

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

友好薪酬委員會是否無益？

Are Friendly Compensation Committees Harmful?

指導教授：潘虹華 博士

研究生：許舜雅 撰

中華民國一〇七年七月

謝辭

在完成此篇論文過程中，有歡笑的時候，但也有面臨到困難及挫折的時候，很感謝我的指導教授潘虹華老師，一路上對我的諄諄教誨，並很有耐心的為我解釋各種我解不開的疑惑，使我在撰寫論文、蒐集資料及跑迴歸過程，從毫無頭緒的情況下，慢慢漸入佳境，最後可以順利完成此篇論文，此外，亦要感謝口試委員廖懿屏老師及鍾宇軒老師，撥冗詳閱本篇論文，並於口試當天給予我相當寶貴的意見，使本篇論文可以更加充實且完備。

接著，我也要謝謝我的家人們一直以來都很支持我的決定，並擔任我最堅強的後盾，使我可以無後顧之憂完成自己想做的事情，當我遇到困難時，只要打一通電話回家亦或是回家一趟，便能讓我充滿能量面對各種挑戰，也謝謝爸爸媽媽在養育五個小孩時，背負著許多負擔，仍然供應我一切日常花費，給予我最好的生活品質，讓我順利完成碩士學位。

在研究所這兩年，很慶幸可以遇見一群至親好友，大家常常會一起熬夜趕學校報告，甚至完成一本葵花寶典，讓我深刻的瞭解到團體生活的重要性，有閒暇時也會一起出遊，讓我的研究生涯多采多姿，留下難忘的回憶。在研究室裡總是會充滿著我們的笑聲，謝謝研究所的同學可以讓我在快樂的氛圍下學習，其中，我想特別感謝我的戰友宜璇，謝謝她總是陪我一起解決各種困難，以及陪我留守在研究室打拼。最後，我想把本篇論文獻給陪伴我這兩年一起成長的老師們、家人們以及朋友們。

許舜雅 謹誌
于東海大學會計研究所
中華民國一〇七年七月

友好薪酬委員會是否無益？

指導教授：潘虹華 博士
研究生姓名：許舜雅
研究生學號：G05430120

摘要

本研究旨在探討控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司，是否會選任友好薪酬委員會，更進一步探討友好薪酬委員會帶來的監督及諮詢效果。研究對象為台灣上市（櫃）公司。實證結果指出，控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司，愈會選任友好薪酬委員會，然而，選任友好薪酬委員會的公司，愈會有高階經理人超額薪酬，但可以提高公司績效，表明友好薪酬委員會的諮詢效益會大於監督無效的後果。本研究使用不同的會計績效和採用工具變數，相關實證結果皆不變。本研究貢獻為提供證據表明友好薪酬委員會為最適契約配置，此外，東亞國家與台灣的股權結構皆有投票權及現金流量權之偏離程度較大的情況，故本研究結果對股權結構之文獻具有貢獻。

關鍵詞：投票權及現金流量權之偏離程度、友好薪酬委員會、高階經理人超額薪酬、公司績效

Are Friendly Compensation Committees Harmful?

Advisor: Dr. Hung-Hua Pan

Graduate Student Name: Shun-Ya Hsu

Graduate Student No.: G05430120

Abstract

The purpose of this study is to investigate whether firms with greater separation of voting right and ownership will elect friendly compensation committees. Specifically, this study examines the monitoring and consulting effects brought by the friendly compensation committees. Using a sample of listed firms in Taiwan, the empirical results show that firms with greater separation of voting right and ownership tend to appoint friendly compensation committees. Besides, the results show the firms with the friendly compensation committees have higher executive excess compensation and better operating performances, implying that the consulting benefits outweigh the monitoring losses brought from the friendly compensation committees. The results are consistent after controlling for endogenous problems and using other proxies to measure operating performances. Overall, the contribution of this study is to provide evidence that the appointment of friendly compensation committees is equilibrium in optimal contract. The stockholder equity structure is similar within East Asian countries, and thereby highlighting the contribution of this study.

