 股票報酬率波動性(RET_VOL)

股票報酬率波動性係指過去五年股票報酬標準差，以捕捉市場特定風險。Banker and Datar (1989)認為股票報酬率波動性與高階經理人薪酬之間可能為正，也可能為負。因此，本研究預期股票報酬率波動性與高階經理人薪酬變動數之關係不明確。

5. 資產報酬率(ROA)

本研究選用稅前息前折舊前資產報酬率作為會計績效指標之衡量指標，計算公式(10)如下。當公司資產報酬率愈高時，顯示公司績效愈好，可推論高階經理人愈努力，其薪酬水準提高。因此，本研究預期資產報酬率與高階經理人薪酬變動數呈正相關。

$$ROA_{it} = \frac{EBITDA}{ATA} \quad (10)$$

其中，下標 i 為公司別； t 為年度別。 $EBITDA$ 為稅前息前折舊前淨利； ATA 為平均資產總額。

6. 資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)

資產報酬率波動性係指過去五年間之資產報酬率標準差。

7. 研究發展強度(*RDI*)

研究發展強度使用研究發展支出除以銷貨收入，計算公式(11)如下。Clinch (1991)認為研究發展支出愈多，公司與員工薪酬的關聯更加緊密。因此本研究預期研究發展強度與高階經理人薪酬變動數呈正相關。

$$RDI_{it} = \frac{RD}{SALES} \quad (11)$$

其中，下標 i 為公司別； t 為年度別。 RD 為研究發展支出； $SALES$ 為銷貨收入。

8. 開會次數(*MEETS*)

開會次數為薪酬委員會開會次數。若薪酬委員會開會次數愈多，代表監督效果愈強(Vafeas 1999; Khanna et al. 2015)，Aggarwal and Samwick (1999a)認為，高階經理人薪酬與開會次數呈正相關。因此本研究預期高階經理人薪酬變動數與開會次數呈正相關。

9. 董事會規模(*BOARD_SIZE*)

董事會規模為公司董事會總人數。Lipton and Lorsch (1992)認為董事會規模愈大，愈容易產生溝通協調及搭便車等控制管理問題。Yermack (1996)發現董事會規模愈大，公司價值愈低。Coles, Daniel, and Naveen (2008)發現諮詢需求愈高的公司，其董事會規模與公司價值呈正相關。因此本研究預期董事會規模與高階經理人薪酬變動數呈正相關。

10. 高階經理人任期(TENURE)

此為高階經理人年資。Hermalin and Weisbach (1998)發現，高階經理人年資愈長，對董事會的影響力愈大。Hwang and Kim (2009)認為，高階經理人年資與薪酬呈正相關。因此本研究預期高階經理人年資與薪酬變動數呈正相關。

11. 獨立董事占薪酬委員會比率(IDP_RATIO)

此為獨立董事占公司薪酬委員會成員的比率，計算公式(12)如下。Beasley (1996)發現，獨立董事比率愈高，財務報表舞弊的可能性就愈低。因此本研究預期獨立董事占薪酬委員會比率與高階經理人薪酬變動數呈負相關。

$$\text{獨立董事占薪酬委員會比率} = \frac{\text{薪酬委員為獨立董事人數}}{\text{薪酬委員總人數}} \quad (12)$$

12. 董事持股比率(DIR_HOLD)

董監持股為董事（自有+信託）持股占公司總發行股份的比率。Hwang and Kim (2009)認為董事持股比率愈高，代表從股東權益分得的利息愈多，誘使董事增加監督效果，因此本研究預期董事持股與與高階經理人薪酬變動數呈負相關。

第二節 實證模型

本研究使用固定效果迴歸(Fixed effects regression)，其目的在於控制個體間的差異，但不隨時間變動的遺漏變數，在實證分析上，Panel data²²與橫斷面分析和時間序列分析最大的不同在於，其能有效的控制個體(individual)之間存在的差異性(heterogeneity)，降低導致估計結果產生偏誤的風險(Baron and Kenny 1986; Judd and Kenny 1981)。

驗證 H1a 前，應先確認高階經理人薪酬與運勢相關性，模型使用固定效果迴歸，表示於式(1)如下。若 $\alpha_1 > 0$ ，則高階經理人薪酬與運勢相關性較高。

$$\begin{aligned} \Delta(COMP_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 LUCK_{it} + \alpha_2 SKILL_{it} + \alpha_3 LUCK_{it} \times CDF \text{ OF } LUCK_{it} + \\ & \alpha_4 SKILL_{it} \times CDF \text{ OF } SKILL_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 MB_{it} + \alpha_7 LEV_{it} \\ & + \alpha_8 RET_VOL_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \alpha_{10} ROA_VOL_{it} + \alpha_{11} RDI_{it} + \alpha_{12} \\ & MEETS_{it} + \alpha_{13} BOARD_SIZE_{it} + \alpha_{14} TENURE_{it} + \alpha_{15} IDP_R \\ & ATIO_{it} + \alpha_{16} DIR_HOLD_{it} + \sum_{t=2011}^{2013} Year \ dummy_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (式 1)$$

其中，

- $\Delta COMP_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年高階經理人薪酬變動數；
- $LUCK_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年運勢金額；
- $SKILL_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年能力金額；
- $CDF \text{ OF } LUCK_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年運勢的累計分布函數；
- $CDF \text{ OF } SKILL_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年能力的累計分布函數；
- $SIZE_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年市場價值取自然對數；
- MB_{it} = 第 i 家公司與第 t 年期初市價淨值比；
- LEV_{it} = 第 i 家公司與第 t 年負債比率；
- RET_VOL_{it} = 第 i 家公司與第 t 年股票報酬率波動性；

²² Panel data(longitudinal data 或 cross-sectional time series data)結合了時間序列(time series)與橫斷面(cross section)資料的形式，除了具備時間序列的動態性質外，並擁有橫斷面資料的異質特性，比一般傳統的資料提供更完整的訊息。

| | | |
|--------------------|---|--------------------------------|
| ROA_{it} | = | 第 i 家公司與第 t 年稅前息前折舊前資產報酬率； |
| ROA_VOL_{it} | = | 第 i 家公司與第 t 年資產報酬率波動性； |
| RDI_{it} | = | 第 i 家公司與第 t 年研究發展強度； |
| $MEETS_{it}$ | = | 第 i 家公司與第 t 年薪酬委員開會次數； |
| $BOARD_SIZE_{it}$ | = | 第 i 家公司與第 t 年董事會成員總人數； |
| $TENURE_{it}$ | = | 第 i 家公司與第 t 年高階經理人任期； |
| IDP_RATIO_{it} | = | 第 i 家公司與第 t 年獨立董事占薪酬委員會比率； |
| DIR_HOLD_{it} | = | 第 i 家公司與第 t 年董事持股比率； |
| $Year\ dummy_t$ | = | 年度虛擬變數，若為第 t 年，其值為 1，否則為 0； |
| ε_{it} | = | 殘差項； |
| i | = | 第 i 家樣本公司； |
| t | = | 第 t 年，本研究期間為 2011 年至 2013 年。 |

爾後，為驗證 H1a，友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高，模型使用固定效果迴歸，表示於式(2)如下。若 $\gamma_6 > 0$ ，則 H1a 成立，預期友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高。

$$\begin{aligned}
\Delta(COMP_{it}) = & \gamma_0 + \gamma_1 LUCK_{it} + \gamma_2 SKILL_{it} + \gamma_3 FRIEND_DIR_MAJ_{it} + \gamma_4 LUCK_{it} \times CDF\ OF\ LUCK_{it} + \gamma_5 SKILL_{it} \times CDF\ OF\ SKILL_{it} + \gamma_6 LUCK_{it} \times FRIEND_DIR_MAJ_{it} + \gamma_7 SKILL_{it} \times FRIEND_DIR_MAJ_{it} + \gamma_8 SIZE_{it} + \gamma_9 MB_{it} + \gamma_{10} LEV_{it} + \gamma_{11} RET_VOL_{it} + \gamma_{12} ROA_{it} + \gamma_{13} ROA_VOL_{it} + \gamma_{14} RDI_{it} + \gamma_{15} MEETS_{it} + \gamma_{16} BOARD_SIZE_{it} + \gamma_{17} TENURE_{it} + \gamma_{18} IDP_RATIO_{it} + \gamma_{19} DIR_HOLD_{it} + \\
& \sum_{t=2011}^{2013} Year\ dummy_t + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{式 2}$$

其中，

$FRIEND_DIR_MAJ_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年友好薪酬委員會-董事為仲介虛擬變數，其值為 1，否則為 0。

驗證 H1b 前，應先確認高階經理人薪酬與好運及壞運的相關性，模型使用固定效果迴歸，表示於式(3)如下。若 $\beta_3 < 0$ ，則高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。

$$\begin{aligned} \Delta(\text{COMP}_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{LUCK}_{it} + \beta_2 \text{SKILL}_{it} + \beta_3 \text{LUCK}_{it} \times \text{LUCK IS DOWN}_{it} \\ & + \beta_4 \text{SKILL}_{it} \times \text{SKILL IS DOWN}_{it} + \beta_5 \text{LUCK}_{it} \times \text{CDF OF LUCK}_{it} \\ & + \beta_6 \text{SKILL}_{it} \times \text{CDF OF SKILL}_{it} + \beta_7 \text{SIZE}_{it} + \beta_8 \text{MB}_{it} + \beta_9 \\ & \text{LEV}_{it} + \beta_{10} \text{RET_VOL}_{it} + \beta_{11} \text{ROA}_{it} + \beta_{12} \text{ROA_VOL}_{it} + \beta_{13} \text{RDI}_{it} \\ & + \beta_{14} \text{MEETS}_{it} + \beta_{15} \text{BOARD_SIZE}_{it} + \beta_{16} \text{TENURE}_{it} + \beta_{17} \\ & \text{IDP_RATIO}_{it} + \beta_{18} \text{DIR_HOLD}_{it} + \sum_{t=2011}^{2013} \text{Year dummy}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{式 } 3)$$

其中，

LUCK IS DOWN_{it} = 第 i 家公司與第 t 年壞運虛擬變數，其值為 1，否則為 0；
 $\text{SKILL IS DOWN}_{it}$ = 第 i 家公司與第 t 年能力差虛擬變數，其值為 1，否則為 0。

式(3)成立後，為驗證 H1b，友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高，模型使用固定效果迴歸，表示於式(4)如下。若 $\mu_{10} < 0$ ，則 H1b 成立，預期友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性確實比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。

$$\begin{aligned} \Delta(\text{COMP}_{it}) = & \mu_0 + \mu_1 \text{LUCK}_{it} + \mu_2 \text{SKILL}_{it} + \mu_3 \text{FRIEND_DIR_MAJ}_{it} + \mu_4 \\ & \text{LUCK}_{it} \times \text{LUCK IS DOWN}_{it} + \mu_5 \text{SKILL}_{it} \times \text{SKILL IS DOWN}_{it} \\ & + \mu_6 \text{LUCK}_{it} \times \text{CDF OF LUCK}_{it} + \mu_7 \text{SKILL}_{it} \times \text{CDF OF SKILL}_{it} \\ & + \mu_8 \text{LUCK}_{it} \times \text{FRIEND_DIR_MAJ}_{it} + \mu_9 \text{SKILL}_{it} \times \text{FRIEND_DIR_MAJ}_{it} \\ & + \mu_{10} \text{LUCK}_{it} \times \text{LUCK IS DOWN}_{it} \times \text{FRIEND_DIR_MAJ}_{it} \\ & + \mu_{11} \text{SKILL}_{it} \times \text{SKILL IS DOWN}_{it} \times \text{FRIEND_DIR_MAJ}_{it} \\ & + \mu_{12} \text{SIZE}_{it} + \mu_{13} \text{MB}_{it} + \mu_{14} \text{LEV}_{it} + \mu_{15} \text{RET_VOL}_{it} \\ & + \mu_{16} \text{ROA}_{it} + \mu_{17} \text{ROA_VOL}_{it} + \mu_{18} \text{RDI}_{it} + \mu_{19} \text{MEETS}_{it} + \mu_{20} \\ & \text{BOARD_SIZE}_{it} + \mu_{21} \text{TENURE}_{it} + \mu_{22} \text{IDP_RATIO}_{it} + \mu_{23} \text{DIR_HOLD}_{it} \\ & + \sum_{t=2011}^{2013} \text{Year dummy}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{式 } 4)$$