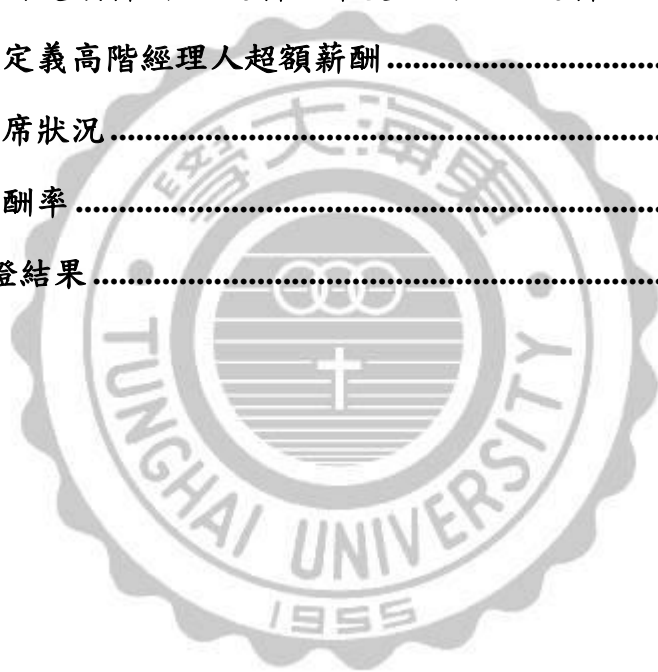
Keywords: Separation of voting right and ownership, Friendly compensation committee, Executive excess compensation, operating performance.

目錄

謝辭.....	I
摘要.....	II
Abstract.....	III
目錄.....	IV
表目錄.....	V
第壹章、緒論.....	1
第一節、研究背景與動機.....	1
第二節、研究目的.....	4
第三節、研究貢獻.....	5
第貳章、文獻探討與假說發展.....	6
第一節、薪酬委員會法規沿革.....	6
第二節、薪酬委員會.....	7
第三節、友好董事會.....	10
第四節、所有權結構.....	13
第五節、研究假說.....	16
第參章、研究設計.....	18
第一節、資料來源與樣本選取.....	18
第二節、變數定義與衡量.....	19
第三節、實證模型.....	26
第肆章、實證結果與分析.....	28
第一節、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之分析.....	28
第二節、友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之分析.....	33
第三節、友好薪酬委員會與公司績效之分析.....	39
第四節、穩健性測試.....	42
第伍章、結論與建議.....	60
第一節、研究結論.....	60
第二節、研究建議.....	61
參考文獻.....	62

表目錄

表 1 觀察值篩選過程	18
表 2 控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之分析	30
表 3 友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之分析	35
表 4 友好薪酬委員會與公司績效之分析	40
表 5 控制股東投票權及現金流量權偏離程度比	43
表 6 高階經理人的超額薪酬-固定薪加年度紅利及固定薪	47
表 7 以二元變數定義高階經理人超額薪酬	51
表 8 薪酬委員出席狀況	53
表 9 股東權益報酬率	56
表 10 兩階段實證結果	58



第壹章、緒論

第一節、研究背景與動機

在 1997 年亞洲金融風暴發生之後，台灣陸續爆發本土型金融危機¹，部分企業相繼陷入經營危機，世界銀行研究報告指出此金融風暴的主因為公司治理表現不彰，其中又以董事會無法有效指揮與監督管理階層為最須改進之處。許多國際投資機構也將公司治理列為選擇投資標的之重要評估指標，因此，亞洲各國為爭取國際投資，來證明其經濟發展階段的結果，陸續推動公司治理改革，將增進董事會的獨立性與專業性視為改革的目標。

早期文獻依據法規來定義獨立性，將獨立董事定義為在選任前兩年及任職期間不能擔任公司或其關係企業的受僱人、董事、監察人以及持有一定比例的股東，但是過去文獻對於獨立董事與公司績效之間的關係，並沒有一致的定論 (Yermack 1996; Klein 1998; Prevost, Rao, and Hossain 2002)。因此，近期的文獻開始深入討論董事與高階經理人之間的個人關係，像是 Hwang and Kim (2009) 除了考量傳統獨立性標準之外，也額外考量董事與高階經理人之間的關係，將董事與高階經理人之間符合共同母校、兵役、出身地、學術領域、產業別及第三方董事仲介的其中兩項社會關係，則稱為友好，並利用友好關係將董事重新分類為傳統獨立董事及社會獨立董事。

胥佳瑋(2016)研究 2011 至 2013 年台灣的上市(櫃)公司，發現有近六成的公司，其絕大多數的薪資報酬委員會(以下簡稱薪酬委員會)之成員與高階經理人存在友好關係，因此，本研究首先探討什麼樣的公司會選擇友好薪酬委員會。股權結構會影響到董事會的選任(Chou, Hamill, and Yeh 2016)，過去文獻指出，台灣的上市(櫃)公司普遍存在控制股東，且控制股東會利用交叉持股、金字塔結構及參與管理等方式，來提高對公司的控制，導致其所擁有的投票權及現金流量權存在偏離的現象(La Porta, Silanes, and Shleife 1999; Yeh and Woitdke 2005; Claessens, Djankov, and Lang 2000)，因此，當控制股東對公司有足夠的監督力時，則需要一個諮詢需求較強的董事會。此外，當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，他們愈有可能移轉公司資產及利益到自己

¹台灣於發生亞洲金融風暴的隔年，陸續爆發本土型金融危機。國內有許多集團發生掏空公司與違約交割的情況，例如：國產車、新巨群、東隆五金、國揚、力霸、安鋒、台鳳、廣三、華隆、鴻禧、東帝士及長億等集團。

身上(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer 2000), 控制股東為了未來可以得到更多的公司資產或私利, 可能會想要提高公司績效, 因此, 控制股東會鼓勵高階經理人與董事會分享公司的訊息, 可能會選擇一個較不獨立或是更友好的董事會(Adams and Ferreira 2007)。

接著, 本研究進一步探討友好薪酬委員會的監督與諮詢功能。首先, 針對友好薪酬委員會的監督功能, Hwang and Kim (2009)及 Balsam, Kwack, and Lee (2017)研究結果皆發現友好關係會影響董事會的監督能力, 本研究以高階經理人的超額薪酬作為衡量薪酬委員會監督無效之依據。具體原因為高階經理人的超額薪酬一直以來是大家所關注的問題, 其中, 在全球金融海嘯過後, 有許多企業明明呈現虧損, 但董監事及經理人之薪酬卻不斷增加, 促使社會大眾開始注意到高階管理階層酬金不合理。為了防止董監事及經理人有自肥的情況, 台灣金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)於2010年依立法院提案增訂《證券交易法》(以下簡稱證交法)第14條之6, 強制所有上市(櫃)公司應設置薪酬委員會, 其職責為監督董監事及經理人薪酬的制定, 並以獨立的立場評估高階經理人績效與薪酬之連結性, 希望透過設置薪酬委員會可以遏阻肥貓橫行。不過肥貓的情況卻沒有因此得到改善, 因此, 本研究探討薪酬委員會的監督無效是否因為友好關係所導致。

再來, 針對友好薪酬委員會的諮詢效果, Faleye and Hoitash (2011)研究發現在董事會監督較強的公司, 其收購表現及創新能力會較差, 導致公司價值下降, 因此, 在具有高諮詢需求的公司可能會需要友好董事會。此外, Adams and Ferreira (2007)理論證明友好關係可以讓高階經理人比較願意與董事會分享公司訊息, 董事會就能夠提供較強的諮詢能力, 進而提高公司績效。因此, 本研究探討友好薪酬委員會是否可以提高諮詢效果, 進而提高公司績效。具體而言, 友好董事會可能會降低董事會的監督能力但可以提高諮詢能力, 在具有高諮詢需求的公司則需要友好董事會。

本研究採用2011年至2013年台灣上市(櫃)公司為研究對象, 首先, 探討什麼樣的公司會選任友好薪酬委員會, 接著, 探討友好薪酬委員會帶來的監督及諮詢效果。實證結果發現, 控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司, 愈會選任友好薪酬委員會, 然而, 選任友好薪酬委員會的公司, 愈會有高階經理人超額薪酬, 但可以提高公司績效, 表明友好薪酬委員會導致較差的監督效果, 但可以提高諮詢效果, 且其帶來的諮詢效益會大於監督無效的後果。

本研究架構說明如下：除了第壹章為研究動機、目的及貢獻之外，第貳章為文獻探討與假說發展、第參章為說明研究設計、第肆章為實證結果與分析、最後則為研究結論與限制。



第二節、研究目的

本研究旨在探討友好薪酬委員會是否無益，利用 Hwang and Kim (2009)友好關係的分類方法，將薪酬委員與高階經理人友好比率超過一半的薪酬委員會，定義為友好薪酬委員會。首先，本研究探討什麼樣的公司會選任友好薪酬委員會，接著，進一步探討友好薪酬委員會所帶來的監督和諮詢效果。本研究利用高階經理人超額薪酬衡量友好薪酬委員會的監督效果，最後利用公司績效衡量友好薪酬委員會的諮詢效果。因此，本研究欲以下問題做研究：