表 3-2 變數彙總表

| 變數名稱 | 說明 | 預期符號 |
|------------------------------|--|------|
| 高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$) | $\Delta COMP_{it} = COMP_{it} - COMP_{i,t-1}$ $COMP$ 為高階經理人總薪酬。 | |
| 運勢($LUCK$) | $(1) V_1 = \beta r_m + \delta L + \gamma X + \varepsilon$ $(2) \lambda = \hat{\beta} r_m + \hat{\delta} L + \hat{\gamma} X$ $(3) LUCK = \lambda \times MV$ $(4) SKILL = \varepsilon \times MV$ <p>V_1 = 期末報酬率；r_m = 股票報酬；L = 產業市價加權報酬及產業平均加權報酬；</p> | + |
| 能力($SKILL$) | <p>X = 年的虛擬變數；ε = 估計之能力；λ = 估計之運勢；</p> <p>$LUCK$ = 運勢金額；$SKILL$ = 能力金額；MV = 期初市場價值。</p> | + |
| 運勢累計分布函數(CDF OF $LUCK$) | 運勢的累計分布函數 | ? |
| 能力累計分布函數(CDF OF $SKILL$) | 能力的累計分布函數 | ? |
| 壞運($LUCK$ IS DOWN) | 壞運之虛擬變數，若運勢($LUCK$)為負，其值為 1，否則為 0。 | - |

| | | |
|--|---|---|
| 能力差(<i>SKILL IS DOWN</i>) | 能力差之虛擬變數，若能力(<i>SKILL</i>)為負，其值為 1，否則為 0。 | - |
| 友好薪酬委員會-董事為仲介 (<i>FRIEND_DIR_MAJ</i>) | 友好薪酬委員會-董事為仲介之虛擬變數，若薪酬委員會友好比率-董事為仲介 (<i>FRIEND_DIR_RATIO</i>)大於 50%，其值為 1，否則為 0。 | + |
| 公司規模(<i>SIZE</i>) | $SIZE_{it} = \ln(MV_{it})$ <i>MV</i> 為市場價值。 | + |
| 期初市價淨值比(<i>MB</i>) | $MB_{it} = \frac{MV}{EQUITY}$ <i>MV</i> 為市場價值； <i>EQUITY</i> 為股東權益總額。 | + |
| 負債比率(<i>LEV</i>) | $LEV_{it} = \frac{TL}{TA}$ <i>TL</i> 為負債總額； <i>TA</i> 為資產總額。 | - |
| 股票報酬率波動性(<i>RET_VOL</i>) | 過去五年股票報酬標準差 | ? |
| 資產報酬率(<i>ROA</i>) | $ROA_{it} = \frac{EBITDA}{ATA}$ <i>EBITDA</i> 為稅前息前折舊前淨利； <i>ATA</i> 為平均資產總額。 | + |
| 資產報酬率波動性(<i>ROA_VOL</i>) | 過去五年間之資產報酬率標準差 | ? |
| 研究發展強度(<i>RDI</i>) | $RDI_{it} = \frac{RD}{SALES}$ | + |

RD 為研究發展支出；*SALES* 為銷貨收入。

| | | |
|--------------------------------------|---|---|
| 開會次數(<i>MEETS</i>) | 薪酬委員會開會次數 | + |
| 董事會規模(<i>BOARD_SIZE</i>) | 公司董事會總人數 | + |
| 高階經理人任期(<i>TENURE</i>) | 高階經理人年資 | + |
| 獨立董事占薪酬委員會比率 (<i>IDP_RATIO</i>) | $\frac{\text{薪酬委員為獨立董事人數}}{\text{薪酬委員總人數}}$ | - |
| 董事持股比率(<i>DIR_HOLD</i>) | 董事（自有+信託）持股占公司總發行股份的比率 | - |
| 年度(<i>Year dummy_t</i>) | 年度虛擬變數 | |

第肆章 實證結果與分析

第一節 敘述性統計與 Pearson 相關性分析

為避免極端值影響本研究結果之合理性，本研究將變數數值最大、最小值分別限制於第 1 及第 99 百分位(1-percentile、99-percentile)的數值，最後本研究共有 1,799 個觀察值進行分析。表 4-1 為計算各變數之敘述性統計，高階經理人總薪酬(*COMP*)平均數為 422 萬元，第一四分位數約為 228 萬元，第三四分位數約為 481 萬元，第三四分位數為第一四分位數的兩倍之多，顯示高階經理人薪酬差異甚大。高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)第一四分位數為-46 萬元，約為平均數的 92 倍，第三四分位數為 51 萬元，約為平均數的 103 倍。運勢(*LUCK*)平均金額為 57 萬元，第一四分位數為-32 萬元，代表運勢中存在壞運，第三四分位數為 75 萬元，代表運勢中存在好運，而能力(*SKILL*)平均金額為-55 萬元，與過去文獻結果一致(Garvey and Milbourn 2006)，友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)變數平均值為 0.55，代表樣本資料中近六成的薪酬委員會，絕大部分的薪酬委員與高階經理人存在友好關係。

財務績效方面，市場價值(*SIZE*)平均數為 146 億元，標準差約為 591 億元，代表上市櫃公司規模差異甚大，期初市價淨值比(*MB*)平均數為 1.187，負債比率(*LEV*)平均數約為 43%，顯示樣本公司資本結構中自有資金約占六成，股票報酬波動性(*RET_VOL*)平均為 86.7%，顯示樣本公司中股票波動較大，資產報酬率(*ROA*)平均為 7.7%，中位數為 7.5%，顯示樣本公司中資產報酬率分布較對稱，資產報酬率波動(*ROA_VOL*)中位數為 3.8%，研究發產強度(*RDI*)平均為 3.5%，中位數為 1.5%，顯示樣本公司中研究發展費用占銷貨收入的比率小。

公司治理方面，開會次數(*MEETS*)平均數約為兩次²³，董事會規模(*BOARD_SIZE*)平均數、中位數及第三四分位數皆為七人，高階經理人任期(*TENURE*)平均為十年、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)平均為 38%，也就是說，若一家公司薪酬委員有三位，就有一位為獨立董事，董事持股比率(*DIR_HOLD*)平均約為 20%，第一四分位數約為 11%，第三四分位數為 26%，顯示樣本公司中董事持股比率大部分介於 10%至 25%之間。

²³ 薪酬委員會設置及行使職權辦法僅規定薪酬委員會每年至少召開兩次會議，但實收資本額未達新臺幣一百億元者，2011 年 12 月 31 日前不適用召開會議次數之規定。

本研究將薪酬委員與高階經理人友好之薪酬委員會區分為兩組，以進一步分析。從表 4-1 之 Panel B 可發現，友好薪酬委員會為五成五，非友好薪酬委員會約為四成五，友好薪酬委員會之高階經理人平均總薪酬(*COMP*)為約 472 萬元，非友好薪酬委員會之高階經理人平均總薪酬(*COMP*)為 361 萬元，兩檢定均達到 1% 顯著水準，初步顯示友好薪酬委員會之高階經理人總薪酬(*COMP*)較非友好薪酬委員會高出一百多萬元。友好薪酬委員會之高階經理人運勢(*LUCK*)中位數約為 24 萬元，非友好薪酬委員會之高階經理人運勢(*LUCK*)中位數約為 19 萬元，在 z 檢定達到 5% 顯著水準。友好薪酬委員會之高階經理人能力(*SKILL*)中位數約為 -13 萬元，非友好薪酬委員會之高階經理人能力(*SKILL*)中位數約為 3 萬 6 千元，在 z 檢定達到 1% 顯著水準，顯示友好薪酬委員會之高階經理人能力(*SKILL*)較非友好薪酬委員會差。

由上述發現，薪酬委員、高階經理人與董事間友好關係，可能導致董事會聘任高階經理人時友好因素大過於能力因素，而薪酬委員、高階經理人與董事間非友好關係者，聘任高階經理人時較傾向能力因素。

在財務績效方面，友好薪酬委員會公司之市場價值(*SIZE*)平均為 193 億元，非友好薪酬委員會公司之市場價值(*SIZE*)平均為 87 億元，兩檢定均達到 1% 顯著水準，初步顯示友好薪酬委員會銷貨收入淨額(*SIZE*)約為非友好薪酬委員會公司規模之 2.2 倍，換句話說，規模愈大的公司，友好連結往往愈強。友好薪酬委員會公司之股票報酬波動性(*RET_VOL*)平均為 0.941，非友好薪酬委員會公司之股票報酬波動性(*RET_VOL*)平均為 0.775，兩檢定均達到 1% 顯著水準，初步顯示友好薪酬委員會公司之股票報酬波動性(*RET_VOL*)較非友好薪酬委員會公司高。友好薪酬委員會公司之研究發產強度(*RDI*)中位數為 2.3%，非友好薪酬委員會公司之研究發產強度(*RDI*)平均為 0.7%，兩檢定均達到 1% 顯著水準，初步顯示友好薪酬委員會公司研究發產強度(*RDI*)較非友好薪酬委員會公司高。

公司治理特性部分，友好薪酬委員會公司之開會次數(*MEETS*)，較非友好薪酬委員會多，兩檢定均達到 1% 顯著水準，顯示兩者之間樣本分布情形差異大。友好薪酬委員會公司之董事會規模(*BOARD_SIZE*)平均為七人，非友好薪酬委員會公司之董事會規模(*BOARD_SIZE*)平均約為七人，兩檢定均達到 1% 顯著水準，顯示友好薪酬委員會公司規模較大。友好薪酬委員會公司之高階經理人任期(*TENURE*)平均約為九年，非友好薪酬委員會公司之高階經理人任期(*TENURE*)平均為十一年，顯示樣本公司中，非友好薪酬委員會公司高階經理人年資較長，且兩檢定均達到 1% 顯著水準。友好薪酬委員會公司之獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)平均數為 56%，非友好薪酬委員會公司平均數

為 15%，兩檢定均達到 1% 顯著水準，顯示樣本公司中，友好薪酬委員會中，近六成皆為獨立董事，非友好薪酬委員會僅有一成五為獨立董事，且兩者之間樣本分布情形差異大。

由上述發現，友好薪酬委員會之公司，無論是市場價值(*SIZE*)、股票報酬波動性(*RET_VOL*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)及獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)皆比非友好薪酬委員會大，其中，獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)差距更為明顯，若假設薪酬委員會平均委員為三人，以中位數來看，友好薪酬委員會中有兩位為獨立董事，非友好薪酬委員會中竟沒有獨立董事，是否站在友好連結來看，獨立董事本身並不獨立呢？