- 一、 探討控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司，是否會選任友好薪酬委員會？
- 二、 探討友好薪酬委員會是否會導致監督無效的情況？
- 三、 探討友好薪酬委員會是否可以提高公司績效？



第三節、研究貢獻

本研究貢獻為以下三點：第一，不同於美國與英國的股權結構，東亞國家與台灣的股權結構皆有投票權及現金流量權之偏離程度較大的情況(Claessens et al. 2000; Yeh and Woidtke 2005; Chou et al. 2016)，加上美國與英國規定其薪酬委員必須皆為獨立董事，而東亞國家與台灣則沒有強制規定薪酬委員皆要由獨立董事來擔任，因此，不論在股權結構或是薪酬委員會組成規定方面，東亞國家與台灣都較為相似，故本研究結果對股權結構之文獻具有貢獻。第二，本研究實證結果發現友好關係會影響薪酬委員會的監督效果，與過去文獻發現一致，友好關係會影響董事會及審計委員會的監督能力(Hwang and Kim 2009; Balsam et al. 2017; Bruynseels and Cardinaels 2013)。第三，本研究實證結果發現友好關係可以提高薪酬委員會的諮詢效果，與 Adams and Ferreira (2007)理論分析結果一致，友好關係可以讓高階經理人願意與董事會分享公司訊息，且其諮詢效益會大於監督無效的後果，進而提高公司績效。

具體而言，本研究藉由薪酬委員會組成結構之探討，以了解最適薪酬委員會的組成，並提供證據表明友好薪酬委員會為最適契約配置，故友好薪酬委員會並非無益。

第貳章、文獻探討與假說發展

第一節、薪酬委員會法規沿革

在 2008 年金融海嘯後，國內外皆發生企業虧損，但其高階經理人仍坐領高薪之情況，因此，社會大眾開始注意高階經理人酬金的合理性，為了解決上述的問題，我國立法院於 2010 年 11 月三讀通過《證券交易法》部分條文的修正案，增訂第 14 之 6 條，規定在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣的公司必須設立薪酬委員會。金管會隨後於 2011 年 3 月公布《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》（以下簡稱薪酬委員會職權辦法），規定實收資本額於新台幣 100 億以上及 100 億以下的公司，必須分別於 2011 年 9 月底與 2011 年 12 月底前完成薪酬委員會的設置。薪酬委員會的立法目的為建議董監事及高階經理人之薪酬計畫，並以獨立的立場評估高階經理人績效與薪酬之連結性，故本研究探討友好薪酬委員會是否能達到有效的監督效果。

然而，在薪酬委員資格方面，薪酬委員會職權辦法第五條及第六條規定薪酬委員應具備專業性及獨立性，但因考量台灣目前尚未全面強制設置獨立董事，因此，以循序漸進方式推動薪酬委員會的獨立性。在設立薪酬委員會的初期，薪酬委員可以由獨立專業人士或一般董事取代獨立董事，但在已設置獨立董事的公司，至少應有一位獨立董事參與薪酬委員會，並依規定擔任召集人及會議主席，在沒有獨立董事的公司，其三分之一的薪酬委員得由一般董事擔任，但不得擔任召集人及會議主席。根據 2013 年「薪資報酬委員會運作效益之衡量與評估」的調查報告發現，僅有 22% 公司的薪酬委員包含獨立董事，表明約兩成公司的薪酬委員會擁有獨立董事。此外，胥佳瑋(2016)研究發現有近六成的公司，其絕大多數的薪酬委員與高階經理人存在友好關係，故本研究亦探討什麼樣的公司會選擇友好薪酬委員會。

此外，薪酬委員會職權辦法第六條規定薪酬委員在選任前兩年及任職期間不能擔任公司或其關係企業的受僱人、董事、監察人及持有一定比例的股東，公司為了在短時間迎合法律規定，可能設置與高階經理人友好的薪酬委員會，故本研究旨在探討友好薪酬委員會是否真的無益？利用友好薪酬委員會的監督效果及諮詢效果進行研究。

第二節、薪酬委員會

Anderson and Bizjak (2003) 探討薪酬委員會獨立性與執行長 (Chief Executive Officer, 以下簡稱 CEO) 薪酬績效敏感性 (Pay-Performance Sensitivity, 以下簡稱 PPS) 之間的關係, 接著探討 CEO 參與薪酬委員會是否會導致投機主義的薪酬結構。採用 1985 年至 1998 年 110 家美國公司為樣本。研究結果並沒有發現薪酬委員會有更多外部董事時, 會使用績效訂定薪酬。此外, CEO 薪酬的組合、薪酬水平及 PPS 也皆與薪酬委員會獨立性無關, 表明薪酬委員會的獨立性不會影響 CEO 的薪酬。然而, 當薪酬委員會存在有內部董事時, CEO 的所有權會愈大。研究結果也沒有發現 CEO 於薪酬委員會服務時, 可以得到較高的薪酬或是較低的總體獎勵, 而當 CEO 離開薪酬委員會時, CEO 的薪酬並不會因此降低。

Vafeas (2003) 探討由內部人士擔任薪酬委員與 CEO 薪酬之間的關係。採用 1991 年至 1997 年 271 家美國公司為樣本。研究結果發現, 在其樣本期間內, 薪酬委員會的內部人數持續下降, 與 CEO 有關聯的董事人數也持續在減少。有內部人士擔任薪酬委員的公司, 其 CEO 的薪酬水準會較高, 此外, CEO 的 PPS 會因美國證券交易委員會及美國國稅局要求薪酬委員會皆要由獨立董事組成的法規而有所改善, 研究亦發現在法規實行後, 有內部人士擔任薪酬委員的公司, 可以提高 CEO 的 PPS。然而, 研究結果沒有發現有內部人士擔任薪酬委員的公司與其他公司的 CEO 薪酬水平及 CEO 的 PPS 有顯著差異。

Newman and Mozes (1999) 探討薪酬委員會組成與 CEO 薪酬之間的關係, 採用 1992 年美國財富前 250 的公司為樣本。研究結果發現, 當薪酬委員會有內部董事時, 其訂定薪酬的方法會更有利於 CEO, 導致損害到股東的利益。研究結果沒有發現由至少有一位內部董事擔任薪酬委員的公司, 其 CEO 薪酬會高於皆由外部董事擔任薪酬委員的公司。此外, 有內部董事擔任薪酬委員的公司, 其公司績效上升時會增加 PPS, 公司績效下降時則會降低 PPS, 表明其 CEO 薪酬與公司績效之間的關係會有利於 CEO。

Kuo and Yu (2014) 探討董事會及薪酬委員會的獨立性是否會影響高階經理人的薪酬。採用 2008 年至 2011 年的上市公司為樣本。在控制影響高階經理人薪酬的決定因素之後, 研究結果發現, 沒有指派獨立董事的公司比有指派獨立董事的公司, 其高階經理人年度薪酬會較高。此外, 愈早期設立薪酬委員會的公司, 其高階經理人的 PPS 會愈好。研究結果亦發現, 設立薪酬委員會可以減

少高階經理人的薪酬，並且可以提高 PPS，特別是沒有指派獨立董事的公司。

Sun, Cahan, and Emanuel (2009)探討薪酬委員會品質是否會影響公司未來績效與 CEO 股票選擇權之間的關係。以 2001 年至 2004 年由獨立董事組成薪酬委員會的公司為樣本。作者利用在現任 CEO 任期內，其任命的董事比率、至少服務董事會 10 年的董事比率、在其他公司擔任 CEO 的董事比率、薪酬委員會的總持股率、擔三個以上（包含三個）董事席位的董事比率以及薪酬委員會規模，以上這六項作為衡量薪酬委員會的品質。研究結果發現，隨著薪酬委員會品質愈高，公司未來績效與 CEO 股票選擇權更為顯著正相關，表明薪酬委員會的品質愈高，高階經理人的薪酬契約誘因也就愈高。