表 4-1 敘述性統計量

| Panel A : 樣本(N=1,799) | | | | | 單位: 千元 | |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--|
| 變數 | 平均數 | 標準差 | Q1 | 中位數 | Q3 | |
| COMP | 4,223.695 | 3,789.591 | 2,279.250 | 3,249.000 | 4,806.000 | |
| ΔCOMP | 5.213 | 2291.951 | -464.000 | 24.500 | 513.911 | |
| LUCK | 569.293 | 12829.082 | -323.093 | 209.968 | 754.006 | |
| SKILL | -551.060 | 13788.469 | -595.769 | -91.315 | 281.857 | |
| FRIEND_DIR_MAJ | 0.554 | 0.497 | 0.000 | 1.000 | 1.000 | |
| SIZE | 14.991 | 1.446 | 13.933 | 14.827 | 15.811 | |
| MB | 1.187 | 0.833 | 0.691 | 0.950 | 1.382 | |
| LEV | 0.429 | 0.163 | 0.310 | 0.436 | 0.546 | |
| RET_VOL | 0.867 | 0.561 | 0.474 | 0.738 | 1.075 | |
| ROA | 0.077 | 0.080 | 0.039 | 0.075 | 0.120 | |
| ROA_VOL | 0.047 | 0.033 | 0.024 | 0.038 | 0.062 | |
| RDI | 0.035 | 0.060 | 0.002 | 0.015 | 0.039 | |
| MEETS | 2.252 | 1.260 | 2.000 | 2.000 | 3.000 | |
| BOARD_SIZE | 1.901 | 0.270 | 1.609 | 1.946 | 1.946 | |
| TENURE | 9.954 | 6.457 | 5.784 | 8.780 | 12.860 | |
| IDP_RATIO | 0.378 | 0.370 | 0.000 | 0.333 | 0.667 | |
| DIR_HOLD | 0.203 | 0.137 | 0.105 | 0.164 | 0.262 | |

Panel B : 薪酬委員會是否主要由與高階經理人友好之委員擔任之敘述性統計量

| 變數 | 主要由與高階經理人友好 之委員擔任 | | | 非主要由與高階經理人友 好之委員擔任 | | | 差異檢定 | |
|---------|----------------------|----------|----------|-----------------------|---------|----------|-----------|------------|
| | 觀 察 值 | 平均數 | 中位數 | 觀 察 值 | 平均數 | 中位數 | 平均數 | 中位數 |
| | COMP | 997 | 4717.220 | 3541.800 | 802 | 3610.174 | 2970.976 | -6.223*** |
| ΔCOMP | 997 | -9.547 | 24.400 | 802 | 23.561 | 26.500 | 0.304 | 0.732** |
| LUCK | 997 | 540.631 | 235.440 | 802 | 604.925 | 189.826 | 0.106 | -2.540** |
| SKILL | 997 | -928.397 | -133.375 | 802 | -81.976 | -35.468 | 1.294 | 3.971*** |
| SIZE | 997 | 15.109 | 14.859 | 802 | 14.843 | 14.740 | -3.900*** | -2.802*** |
| MB | 997 | 1.201 | 0.954 | 802 | 1.169 | 0.945 | -0.811 | -0.523 |
| LEV | 997 | 0.427 | 0.432 | 802 | 0.432 | 0.438 | 0.704 | 0.808 |
| RET_VOL | 997 | 0.941 | 0.821 | 802 | 0.775 | 0.647 | -6.294*** | -6.731*** |
| ROA | 997 | 0.079 | 0.075 | 802 | 0.073 | 0.075 | -1.694* | -1.108 |
| ROA_VOL | 997 | 0.049 | 0.040 | 802 | 0.044 | 0.036 | -3.419*** | -3.362*** |
| RDI | 997 | 0.043 | 0.023 | 802 | 0.026 | 0.007 | -6.197*** | -10.311*** |

| | | | | | | | | |
|-------------------|-----|-------|-------|-----|--------|--------|------------|------------|
| <i>MEETS</i> | 997 | 2.350 | 2.000 | 802 | 2.131 | 2.000 | -3.680*** | -3.511*** |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 997 | 1.944 | 1.946 | 802 | 1.847 | 1.946 | -7.675*** | -8.476*** |
| <i>TENURE</i> | 997 | 8.860 | 8.063 | 802 | 11.315 | 10.141 | 8.159*** | -7.903*** |
| <i>IDP_RATIO</i> | 997 | 0.564 | 0.667 | 802 | 0.148 | 0.000 | -28.589*** | -23.756*** |
| <i>DIR_HOLD</i> | 997 | 0.203 | 0.162 | 802 | 0.203 | 0.166 | 0.048 | 1.028 |

註:

1. 表中差異檢定欄位之 t 值為 t 檢定，而 z 值為 Wilcoxon rank-sum 檢定。
2. *達 10% 顯著水準，**達 5% 顯著水準，***達 1% 顯著水準。
3. 以上變數分別代表高階經理人總薪酬(*COMP*)、高階經理人薪酬變動數(Δ *COMP*)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發展強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

表 4-2 報導本研究所採用變數之 Pearson 相關係數，由表中可發現，高階經理人薪酬變動數(Δ *COMP*)與能力(*SKILL*)呈顯著正相關(相關係數為 0.161, $p < 0.01$)，表示高階經理人薪酬變動數(Δ *COMP*)愈大者，公司報酬中能力(*SKILL*)金額愈大；運勢(*LUCK*)與能力(*SKILL*)呈顯著負相關(相關係數為 -0.658, $p < 0.01$)，表示運勢(*LUCK*)金額愈大，能力(*SKILL*)金額愈小，即運勢愈多，能力愈差；友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)與獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)呈顯著正相關(相關係數為 0.559, $p < 0.01$)，表示公司薪酬委員會愈友好，其獨立董事比率愈高。

公司規模(*SIZE*)與期初市價淨值比(*MB*)、資產報酬率(*ROA*)及董事會規模(*BOARD_SIZE*)皆呈顯著正相關(相關係數分別為 0.302、0.338 及 0.384, p 值皆 < 0.01)，顯示規模愈大之公司，不但成長機會及資產報酬率較高，董事會規模也較大；研究發展強度(*RDI*)與負債比率(*LEV*)呈顯著負相關(相關係數為 -0.353, $p < 0.01$)，表示研究發展費用占銷貨收入愈高之公司，負債比率愈低。

表 4-2 Pearson 相關係數表

| | 1. | 2. | 3. | 4. | 5. | 6. | 7. | 8. | 9. | 10. | 11. | 12. | 13. | 14. | 15. |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|-------|
| 1. $\Delta COMP$ | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | |
| 2. $LUCK$ | 0.039 | 1.000 | | | | | | | | | | | | | |
| 3. $SKILL$ | 0.161 | -0.658 | 1.000 | | | | | | | | | | | | |
| 4. $FRIEND_DIR_MAJ$ | -0.007 | -0.002 | -0.031 | 1.000 | | | | | | | | | | | |
| 5. $SIZE$ | -0.004 | 0.129 | -0.068 | 0.092 | 1.000 | | | | | | | | | | |
| 6. MB | 0.019 | 0.092 | 0.037 | 0.019 | 0.302 | 1.000 | | | | | | | | | |
| 7. LEV | 0.022 | 0.016 | -0.054 | -0.017 | 0.119 | -0.001 | 1.000 | | | | | | | | |
| 8. RET_VOL | -0.017 | -0.037 | -0.007 | 0.147 | -0.084 | -0.013 | -0.008 | 1.000 | | | | | | | |
| 9. ROA | 0.043 | 0.029 | 0.067 | 0.040 | 0.338 | 0.195 | -0.087 | -0.024 | 1.000 | | | | | | |
| 10. ROA_VOL | 0.000 | -0.014 | -0.026 | 0.080 | -0.164 | 0.145 | -0.063 | 0.199 | -0.185 | 1.000 | | | | | |
| 11. RDI | -0.008 | -0.019 | 0.003 | 0.145 | -0.137 | 0.115 | -0.353 | 0.117 | -0.181 | 0.170 | 1.000 | | | | |
| 12. $MEETS$ | 0.009 | 0.100 | -0.026 | 0.086 | 0.126 | 0.066 | 0.008 | -0.029 | 0.079 | -0.007 | 0.028 | 1.000 | | | |
| 13. $BOARD_SIZE$ | -0.024 | 0.083 | -0.048 | 0.178 | 0.384 | 0.103 | 0.020 | -0.082 | 0.101 | -0.039 | -0.026 | 0.097 | 1.000 | | |
| 14. $TENURE$ | 0.013 | 0.003 | 0.040 | -0.189 | 0.008 | -0.046 | -0.014 | -0.102 | 0.130 | -0.131 | -0.153 | -0.042 | -0.071 | 1.000 | |
| 15. IDP_RATIO | 0.012 | 0.076 | -0.069 | 0.559 | -0.006 | 0.096 | -0.024 | 0.146 | 0.048 | 0.136 | 0.169 | 0.145 | 0.188 | -0.184 | 1.000 |
| 16. DIR_HOLD | 0.042 | 0.001 | 0.031 | -0.001 | -0.107 | 0.107 | -0.013 | -0.111 | 0.057 | 0.063 | -0.092 | -0.011 | 0.132 | -0.037 | 0.005 |

註:

1. 粗體字表示已達 5% 顯著水準。

2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢($LUCK$)、能力($SKILL$)、友好薪酬委員會-董事為仲介($FRIEND_DIR_MAJ$)、公司規模($SIZE$)、期初市價淨值比(MB)、負債比率(LEV)、股票報酬率波動性(RET_VOL)、資產報酬率(ROA)、資產報酬率波動性(ROA_VOL)、研究發產強度(RDI)、開會次數($MEETS$)、董事會規模($BOARD_SIZE$)、高階經理人任期($TENURE$)、獨立董事占薪酬委員會比率(IDP_RATIO)、董事持股比率(DIR_HOLD)。

表 4-3 友好薪酬委員會敘述統計量

| 變數 | 薪酬委員與高階經理人之特定友好連結 | | | | | | |
|---------------------------|-------------------|---------|----------|---------|-------------|--------|-------|
| | SCHOOL | SUBJECT | INDUSTRY | COMPANY | THIRD_PARTY | INSIDE | |
| <i>FRIEND_DIR_RATIO</i> | 0.552 | 0.191 | 0.209 | 0.962 | 0.075 | 0.561 | 0.709 |
| <i>FRIEND_CC_RATIO</i> | 0.511 | 0.213 | 0.229 | 0.962 | 0.085 | 0.290 | 0.744 |
| <i>IDP_RATIO</i> | 0.378 | - | - | - | - | - | - |
| <i>FRIEND_DIR&IDP</i> | 0.178 | 0.104 | 0.104 | 0.968 | 0.022 | 0.833 | 0.850 |
| <i>FRIEND_CC&IDP</i> | 0.073 | 0.218 | 0.239 | 0.992 | 0.056 | 0.595 | 0.826 |

註:

- 以上變數代表薪酬委員會友好比率-董事為仲介(*FRIEND_DIR_RATIO*)、薪酬委員會友好比率-其他薪酬委員為仲介²⁴(*FRIEND_CC_RATIO*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介且為獨立董事比率(*FRIEND_DIR&IDP*)、薪酬委員與高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介且為獨立董事比率(*FRIEND_CC&IDP*)、薪酬委員與高階經理人-學校(*SCHOOL*)、薪酬委員與高階經理人-學科(*SUBJECT*)、薪酬委員與高階經理人-產業(*INDUSTRY*)、薪酬委員與高階經理人-公司(*COMPANY*)、第三人仲介(*THIRD_PARTY*)、薪酬委員過去是否擔任公司內部人士(*INSIDE*)。
- 薪酬委員會友好比率-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_RATIO*)計算方式如下:

$$\frac{\text{公司薪酬委員與高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介人數}}{\text{公司薪酬委員會總人數}}$$
- 薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介且為獨董比率(*FRIEND_DIR&IDP*)計算方式如下:

$$\frac{\text{公司薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介且為獨董之人數}}{\text{公司薪酬委員會總人數}}$$
- 薪酬委員與高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介且為獨董比率(*FRIEND_CC&IDP*)計算方式如下:

$$\frac{\text{公司薪酬委員與高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介且為獨董之人數}}{\text{公司薪酬委員會總人數}}$$

友好薪酬委員會變數分析彙整於表 4-3，由表中可發現，薪酬委員與高階經理人之間，無論第三人仲介是透過董事亦或是其他薪酬委員，友好人數皆超過薪酬委員會半數以上，也就是說，超過一半的薪酬委員及高階經理人，與董事或其他薪酬委員間友好。

薪酬委員為獨立董事占薪酬委員會總人數近四成，薪酬委員及高階經理人友好-董事為仲介且為獨立董事人數占薪酬委員會總人數近兩成，薪酬委員與

²⁴ 假設薪酬委員會成員為三人，分別為 a、b 與 c 委員，當 a 委員與高階經理人比較時，其他薪酬委員為 b 及 c。

高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介且為獨立董事人數占薪酬委員會總人數近一成。由上述可知，若以董事作為第三人仲介，則薪酬委員會中的獨立董事，近一半皆為友好，若以其他薪酬委員作為第三人仲介，僅有近兩成為友好，換句話說，薪酬委員會中獨立董事的友好情形，董事為仲介較其他薪酬委員為仲介更為嚴重。

接著，薪酬委員會友好比率-董事為仲介(*FRIEND_DIR_RATIO*)中，友好連結逾九成是透過薪酬委員與高階經理人過去任職相同產業或目前兼任相同產業之公司(*INDUSTRY*)，七成的薪酬委員曾任職本公司(*INSIDE*)，近六成是藉由董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)；薪酬委員會友好比率-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_RATIO*)中，友好連結排名與董事為仲介相同，然而，藉由其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)僅有三成，更能確定友好連結中，董事與其他薪酬委員相比，其與薪酬委員及高階經理人友好比率更高。

再來，薪酬委員與高階經理人友好-董事為仲介且為獨董(*FRIEND_DIR & IDP*)中，友好連結集中於過去任職相同產業或目前兼任相同產業之公司(*INDUSTRY*)、董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)及薪酬委員曾任職本公司(*INSIDE*)，然而，薪酬委員與高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介且為獨董(*FRIEND_CC & IDP*)中，友好連結藉由薪酬委員與高階經理人就讀相同學校(*SCHOOL*)、薪酬委員與高階經理人就讀學科(*SUBJECT*)及薪酬委員與高階經理人過去任職相同公司或目前兼任公司(*SUBJECT*)的比率皆為董事為仲介且為獨立董事(*FRIEND_DIR & IDP*)的兩倍以上。

綜觀上述，薪酬委員與高階經理人友好關係，若單以第三人仲介相比，董事較其他薪酬委員，更容易與薪酬委員與高階經理人友好。

表 4-4 績效標竿敘述統計量

| 變數 | 樣本數 | 正數百分比 | 平均數 | 標準差 | Q1 | 中位數 | Q3 |
|--|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <i>EQUAL-WEIGHTED INDUSTRY RETURNS</i> | 1,799 | 69.59% | 0.059 | 0.245 | -0.187 | 0.085 | 0.292 |
| <i>VALUE-WEIGHTED INDUSTRY RETURNS</i> | 1,799 | 70.26% | 0.137 | 0.211 | -0.084 | 0.205 | 0.290 |

註:

1. 以上變數代表產業平均加權報酬(*EQUAL-WEIGHTED INDUSTRY RETURNS*)、產業市價加權報酬(*VALUE-WEIGHTED INDUSTRY RETURNS*)。
2. 產業平均加權報酬(*EQUAL-WEIGHTED INDUSTRY RETURNS*)計算方式如下：
同產業當年度的平均股票報酬。
3. 產業市價加權報酬(*VALUE-WEIGHTED INDUSTRY RETURNS*)計算方式如下：
$$\frac{\text{各產業之公司當年度股票報酬乘上期初市值總額}}{\text{各產業期初市值總數}}$$

績效標竿變數之分析彙整於表 4-4, 使用 TEJ 產業代碼計算產業市價加權報酬及產業平均加權報酬, 在測試假說中重要的關鍵為, 高階經理人可以選擇對他(她)們較有利的績效標竿, 因為標竿可以採用正值及負值, 於是本研究提供兩個所使用的績效標竿敘述統計, 由表中可發現, 產業平均加權報酬平均數為 13.7%, 產業市價加權報酬平均數為 5.9%。

正數百分比為產業市價加權報酬及產業平均加權報酬數值為正者占總數之比率, 產業平均加權報酬正數百分比為 69.59%, 產業市價加權報酬正數百分比為 70.26%, 與過去文獻結果一致(Garvey and Milbourn 2006), 顯示樣本公司中產業市價加權報酬與產業平均加權報酬數值大部分為正。

第二節 多變量迴歸分析結果

一、 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性之分析

表 4-5 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。運勢(LUCK)係數為正但未達 10%顯著水準(係數為 0.014, $p=0.449$)，當同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(LUCK×CDF OF LUCK)時，係數為正且達 5%顯著水準(係數為 0.078, $p=0.047$)，顯示高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，但效果被同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(LUCK×CDF OF LUCK)稀釋。本研究與(Bertrand and Mullainathan 2001)發現一致。

表 4-5 欄(2)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高之分析。當同時考慮運勢與友好薪酬委員會-董事為仲介(LUCK×FRIEND_DIR_MAJ)時，係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.089, $p=0.008$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢之相關性確實較高，支持本研究假說 H1a 之推論，即當高階經理人與絕大多數薪酬委員友好時，將弱化其制定薪酬及監督效果，與過去文獻發現一致。

表 4-5 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果

| | $\Delta COMP$ | |
|------------------------------|---------------------|----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 793.830 (0.932) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -0.091** (0.036) |
| <i>SKILL</i> | 0.082*** (0.000) | 0.086*** (0.003) |
| <i>LUCK × CDF OF LUCK</i> | 0.078** (0.047) | 0.128*** (0.003) |
| <i>SKILL × CDF OF SKILL</i> | -0.061** (0.039) | -0.085*** (0.009) |
| <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | 236.740 (0.538) |
| <i>LUCK × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | 0.089*** (0.008) |

| | | |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>SKILL</i> × <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | 0.014 (0.651) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -248.543 (0.689) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -203.354 (0.572) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 876.607 (0.632) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 837.948 (0.343) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 (0.107) | 3882.001* (0.096) |
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* (0.077) | 10631.654* (0.081) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 (0.875) | -735.787 (0.914) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* (0.093) | -186.925* (0.071) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 (0.731) | 396.741 (0.771) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 (0.147) | 51.908 (0.174) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 (0.204) | 858.128 (0.311) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 (0.460) | -1946.877 (0.483) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.0279 | 0.0362 |

註:

1. *達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

二、 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱之分析

表 4-6 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。表 4-6 欄(2)為高階經理人薪酬與好運及壞運相關性之分析。當同時考慮運勢與運勢不對稱($LUCK \times LUCK IS DOWN$)時,係數為正但未達顯著水準(係數為 3.436, $p=0.248$),本研究可能因研究期間僅從 2011 年至 2013 年,過去 Garvey and Milbourn (2006) 樣本期間為 1992 至 2001 年,故本研究較無法觀察出景氣波動。

表 4-6 欄(3)為友好薪酬委員會,相對於非友好者,高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高之分析。當同時考慮運勢與友好薪酬委員($LUCK \times FRIEND_MAJ$)時,係數為正且達 1% 顯著(係數為 0.178, $p=0.000$),當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會($LUCK \times LUCK IS DOWN \times FRIEND_MAJ$)時,係數為負且達 1% 顯著(係數為 -0.306, $p=0.009$),顯示友好薪酬委員會,相對於非友好者,高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高,支持本研究假說 H1b 之推論。

換句話說,當薪酬委員會主要由與高階經理人友好之委員擔任,高階經理人會在公司績效含有好運時,得到自身努力之外的獎勵,但高階經理人在公司績效含有壞運時,卻沒有被懲罰,即當絕大多數薪酬委員與高階經理人友好時,相對於絕大多數非友好者,高階經理人薪酬與好運的相關性,高於高階經理人薪酬與壞運的相關性。

表 4-6 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果

| | $\Delta COMP$ | | |
|---|---------------------------------|---------------------|----------------------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 1588.289 (0.865) | 3228.867 (0.730) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -3.412 (0.250) | -3.345 (0.295) |
| <i>SKILL</i> | 0.082 ^{***} (0.000) | -1.270 (0.366) | -0.897 (0.530) |
| <i>LUCK × CDF OF LUCK</i> | 0.078 ^{**} (0.047) | 3.497 (0.238) | 3.323 (0.297) |
| <i>SKILL × CDF OF SKILL</i> | -0.061 ^{**} (0.039) | 1.293 (0.357) | 0.959 (0.502) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN</i> | | 3.436 (0.248) | 3.461 (0.284) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN</i> | | 1.347 (0.336) | 0.961 (0.499) |
| <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | 54.123 (0.893) |
| <i>LUCK × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | 0.178 ^{***} (0.000) |
| <i>SKILL × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | -0.061 (0.414) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | -0.306 ^{***} (0.009) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | 0.119 (0.235) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -245.525 (0.694) | -349.971 (0.575) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -219.832 (0.542) | -151.362 (0.674) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 788.151 (0.668) | 805.220 (0.660) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 765.110 (0.387) | 803.697 (0.361) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 (0.107) | 3274.470 (0.164) | 3542.055 (0.131) |

| | | | |
|-------------------|------------|-----------|-----------|
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* | 9935.244 | 8871.341 |
| | (0.077) | (0.105) | (0.147) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 | -880.802 | 349.102 |
| | (0.875) | (0.897) | (0.959) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* | -186.931* | -195.038* |
| | (0.093) | (0.072) | (0.059) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 | 411.861 | 314.366 |
| | (0.731) | (0.763) | (0.817) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 | 52.067 | 50.713 |
| | (0.147) | (0.174) | (0.184) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 | 1269.252 | 921.495 |
| | (0.204) | (0.137) | (0.284) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 | -2080.498 | -1799.939 |
| | (0.460) | (0.454) | (0.515) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.0279 | 0.0249 | 0.0402 |

註:

1. *達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

第三節 穩健性測試

為加強研究結果之穩健性，本研究分別使用其他薪酬委員²⁵作為第三人仲介及寬鬆的友好定義進行結果再驗證，接著，本研究控制友好薪酬委員會內生性問題，並且替換其他重要財務績效變數及公司治理變數。

一、 薪酬委員、高階經理人與其他薪酬委員為仲介友好連結再確認

本研究將第三人仲介由董事替換為其他薪酬委員，首先，產生第三人仲介各友好連結：

- SCHOOL_CC* = 其他薪酬委員-學校虛擬變數，若其他薪酬委員與薪酬委員及高階經理人曾就讀相同學校，其值為 1，否則為 0；
- SUBJECT_CC* = 其他薪酬委員-學科虛擬變數，若其他薪酬委員與薪酬委員及高階經理人曾就讀科系相同，其值為 1，否則為 0；
- INDUSTRY_CC* = 其他薪酬委員-產業虛擬變數，若其他薪酬委員與薪酬委員及高階經理人過去任職公司之產業相同或目前兼任公司之產業相同，其值為 1，否則為 0；
- COMPANY_CC* = 其他薪酬委員-公司虛擬變數，若其他薪酬委員與薪酬委員及高階經理人過去任職相同公司或目前兼任相同公司，其值為 1，否則為 0；

再來，依第三人仲介各友好連結產生其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)虛擬變數：

- THIRD_PARTY_CC* = 其他薪酬委員為仲介虛擬變數，若其他薪酬委員-學校(*SCHOOL_CC*)、其他薪酬委員-學科(*SUBJECT_CC*)、其他薪酬委員-產業(*INDUSTRY_CC*)及其他薪酬委員-公司(*COMPANY_CC*)中，有兩項以上(包含兩項)成立，其值為 1，否則為 0；

²⁵ 薪酬委員會成員為三人，分別假設為 a、b 與 c 委員，當 a 委員與高階經理人比較時，其他薪酬委員為 b 及 c。

利用上述六項友好連結虛擬變數，計算薪酬委員會與高階經理人是否友好-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC*)，六項友好連結虛擬變數分別為：

- (1) 薪酬委員與高階經理人-學校(*SCHOOL*)
- (2) 薪酬委員與高階經理人-學科(*SUBJECT*)
- (3) 薪酬委員與高階經理人-產業(*INDUSTRY*)
- (4) 薪酬委員與高階經理人-公司(*COMPANY*)
- (5) 薪酬委員過去是否擔任內部人士(*INSIDE*)
- (6) 其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)

若上述六項薪酬委員與高階經理人友好連結中，有兩項以上(包含兩項)成立，則認定薪酬委員與高階經理人友好：

FRIEND_CC = 薪酬委員與高階經理人是否友好-其他薪酬委員為仲介虛擬變數，若薪酬委員與高階經理人-學校(*SCHOOL*)、薪酬委員與高階經理人-學科(*SUBJECT*)、薪酬委員與高階經理人-產業(*INDUSTRY*)、薪酬委員與高階經理人-公司(*COMPANY*)、薪酬委員過去是否擔任內部人士(*INSIDE*)及其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)中，有兩項以上(包含兩項)成立，其值為 1，否則為 0。

再來，使用公式(6)如下，計算薪酬委員會友好比率-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_RATIO*):

$$FRIEND_CC_RATIO = \frac{\text{薪酬委員與高階經理人友好-其他薪酬委員為仲介人數}}{\text{公司薪酬委員會總人數}} \quad (6)$$

最後，利用薪酬委員會友好比率-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_RATIO*)，計算友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)。

FRIEND_CC_MAJ = 友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介虛擬變數，若薪酬委員會友好比率-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_RATIO*)大於 50%，其值為 1，否則為 0。

本研究將董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)替換為其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)，重新驗證假說 H1a 及 H1b，目的是為了再次確認薪酬委員會成員與高階經理人之友好關係，本研究將結果報導如表 4-7 與表 4-8。

表 4-7 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。運勢(*LUCK*)係數為正但未達 10%顯著水準(係數為 0.014, $p=0.449$)，當同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(*LUCK*×*CDF OF LUCK*)時，係數為正且達 5%顯著水準(係數為 0.078, $p=0.047$)，顯示高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，但效果被同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(*LUCK*×*CDF OF LUCK*)稀釋。

表 4-7 欄(2)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高。當同時考慮運勢與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*FRIEND_CC_MAJ*)時，係數為正且達 5%顯著水準(係數為 0.07, $p=0.022$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度接近表 4-5 之實證結果。

表 4-8 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。表 4-8 欄(2)為高階經理人薪酬與好運及壞運相關性之分析。當同時考慮運勢與運勢不對稱(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*)時，係數為正但未達顯著水準(係數為 3.436, $p=0.248$)，本研究可能因研究期間僅從 2011 年至 2013 年，無法觀察出景氣波動。

表 4-8 欄(3)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高之分析。當同時考慮運勢與友好薪酬委員-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*FRIEND_CC_MAJ*)時，係數為正且達 1%顯著(係數為 0.196, $p=0.000$)，當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_CC_MAJ*)時，係數為負且達 1%顯著(係數為-0.369, $p=0.001$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬存在運勢不對稱現象，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度皆如同 4-6 之實證結果。

表 4-7 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果-其他薪酬委員
為仲介

| | $\Delta COMP$ | |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 1144.977 (0.902) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -0.064* (0.099) |
| <i>SKILL</i> | 0.082*** (0.000) | 0.094*** (0.001) |
| <i>LUCK</i> × <i>CDF OF LUCK</i> | 0.078** (0.047) | 0.105** (0.012) |
| <i>SKILL</i> × <i>CDF OF SKILL</i> | -0.061** (0.039) | -0.067** (0.031) |
| <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | 406.487 (0.268) |
| <i>LUCK</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | 0.070** (0.022) |
| <i>SKILL</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | -0.006 (0.815) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -293.924 (0.635) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -175.794 (0.626) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 1045.483 (0.568) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 849.502 (0.336) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 (0.107) | 3621.474 (0.122) |
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* (0.077) | 10606.452* (0.082) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 (0.875) | -909.663 (0.893) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* (0.093) | -182.575* (0.077) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 | 499.244 |

| | | |
|-------------------|-----------|-----------|
| | (0.731) | (0.715) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 | 50.008 |
| | (0.147) | (0.192) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 | 970.815 |
| | (0.204) | (0.251) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 | -2172.646 |
| | (0.460) | (0.433) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.0279 | 0.0297 |

註:

1. *達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。



表 4-8 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果-其他薪酬委員
為仲介

| | $\Delta COMP$ | | |
|--|---------------------|---------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 1588.289 (0.865) | 3518.696 (0.705) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -3.412 (0.250) | -4.244 (0.186) |
| <i>SKILL</i> | 0.082*** (0.000) | -1.270 (0.366) | -0.809 (0.568) |
| <i>LUCK</i> × <i>CDF OF LUCK</i> | 0.078** (0.047) | 3.497 (0.238) | 4.192 (0.191) |
| <i>SKILL</i> × <i>CDF OF SKILL</i> | -0.061** (0.039) | 1.293 (0.357) | 0.913 (0.519) |
| <i>LUCK</i> × <i>LUCK IS DOWN</i> | | 3.436 (0.248) | 4.412 (0.174) |
| <i>SKILL</i> × <i>SKILL IS DOWN</i> | | 1.347 (0.336) | 0.877 (0.534) |
| <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | 197.718 (0.609) |
| <i>LUCK</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | 0.196*** (0.000) |
| <i>SKILL</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | -0.099* (0.072) |
| <i>LUCK</i> × <i>LUCK IS DOWN</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | -0.369*** (0.001) |
| <i>SKILL</i> × <i>SKILL IS DOWN</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | 0.147* (0.073) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -245.525 (0.694) | -389.375 (0.530) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -219.832 (0.542) | -173.433 (0.629) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 788.151 (0.668) | 972.507 (0.594) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 765.110 (0.387) | 820.546 (0.351) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 | 3274.470 | 3160.050 |

| | | | |
|-------------------|------------|-----------|-----------|
| | (0.107) | (0.164) | (0.179) |
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* | 9935.244 | 8801.208 |
| | (0.077) | (0.105) | (0.149) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 | -880.802 | 0.427 |
| | (0.875) | (0.897) | (1.000) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* | -186.931* | -185.944* |
| | (0.093) | (0.072) | (0.071) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 | 411.861 | 519.706 |
| | (0.731) | (0.763) | (0.703) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 | 52.067 | 48.772 |
| | (0.147) | (0.174) | (0.201) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 | 1269.252 | 926.857 |
| | (0.204) | (0.137) | (0.277) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 | -2080.498 | -1974.590 |
| | (0.460) | (0.454) | (0.474) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.0279 | 0.0249 | 0.0339 |

註:

1. *達 10% 顯著水準, **達 5% 顯著水準, ***達 1% 顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

二、 薪酬委員、高階經理人與董事為寬鬆仲介友好連結再確認

本研究將董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)替換為較為寬鬆的友好定義，Hwang and Kim (2009)的董事為仲介(*THIRD_PARTY_DIR*)定義為，董事與薪酬委員及高階經理人，存在兩項以上(包含兩項)友好連結，本研究將其定義放寬為董事與薪酬委員或高階經理人，存在兩項以上(包含兩項)友好連結，實證結果如表 4-9 及表 4-10。

表 4-9 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。運勢(*LUCK*)係數為正但未達 10%顯著水準(係數為 0.014, $p=0.449$)，當同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(*LUCK*×*CDF OF LUCK*)時，係數為正且達 5%顯著水準(係數為 0.078, $p=0.047$)，顯示高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，但效果被同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(*LUCK*×*CDF OF LUCK*)稀釋。

表 4-9 欄(2)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高。當同時考慮運勢與友好薪酬委員會-董事為寬鬆仲介(*LUCK*×*FRIEND_DIR_MAJ*)時，係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.111, $p=0.001$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度同表 4-5 之實證結果。

表 4-10 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。表 4-10 欄(2)為高階經理人薪酬與好運及壞運相關性之分析。當同時考慮運勢與運勢不對稱(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*)時，係數為正但未達顯著水準(係數為 3.436, $p=0.248$)，本研究可能因研究期間僅從 2011 年至 2013 年，無法觀察出景氣波動。

表 4-10 欄(3)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高之分析。當同時考慮運勢與友好薪酬委員-董事為寬鬆仲介(*LUCK*×*FRIEND_DIR_MAJ*)時，係數為正且達 1%顯著(係數為 0.196, $p=0.000$)，當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為寬鬆仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_DIR_MAJ*)時，係數為負且達 10%顯著(係數為-0.208, $p=0.096$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬存在運勢不對稱現象，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度接近 4-6 之實證結果。

表 4-9 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果-董事為寬鬆仲介

| | $\Delta COMP$ | |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 315.819 (0.973) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -0.111*** (0.009) |
| <i>SKILL</i> | 0.082*** (0.000) | 0.081*** (0.005) |
| <i>LUCK</i> × <i>CDF OF LUCK</i> | 0.078** (0.047) | 0.123*** (0.003) |
| <i>SKILL</i> × <i>CDF OF SKILL</i> | -0.061** (0.039) | -0.081** (0.011) |
| <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | -84.902 (0.846) |
| <i>LUCK</i> × <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | 0.111*** (0.001) |
| <i>SKILL</i> × <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | 0.017 (0.572) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -207.568 (0.738) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -223.684 (0.535) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 979.680 (0.592) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 854.741 (0.333) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 (0.107) | 3821.647 (0.100) |
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* (0.077) | 10829.321* (0.075) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 (0.875) | -744.593 (0.913) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* (0.093) | -179.453* (0.082) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 (0.731) | 397.593 (0.770) |

| | | |
|-------------------|----------------------|----------------------|
| <i>TENURE</i> | 55.495 (0.147) | 51.843 (0.175) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 (0.204) | 926.604 (0.272) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 (0.460) | -2076.520 (0.453) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.0279 | 0.0383 |

註:

1. *達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-董事為寬鬆仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。



表 4-10 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果-董事為寬鬆仲介

| | $\Delta COMP$ | | |
|---|---------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 1588.289 (0.865) | 3151.240 (0.737) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -3.412 (0.250) | -2.432 (0.438) |
| <i>SKILL</i> | 0.082 ^{***} (0.000) | -1.270 (0.366) | -1.294 (0.360) |
| <i>LUCK × CDF OF LUCK</i> | 0.078 ^{**} (0.047) | 3.497 (0.238) | 2.411 (0.441) |
| <i>SKILL × CDF OF SKILL</i> | -0.061 ^{**} (0.039) | 1.293 (0.357) | 1.422 (0.314) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN</i> | | 3.436 (0.248) | 2.455 (0.439) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN</i> | | 1.347 (0.336) | 1.332 (0.345) |
| <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | -94.765 (0.837) |
| <i>LUCK × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | 0.172 ^{***} (0.001) |
| <i>SKILL × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | -0.125 [*] (0.091) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | -0.208 [*] (0.096) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN × FRIEND_DIR_MAJ</i> | | | 0.207 ^{**} (0.040) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -245.525 (0.694) | -345.110 (0.582) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -219.832 (0.542) | -185.111 (0.607) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 788.151 (0.668) | 917.292 (0.616) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 765.110 (0.387) | 820.440 (0.351) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 (0.107) | 3274.470 (0.164) | 3446.142 (0.141) |

| | | | |
|-------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186 [*] | 9935.244 | 8914.091 |
| | (0.077) | (0.105) | (0.145) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 | -880.802 | -118.160 |
| | (0.875) | (0.897) | (0.986) |
| <i>MEETS</i> | -173.869 [*] | -186.931 [*] | -191.088 [*] |
| | (0.093) | (0.072) | (0.064) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 | 411.861 | 307.397 |
| | (0.731) | (0.763) | (0.821) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 | 52.067 | 50.008 |
| | (0.147) | (0.174) | (0.191) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 | 1269.252 | 891.490 |
| | (0.204) | (0.137) | (0.298) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 | -2080.498 | -1910.945 |
| | (0.460) | (0.454) | (0.489) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.0279 | 0.0249 | 0.0465 |

註:

1. ^{*}達 10% 顯著水準, ^{**}達 5% 顯著水準, ^{***}達 1% 顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-董事為寬鬆仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

三、 薪酬委員、高階經理人與其他薪酬委員為寬鬆仲介友好連結再確認

本研究將其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)替換為較為寬鬆的友好定義，Hwang and Kim (2009)的第三人仲介定義為，董事與薪酬委員及高階經理人存在兩項以上(包含兩項)友好連結，本研究將第三人仲介改為其他薪酬委員，且將定義放寬為其他薪酬委員與薪酬委員或高階經理人，存在兩項以上(包含兩項)友好連結，實證結果如表 4-11 及表 4-12。

表 4-11 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。運勢(*LUCK*)係數為正但未達 10%顯著水準(係數為 0.014, $p=0.449$)，當同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(*LUCK*×*CDF OF LUCK*)時，係數為正且達 5%顯著水準(係數為 0.078, $p=0.047$)，顯示高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，但效果被同時考慮運勢與運勢的累計分布函數(*LUCK*×*CDF OF LUCK*)稀釋。

表 4-11 欄(2)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高。當同時考慮運勢與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為寬鬆仲介(*LUCK*×*FRIEND_CC_MAJ*)時，係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.095, $p=0.004$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度同表 4-5 之實證結果。

表 4-12 欄(1)為高階經理人薪酬與運勢相關性之分析。表 4-12 欄(2)為高階經理人薪酬與好運及壞運相關性之分析。當同時考慮運勢與運勢不對稱(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*)時，係數為正但未達顯著水準(係數為 3.436, $p=0.248$)，本研究可能因研究期間僅從 2011 年至 2013 年，無法觀察出景氣波動。

表 4-12 欄(3)為友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高之分析。當同時考慮運勢與友好薪酬委員-其他薪酬委員為寬鬆仲介(*LUCK*×*FRIEND_CC_MAJ*)時，係數為正且達 1%顯著(係數為 0.171, $p=0.001$)，當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會 - 其他薪酬委員為寬鬆仲介 (*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_CC_MAJ*)時，係數為負且達 5%顯著(係數為-0.246, $p=0.033$)，顯示友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬存在運勢不對稱現象，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度接近 4-6 之實證結果。

表 4-11 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢相關性實證結果-其他薪酬委員
為寬鬆仲介

| | $\Delta COMP$ | |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 1139.490 (0.902) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -0.093** (0.024) |
| <i>SKILL</i> | 0.082*** (0.000) | 0.078*** (0.007) |
| <i>LUCK</i> × <i>CDF OF LUCK</i> | 0.078** (0.047) | 0.118*** (0.005) |
| <i>SKILL</i> × <i>CDF OF SKILL</i> | -0.061** (0.039) | -0.079** (0.012) |
| <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | 369.602 (0.400) |
| <i>LUCK</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | 0.095*** (0.004) |
| <i>SKILL</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | 0.019 (0.527) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -286.327 (0.645) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -184.119 (0.610) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 1100.858 (0.548) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 827.681 (0.348) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 (0.107) | 3785.818 (0.104) |
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* (0.077) | 10563.754* (0.082) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 (0.875) | -749.261 (0.912) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* (0.093) | -179.539* (0.082) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 | 439.426 |

| | | |
|-------------------|-----------|-----------|
| | (0.731) | (0.747) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 | 49.921 |
| | (0.147) | (0.192) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 | 895.479 |
| | (0.204) | (0.289) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 | -2139.290 |
| | (0.460) | (0.439) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.279 | 0.0338 |

註:

1. *達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-其他薪酬委員為寬鬆仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。



表 4-12 友好薪酬委員會對高階經理人薪酬與運勢不對稱實證結果-其他薪酬委員
為寬鬆仲介

| | $\Delta COMP$ | | |
|--|---------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| | (1) | (2) | (3) |
| <i>INTERCEPT</i> | 1187.802 (0.898) | 1588.289 (0.865) | 3853.944 (0.681) |
| <i>LUCK</i> | 0.014 (0.449) | -3.412 (0.250) | -3.150 (0.320) |
| <i>SKILL</i> | 0.082 ^{***} (0.000) | -1.270 (0.366) | -1.144 (0.418) |
| <i>LUCK</i> × <i>CDF OF LUCK</i> | 0.078 ^{**} (0.047) | 3.497 (0.238) | 3.129 (0.322) |
| <i>SKILL</i> × <i>CDF OF SKILL</i> | -0.061 ^{**} (0.039) | 1.293 (0.357) | 1.262 (0.371) |
| <i>LUCK</i> × <i>LUCK IS DOWN</i> | | 3.436 (0.248) | 3.215 (0.315) |
| <i>SKILL</i> × <i>SKILL IS DOWN</i> | | 1.347 (0.336) | 1.183 (0.400) |
| <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | 325.962 (0.482) |
| <i>LUCK</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | 0.171 ^{***} (0.001) |
| <i>SKILL</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | -0.115 (0.112) |
| <i>LUCK</i> × <i>LUCK IS DOWN</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | -0.246 ^{**} (0.033) |
| <i>SKILL</i> × <i>SKILL IS DOWN</i> × <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | | 0.195 ^{**} (0.049) |
| <i>SIZE</i> | -271.554 (0.661) | -245.525 (0.694) | -410.541 (0.512) |
| <i>MB</i> | -224.435 (0.534) | -219.832 (0.542) | -150.046 (0.677) |
| <i>LEV</i> | 896.007 (0.626) | 788.151 (0.668) | 1026.043 (0.575) |
| <i>RET_VOL</i> | 776.772 (0.380) | 765.110 (0.387) | 788.185 (0.371) |
| <i>ROA</i> | 3766.499 | 3274.470 | 3390.967 |

| | | | |
|-------------------|------------|-----------|-----------|
| | (0.107) | (0.164) | (0.148) |
| <i>ROA_VOL</i> | 10779.186* | 9935.244 | 8659.084 |
| | (0.077) | (0.105) | (0.156) |
| <i>RDI</i> | -1066.334 | -880.802 | -51.045 |
| | (0.875) | (0.897) | (0.994) |
| <i>MEETS</i> | -173.869* | -186.931* | -191.366* |
| | (0.093) | (0.072) | (0.064) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 470.486 | 411.861 | 358.055 |
| | (0.731) | (0.763) | (0.792) |
| <i>TENURE</i> | 55.495 | 52.067 | 48.570 |
| | (0.147) | (0.174) | (0.204) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 1074.701 | 1269.252 | 907.281 |
| | (0.204) | (0.137) | (0.291) |
| <i>DIR_HOLD</i> | -2052.697 | -2080.498 | -1956.218 |
| | (0.460) | (0.454) | (0.479) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 | 1,799 |
| Overall R^2 | 0.279 | 0.0249 | 0.0396 |

註:

1. *達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-其他薪酬委員為寬鬆仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

四、 友好薪酬委員會內生問題

本研究為了解決內生性問題，使用工具變數法(Instrumental Variables)兩階段回歸模型，分別檢測友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)及友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)，並將結果報導於表 4-13 及 4-14。

在第一階段，必須先找到與應變數($\Delta COMP$)無關，但和自變數(*FRIEND_DIR_MAJ*)及(*FRIEND_CC_MAJ*)有關之工具變數。本研究採用產業友好比率-董事為仲介(*TSE_FRIEND_DIR_RATIO*)及產業友好比率-其他薪酬委員為仲介(*TSE_FRIEND_CC_RATIO*)作為工具變數，其計算方式分別為，各產業友好薪酬委員人數-董事為仲介，占各產業薪酬委員總人數之比率，及各產業友好薪酬委員人數-其他薪酬委員為仲介，占各產業薪酬委員總人數之比率。

表 4-13 欄(1)為第一階段，產業友好比率-董事為仲介(*TSE_FRIEND_DIR_RATIO*)係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.140, $p=0.000$)。表 4-13 欄(2)為第二階段，使用董事作為第三人仲介，預期友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。當同時考慮運勢與友好薪酬委員會-董事為仲介($LUCK \times FRIEND_DIR_MAJ$)時，係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.980, $p=0.000$)，顯示好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性確實較高。當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介($LUCK \times LUCK\ IS\ DOWN \times FRIEND_DIR_MAJ$)時，係數為負且達 5%顯著水準(係數為 -0.315, $p=0.035$)，顯示好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬存在運勢不對稱，根據上述主要變數之係數方向與顯著程度接近表 4-5 及 4-6 之實證結果。

表 4-13 欄(1)為第一階段，產業友好比率-其他薪酬委員為仲介(*TSE_FRIEND_CC_RATIO*)係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.773, $p=0.000$)。表 4-14 欄(2)第二階段，使用其他薪酬委員²⁶作為第三人仲介，預期友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。當同時考慮運勢與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介($LUCK \times FRIEND_CC_MAJ$)時，係數為正且達 1%顯著水準(係數為 0.128, $p=0.003$)，顯示當友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢

²⁶ 薪酬委員會成員為三人，分別假設為 a、b 與 c 委員，當 a 委員與高階經理人比較時，其他薪酬委員為 b 及 c。

相關性確實較高。當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介($LUCK \times LUCK\ IS\ DOWN \times FRIEND_CC_MAJ$)時,係數為負且達10%顯著水準(係數為-0.269, $p=0.076$),顯示友好薪酬委員會,相對於非友好者,高階經理人薪酬存在運勢不對稱,根據上述主要變數之係數方向與顯著程度接近表 4-5 及 4-6 之實證結果。

表 4-13 友好薪酬委員會內生問題-董事為仲介

| | $\Delta COMP$ | |
|---|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>INTERCEPT</i> | -2.103*** (0.000) | -2508.283 (0.475) |
| <i>FRIEND_DIR_MAJ</i> | | -1800.609 (0.298) |
| <i>TSE_FRIEND_DIR_RATIO</i> | 0.980*** (0.000) | |
| <i>LUCK</i> | -0.001** (0.017) | -1.555 (0.534) |
| <i>SKILL</i> | 0.000 (0.370) | -1.153 (0.206) |
| <i>LUCK × CDF OF LUCK</i> | 0.001** (0.019) | 1.543 (0.534) |
| <i>SKILL × CDF OF SKILL</i> | 0.000 (0.324) | 1.191 (0.194) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN</i> | 0.001** (0.011) | 1.717 (0.505) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN</i> | 0.000 (0.404) | 1.203 (0.184) |
| <i>LUCK × FRIEND_DIR_MAJ</i> | 0.000*** (0.000) | 0.140*** (0.000) |
| <i>SKILL × FRIEND_DIR_MAJ</i> | 0.000* (0.062) | -0.042 (0.315) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN × FRIEND_DIR_MAJ</i> | 0.000*** (0.000) | -0.315** (0.035) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN × FRIEND_DIR_MAJ</i> | 0.000** (0.015) | 0.112* (0.086) |
| <i>SIZE</i> | 0.121*** (0.000) | 234.424 (0.336) |

| | | |
|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| <i>MB</i> | -0.065 ^{***} | -190.510 |
| | (0.000) | (0.158) |
| <i>LEV</i> | 0.018 | 649.215 [*] |
| | (0.823) | (0.085) |
| <i>RET_VOL</i> | 0.030 | 79.039 |
| | (0.140) | (0.501) |
| <i>ROA</i> | -0.110 | 891.311 |
| | (0.469) | (0.290) |
| <i>ROA_VOL</i> | 0.231 | 2884.358 |
| | (0.549) | (0.124) |
| <i>RDI</i> | 0.448 [*] | 2199.204 |
| | (0.063) | (0.117) |
| <i>MEETS</i> | -0.005 | -21.582 |
| | (0.598) | (0.685) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 0.109 ^{**} | -19.778 |
| | (0.031) | (0.948) |
| <i>TENURE</i> | -0.003 [*] | -7.462 |
| | (0.094) | (0.493) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 0.616 ^{***} | 1252.997 |
| | (0.000) | (0.246) |
| <i>DIR_HOLD</i> | 0.049 | 433.178 |
| | (0.629) | (0.331) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 |
| <i>R</i> ² | 0.4436 | 0.0389 |

註:

1. ^{*}達 10%顯著水準, ^{**}達 5%顯著水準, ^{***}達 1%顯著水準。
2. 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-董事為仲介(*FRIEND_DIR_MAJ*)、產業友好比率-董事為仲介(*TSE_FRIEND_DIR_RATIO*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

表 4-14 友好薪酬委員會內生問題-其他薪酬委員為仲介

| | $\Delta COMP$ | |
|--|----------------------------------|----------------------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>INTERCEPT</i> | -2.013 ^{***} (0.000) | -1724.716 (0.651) |
| <i>FRIEND_CC_MAJ</i> | | -1205.577 (0.445) |
| <i>TSE_FRIEND_CC_RATIO</i> | 0.773 ^{***} (0.000) | |
| <i>LUCK</i> | -0.001 [*] (0.051) | -1.281 (0.725) |
| <i>SKILL</i> | 0.000 (0.229) | -1.204 (0.347) |
| <i>LUCK × CDF OF LUCK</i> | 0.001 [*] (0.055) | 1.279 (0.725) |
| <i>SKILL × CDF OF SKILL</i> | 0.000 (0.196) | 1.240 (0.336) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN</i> | 0.001 ^{**} (0.035) | 1.409 (0.704) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN</i> | 0.000 (0.259) | 1.254 (0.323) |
| <i>LUCK × FRIEND_CC_MAJ</i> | 0.000 ^{***} (0.000) | 0.128 ^{**} (0.003) |
| <i>SKILL × FRIEND_CC_MAJ</i> | 0.000 [*] (0.062) | -0.039 (0.532) |
| <i>LUCK × LUCK IS DOWN × FRIEND_CC_MAJ</i> | 0.000 ^{***} (0.000) | -0.269 [*] (0.076) |
| <i>SKILL × SKILL IS DOWN × FRIEND_CC_MAJ</i> | 0.000 ^{**} (0.015) | 0.105 (0.250) |
| <i>SIZE</i> | 0.118 ^{***} (0.000) | 187.327 (0.496) |
| <i>MB</i> | -0.058 ^{***} (0.000) | -150.196 (0.274) |
| <i>LEV</i> | 0.063 (0.434) | 685.484 ^{**} (0.033) |
| <i>RET_VOL</i> | -0.008 (0.724) | 8.822 (0.904) |

| | | |
|-------------------|---------------------|----------------------|
| <i>ROA</i> | -0.072 (0.625) | 934.251 (0.228) |
| <i>ROA_VOL</i> | 0.370 (0.349) | 2908.961* (0.086) |
| <i>RDI</i> | 0.555** (0.028) | 2041.256 (0.103) |
| <i>MEETS</i> | 0.009 (0.348) | -4.682 (0.927) |
| <i>BOARD_SIZE</i> | 0.073 (0.144) | -135.583 (0.644) |
| <i>TENURE</i> | -0.003 (0.110) | -4.824 (0.581) |
| <i>IDP_RATIO</i> | 0.590*** (0.000) | 859.419 (0.379) |
| <i>DIR_HOLD</i> | 0.030 (0.770) | 275.938 (0.527) |
| <i>Year Dummy</i> | YES | YES |
| 觀察值 | 1,799 | 1,799 |
| R^2 | 0.4099 | 0.0777 |

註:

- * 達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。
- 以上變數分別代表高階經理人薪酬變動數($\Delta COMP$)、運勢(*LUCK*)、能力(*SKILL*)、友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*FRIEND_CC_MAJ*)、產業友好比率-其他薪酬委員為仲介(*TSE_FRIEND_CC_RATIO*)、公司規模(*SIZE*)、期初市價淨值比(*MB*)、負債比率(*LEV*)、股票報酬率波動性(*RET_VOL*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率波動性(*ROA_VOL*)、研究發產強度(*RDI*)、開會次數(*MEETS*)、董事會規模(*BOARD_SIZE*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事占薪酬委員會比率(*IDP_RATIO*)、董事持股比率(*DIR_HOLD*)。

五、 替換財務績效變數及公司治理變數

為了測試本研究實證結果之穩定性，將於本章節進行相關敏感性分析，其結果分述如下。

1. 運勢(LUCK)及能力(SKILL)金額再驗證

本研究依照 Garvey and Milbourn (2006)計算運勢及能力金額，其中，作者將市場報酬以年度虛擬變數代替，本研究為確認實證穩定性，亦分別使用市場平均股票報酬及市場平均加權報酬，計算運勢及能力金額。當使用市場平均股票報酬時，實證結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(LUCK×LUCK IS DOWN×FRIEND_DIR_MAJ)仍為顯著負相關($t=-2.12$ ， $p=0.035$)；當使用市場平均加權報酬時，實證結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(LUCK×LUCK IS DOWN×FRIEND_DIR_MAJ)仍為顯著負相關($t=-1.90$ ， $p=0.058$)，可知即使運勢及能力金額改以其他衡量方式，亦不影響本研究之實證結果。

2. 以銷貨收入淨額作為公司規模(SIZE_SALES)

本研究將市場價值替換為銷貨收入淨額後，結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(LUCK×LUCK IS DOWN×FRIEND_DIR_MAJ)仍為顯著負相關($t=-2.59$ ， $p=0.010$)；當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(LUCK×LUCK IS DOWN×FRIEND_CC_MAJ)仍為顯著負相關($t=-3.32$ ， $p=0.001$)，實證結論皆維持不變。

3. 以資產總額作為公司規模(SIZE_TA)

本研究將其市場價值替換為資產總額後，結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(LUCK×LUCK IS DOWN×FRIEND_DIR_MAJ)仍為顯著負相關($t=-2.59$ ， $p=0.010$)；當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(LUCK×LUCK IS DOWN×FRIEND_CC_MAJ)仍為顯著負相關($t=-3.32$ ， $p=0.001$)，實證結論皆維持不變。

4. 以不同方法計算資產報酬率(*ROA_EBIT*)

本研究將資產報酬率替換為稅前息前資產報酬率後，結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_DIR_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-2.59$ ， $p=0.010$)；當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_CC_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-3.34$ ， $p=0.001$)，實證結論皆維持不變。

5. 以薪酬委員會規模作為治理變數(*COMMITTEE_SIZE*)

本研究將董事會規模替換為薪酬委員會規模後，結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_DIR_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-2.60$ ， $p=0.009$)；當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_CC_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-3.34$ ， $p=0.001$)，實證結論皆維持不變。

6. 以獨立董事占董事會比率作為治理變數(*IDP_BOARD_RATIO*)

本研究將獨立董事占薪酬委員會比率替換為獨立董事占董事會比率後，結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_DIR_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-2.58$ ， $p=0.010$)；當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_CC_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-3.34$ ， $p=0.001$)，實證結論皆維持不變。

7. 以經理人持股比率做為治理變數(*MAN_HOLD*)

本研究將董事持股比率替換為經理人持股比率後，結果顯示當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-董事為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_DIR_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-2.60$ ， $p=0.009$)；當同時考慮運勢、運勢不對稱與友好薪酬委員會-其他薪酬委員為仲介(*LUCK*×*LUCK IS DOWN*×*FRIEND_CC_MAJ*)仍為顯著負相關($t=-3.36$ ， $p=0.001$)，實證結論皆維持不變。

第五章 結論與建議

本章第一節彙總本研究之主要研究結論並提出管理意涵，第二節提出未來研究建議，第三節說明研究限制，以供後續學者參考。

第一節 研究結論

首先，本研究探討臺灣高階經理人薪酬與運勢相關性，及更進一步將運勢拆解為好運及壞運，探討高階經理人薪酬與好運及壞運相關性，換句話說，本研究欲瞭解臺灣高階經理人薪酬中是否存在運勢，且高階經理人是否可以從好運獲得獎勵，卻不被壞運懲罰。接著，利用薪酬委員與高階經理人友好關係，探討其對高階經理人薪酬之影響，檢測是否薪酬委員會與高階經理人友好者，高階經理人薪酬與運勢相關性較高，以及，友好者是否使高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。以瞭解友好是否會影響其制定薪酬過程，並進一步探討薪酬委員會強制設立之有效性，及目前法規訂定之薪酬委員獨立性是否足夠。

本研究將主要研究結果歸納如下：

1. 友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與運勢的相關性較高。
2. 友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高。

根據本研究得到的實證結果，其管理意涵如下，首先，本研究指出友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人的薪酬與運勢的相關性較高，提供臺灣高階經理人薪酬確實存在運勢的證據，符合 Bertrand and Mullainathan (2001) 發現原油產業的高階經理人薪酬存在運勢，本研究推測高階經理人薪酬存在運勢之原因為，薪酬委員會訂定高階經理人薪酬時未使用 RPE，也就是說，薪酬委員並沒有將高階經理人績效與他人績效標竿或對照組比較，於是無法過濾掉高階經理人不可控制風險，進而產生運勢。

再來，本研究指出友好薪酬委員會，相對於非友好者，高階經理人薪酬與好運的相關性比高階經理人薪酬與壞運的相關性高，本研究認為，產生高階經理人運勢不對稱的原因為薪酬委員會之友好關係。

金管會強制設立薪酬委員會，並要求已依法設置獨立董事者，至少要有一位獨立董事並擔任召集人，但設置初期採循序漸進方式，2011年3月18起三年內，薪酬委員會1/3以下成員可由董事擔任。但實證結果中，友好薪酬委員會，亦即絕大多數薪酬委員與高階經理人友好時，高階經理人薪酬與運勢的相關性較高，換句話說，當薪酬委員會的組成為1/3以下內部董事、至少一位獨立董事及其他外部專家時，仍然有絕大多數的薪酬委員與高階經理人友好，且薪酬委員會中的獨立董事近一半與高階經理人友好，是否顯示薪酬委員會獨立性規範尚有不足之處。本研究認為，上市櫃公司將來聘任薪酬委員時，應參考其與高階經理人或董事間友好連結，以達到薪酬委員會設置之效果。本研究更進一步發現，薪酬委員會中，薪酬委員、高階經理人及董事間的友好情形，較薪酬委員、高階經理人及其他薪酬委員²⁷間友好情形更為嚴重。

過去文獻發現高階經理人薪酬存在運勢，進一步將運勢拆解成好運及壞運時，發現其薪酬與好運的相關性高於薪酬與壞運的相關性，為何高階經理人薪酬存在運勢，且運勢不對稱呢？過去文獻也非常注重高階經理人友好對於其薪酬之影響，或是薪酬委員會設置及品質與高階經理人薪酬或公司績效間關係。然而，尚未有文獻將友好關係與薪酬委員會作連結，探討運勢及運勢不對稱是否因友好而產生，因此，本研究藉由探討友好薪酬委員會是否會使高階經理人薪酬存在較多運勢，以及好運與壞運在高階經理人薪酬中反應不對稱之現象，彌補相關文獻不足，亦可作為未來有關單位及企業委任薪酬委員時參考，冀提升薪酬委員會設置有效性。

²⁷ 薪酬委員會成員為三人，分別假設為a、b與c委員，當a委員與高階經理人比較時，其他薪酬委員為b及c。

第二節 後續研究建議

1. 建議後續學者可探討各種友好連結之親疏程度，而非各個友好連結影響友好關係的程度相同。
2. 臺灣家族企業占上市櫃公司比率偏高，建議後續學者可探討家族企業及非家族企業之間，友好薪酬委員會與運勢對高階經理人薪酬不對稱之關聯。
3. 本研究僅探討 2011 年至 2013 年，由於研究期間過短，並無發現高階經理人薪酬與好運及壞運相關性之結果，建議後許學者可延長研究期間，以分析臺灣高階經理人薪酬對好運及壞運相關性。



第三節 研究限制

1. 金管會雖於 2011 年強制設立薪酬委員會，但因考量設置初期恐發生尋覓人才困難，於是採循序漸進方式，2011 年 3 月 18 起 3 年內薪酬委員會 1/3 以下成員可由董事擔任，2015 年 8 月 27 日後，薪資報酬委員會成員之專業資格及獨立性原則係參照獨立董事之規定訂定，因此，樣本選取期間正好為法令實施之過渡期。
2. 本研究運勢金額能力金額皆為參考過去文獻之計算方式(Bertrand and Mullainathan 2001; Garvey and Milbourn 2006)，運勢金額及能力金額難免產生偏誤。
3. 本研究友好連結為參考(Hwang and Kim 2009) 之計算方式，文獻中未提及之友好連結可能有遺漏。



附錄一 薪資報酬委員會設置及行使職權辦法(部分條文)

| |
|--|
| <p>第 6 條</p> <p>薪資報酬委員會之成員應於委任前二年及任職期間無下列情事之一：</p> |
| <p>一、 公司或其關係企業之受僱人。</p> |
| <p>二、 公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其母公司、公司直接及間接持有表決權之股份超過百分之五十之子公司之獨立董事者，不在此限。</p> |
| <p>三、 本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。</p> |
| <p>四、 前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或三親等以內直系血親。</p> |
| <p>五、 直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。</p> |
| <p>六、 與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事(理事)、監察人(監事)、經理人或持股百分之五以上股東。</p> |
| <p>七、 為公司或其關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事(理事)、監察人(監事)、經理人及其配偶。</p> |
| <p>薪資報酬委員會之成員曾任前項第二款或第六款之公司或其關係企業或與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之獨立董事而現已解任者，不適用前項於委任前二年之規定。</p> |
| <p>第一項第六款所稱特定公司或機構，係指與公司具有下列情形之一者：</p> |
| <p>一、 持有公司已發行股份總額百分之二十以上，未超過百分之五十。</p> |
| <p>二、 他公司及其董事、監察人及持有股份超過股份總額百分之十之股東總計持有該公司已發行股份總額百分之三十以上，且雙方曾有財務或業務上之往來紀錄。前述人員持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者在內。</p> |
| <p>三、 公司之營業收入來自他公司及其聯屬公司達百分之三十以上。</p> |
| <p>四、 公司之主要產品原料(指占總進貨金額百分之三十以上者，且為製造產品所不可缺乏關鍵性原料)或主要商品(指占總營業收入百分之三十以上者)，其數量或總進貨金額來自他公司及其聯屬公司達百分之五十以上。</p> |
| <p>第一項及前項所稱母公司及聯屬公司，應依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之財務會計準則公報第五號及第七號之規定認定之。</p> |
| <p>本辦法施行之日起算三年內，薪資報酬委員會三分之一以下之成員得不適用第一項第二款有關公司董事之規定，且該董事得不適用第一項第一款、第五款至第七款之規定。但該成員不得擔任召集人及會議主席。</p> |

第 8 條

薪資報酬委員會應至少每年召開二次，並於薪資報酬委員會組織規程中訂明之。

薪資報酬委員會之召集，應載明召集事由，於七日前通知委員會成員。但有緊急情事者，不在此限。

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；召集人請假或因故不能召集會議，由其指定委員會之其他獨立董事代理之；委員會無其他獨立董事時，由召集人指定委員會之其他成員代理之；該召集人未指定代理人者，由委員會之其他成員推舉一人代理之。

薪資報酬委員會得請董事、公司相關部門經理人員、內部稽核人員、會計師、法律顧問或其他人員列席會議並提供相關必要之資訊。

第 13 條

股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應於中華民國一百年九月三十日前依本辦法設置薪資報酬委員會，並於一百年十二月三十一日前至少召開一次會議。但實收資本額未達新臺幣一百億元者，得於一百年十二月三十一日前設置完成，並於一百年十二月三十一日前，不適用第八條第一項有關召開會議次數之規定。



附錄二 辨認薪酬委員與高階經理人友好之案例

以下為臺灣上市與上櫃公司友好情形案例，本研究為保護當事人個資及隱私，均將人名、學校名稱及公司名稱替換。

一、 董事為仲介-2011年某水泥產業公司

CEO：臺灣 T 大學水利工程系畢業，目前兼任江蘇 S 水泥公司董事長。

薪酬委員 A：臺灣 T 大學國貿系畢業，過去曾任職本公司董事。

第三人仲介-董事 B：臺灣 T 大學水利工程系畢業，目前兼任深圳某塑膠公司董事長。

第三人仲介-董事 C：美國 U 大學 MBA 畢業，目前兼任江蘇 S 水泥公司協理。

由上述可知，CEO、薪酬委員 A 與董事 B 皆曾就讀臺灣 T 大學，CEO、薪酬委員 A 與董事 B 皆曾任職水泥產業公司，於是董事為仲介 (*THIRD_PARTY_DIR*) 為 1:

THIRD_PARTY_DIR = 董事為仲介虛擬變數，若董事-學校(*SCHOOL_DIR*)、董事-學科(*SUBJECT_DIR*)、董事-產業(*INDUSTRY_DIR*)及董事-公司(*COMPANY_DIR*)中，有兩項以上(包含兩項)成立，其值為 1，否則為 0；

再來，CEO 與薪酬委員 A 皆為臺灣 T 大學畢業、皆曾任職同產業，薪酬委員 A 過去曾任職本公司董事，且董事為仲介也成立，則六項友好連結虛擬變數中有四項成立，以粗體字標示：

1. 薪酬委員與高階經理人-學校(***SCHOOL***)
2. 薪酬委員與高階經理人-學科(***SUBJECT***)
3. 薪酬委員與高階經理人-產業(***INDUSTRY***)
4. 薪酬委員與高階經理人-公司(***COMPANY***)
5. 薪酬委員過去是否擔任內部人士(***INSIDE***)
6. 董事為仲介(***THIRD_PARTY_DIR***)

則認定 CEO、薪酬委員 A 與董事間友好。

二、 他薪酬委員為仲介-2013 年某鋼鐵公司

CEO：臺灣 C 大學企業管理系畢業，過去曾任 G 公司會計處組長，目前兼任 H 投資公司董事及總經理。

薪酬委員 A：臺灣 C 大學土木工程畢業，目前兼任 G 公司獨立董事。

第三人仲介-薪酬委員 B：臺灣 C 大學化學工程畢業，目前兼任 G 公司獨立董事。

由上述可知，CEO、薪酬委員 A 與薪酬委員 B 皆曾就讀臺灣 C 大學，且皆曾任職 G 公司，於是其他薪酬委員為仲介(*THIRD_PARTY_CC*)為 1:

THIRD_PARTY_CC = 其他薪酬委員為仲介虛擬變數，若其他薪酬委員-學校(*SCHOOL_CC*)、其他薪酬委員-學科(*SUBJECT_CC*)、其他薪酬委員-產業(*INDUSTRY_CC*)及其他薪酬委員-公司(*COMPANY_CC*)中，有兩項以上(包含兩項)成立，其值為 1，否則為 0；

再來，CEO 與薪酬委員 A 皆為臺灣 C 大學畢業、皆曾任職同產業及公司，且其他薪酬委員為仲介也成立，則六項友好連結虛擬變數中有四項成立，以粗體字標示：

1. 薪酬委員與高階經理人-學校(***SCHOOL***)
2. 薪酬委員與高階經理人-學科(***SUBJECT***)
3. 薪酬委員與高階經理人-產業(***INDUSTRY***)
4. 薪酬委員與高階經理人-公司(***COMPANY***)
5. 薪酬委員過去是否擔任內部人士(*INSIDE*)
6. 其他薪酬委員為仲介 (***THIRD_PARTY_CC***)

則認定 CEO、薪酬委員 A 與其他薪酬委員間友好。

參考文獻

- 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：63-89。
- 李伶珠，2011，薪酬委員會，搞定高階經理人的「薪」事！，會計研究月刊，第304期（3月）：118-128。
- 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(Taiwan Accounting Review)，第10卷第2期：135-188。
- 戴銘昇，2011，薪資報酬委員會之組織與職權-兼評我國證券交易法2010年增訂之第14條之6，證交資料，第585期：31-55。
- Aggarwal, R. K., and A. A. Samwick. 1999a. Executive compensation, relative performance evaluation, and strategic competition: Theory and evidence. *Journal of Finance* 54 (6):1970-1999.
- . 1999b. The other side of the tradeoff: The impact of risk on executive compensation. *Journal of Political Economy* 107: 65-105
- 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 (7):1323-1348.
- Antle, R., and A. Smith. 1986. An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research*:1-39.
- Banker, R. D., and S. M. Datar. 1989. Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research*:21-39.
- Baron, R. M., and D. A. Kenny. 1986. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology* 51 (6):1173.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*:443-465.
- Bertrand, M., and S. Mullainathan. 2001. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*:901-932.
- Bruynseels, L., and E. Cardinaels. 2013. The audit committee: Management watchdog or personal friend of the CEO? *The Accounting Review* 89 (1):113-145.
- Chhaochharia, V., and Y. Grinstein. 2009. CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance* 64 (1):231-261.

- Clinch, G. 1991. Employee compensation and firms' research and development activity. *Journal of Accounting Research*:59-78.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87 (2):329-356.
- . 2014. Co-opted boards. *Review of Financial Studies* 27 (6):1751-1796.
- Garvey, G. T., and T. T. Milbourn. 2006. Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad. *Journal of Financial Economics* 82 (1):197-225.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1):125-160.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy. 1990. Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial & Labor Relations Review* 43 (3):30S-51S.
- Gong, G., L. Y. Li, and J. Y. Shin. 2011. Relative performance evaluation and related peer groups in executive compensation contracts. *The Accounting Review* 86 (3):1007-1043.
- Hölmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell journal of economics*:74-91.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*:96-118.
- Holmstrom, B. 1982. Moral hazard in teams. *The Bell journal of economics*:324-340.
- Hwang, B.-H., and S. Kim. 2009. It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93 (1):138-158.
- Intintoli, V., K. M. Kahle, and W. Zhao. 2015. Board connectedness and board effectiveness. Available at SSRN 2578716.
- Judd, C. M., and D. A. Kenny. 1981. Process analysis estimating mediation in treatment evaluations. *Evaluation review* 5 (5):602-619.
- Khanna, V., E. Kim, and Y. Lu. 2015. CEO connectedness and corporate fraud. *The Journal of Finance* 70 (3):1203-1252.
- Lipton, M., and J. W. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*:59-77.
- Newman, H. A., and H. A. Mozes. 1999. Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial management*:41-53.
- Shivdasani, A., and D. Yermack. 1999. CEO involvement in the selection of new

- board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance* 54 (5):1829-1853.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (3):263-292.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53 (1):113-142.
- . 2003. Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial management*:53-70.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2):185-211.