Liao and Hsu (2013)探討不同委員會中的共同成員是否會影響公司治理。以 2004 年至 2008 年的美國公司為樣本。在此研究樣本中，有 64.5% 的審計委員會與薪酬委員會有共同董事，表明約有六成的董事同時任職於兩個委員會。作者利用重編報表和 CEO 選擇權薪酬的比率作為衡量委員會之間的協調需求，研究結果並沒有發現共同董事與重編報表及 CEO 選擇權薪酬的比率有關聯，表明公司不會為了委員會之間的協調，而選擇共同董事。此外，作者利用在機構所有權較低、債權人監督較少以及 CEO 權力較大的公司作為衡量治理表現不佳，而這些治理不佳的公司更有可能會有共同董事，表明共同董事的存在主要是因為公司治理不佳，而不是委員會之間的協調需求，具體而言，共同董事不是一個有效的監督機制。此外，薪酬委員若同時擔任審計委員時，CEO 的 PPS 會較低，表明薪酬委員兼任其他委員會時，會降低其監督效果。

吳幸蓁、謝佳純與梁書瑋(2014)探討薪酬委員會設置及品質與高階經理人 PPS 之間的關係。採用 2009 年至 2012 年的台灣上市公司為樣本。研究結果發現，薪酬委員會的設置能有效提升高階經理人的 PPS。作者利用薪酬委員的出席狀況、忙碌程度、任期長短、公司在設置薪酬委員會前是否有獨立董事以及薪酬委員會規模，以上這五項作為衡量薪酬委員會的品質。研究結果發現，薪酬委員會品質愈好，愈能提升高階經理人的 PPS，表明薪酬委員會的品質特性會影響高階經理人的 PPS。此外，薪酬委員會的設置及品質可以抑制管理者基於高 PPS 所為之盈餘管理，並能有效降低裁決性應計項目。

周雅英、姚維仁與陳沂芳(2015)探討高階經理人及董監事超額薪酬是否會影響薪酬委員會的品質。採用 2011 年台灣上市（櫃）的公司為樣本。研究結果發現，高階經理人超額薪酬愈高，則其所設置之薪酬委員會品質會愈低，然

而，董監事超額薪酬對薪酬委員會品質則無顯著影響。研究結果亦發現，薪酬委員會的品質對高階經理人未來超額薪酬雖然沒有顯著影響，但與未來變動超額薪酬呈現負相關，表明薪酬委員會品質愈高，愈能發揮其監督功能。

由於過去薪酬委員會的相關文獻多為探討薪酬委員會的結構及薪酬委員會的品質，鮮少有相關的文獻探討股權結構是否會影響薪酬委員會的組成，因此，本研究旨在探討控制股東投票權與現金流量權的偏離程度是否會選任友好薪酬委員會，以及友好薪酬委員會帶來的監督及諮詢效果。



第三節、友好董事會

Hwang and Kim (2009)探討董事與高階經理人之間的友好關係是否會影響董事會的監督能力。採用 1996 年至 2005 年財富前 100 強的公司為樣本，並手工收集每一位董事與高階經理人的教育機構、兵役、出身地、學術領域、產業別及第三方董事仲介，將傳統獨立進一步重新分類為社會獨立。研究結果發現，在傳統獨立性的標準下，有 87% 的董事被歸類為獨立，當傳統獨立性標準再加上社會限制後，獨立董事的比率下降至 62%。此外，隨著新任高階經理人的任期愈長，友好董事的比率會跟著增加，表明高階經理人會根據社會層面選擇董事。傳統獨立的董事會對高階經理人的總薪酬呈現正相關，對固定薪加獎金呈現負相關，而社會獨立的董事會對總薪酬及本薪加獎金皆呈現負相關。此外，在傳統獨立的董事會中，其高階經理人的任期會較長，表明友好關係會影響獨立董事監督高階經理人的效果。

Balsam, Kwack, and Lee (2017)探討董事與高階經理人之間的直接及間接關係是否會影響高階經理人的薪酬及非自願更換。採用 2000 年至 2013 年的上市公司為樣本。研究結果發現，董事和高階經理人之間的關係與高階經理人較高薪酬呈現正相關，其關係與非自願更換呈現負相關。作者進一步將關係分為直接及間接，發現只有間接關係與較高薪酬呈現正相關，直接與間接關係皆與非自願更換呈現負相關。最後，作者進一步探討新的董事會獨立性規定是否會改變關係對薪酬及非自願更換的影響，發現在 2004 年董事會獨立性規定變更後，間接關係對高階經理人的薪酬呈現正相關，直接關係對非自願更換呈現負相關。

Intintoli, Kahle, and Zhao (2015)探討在 CEO 上任前就已存在的獨立董事，其社會關聯對監督和諮詢效果的影響。以 2001 年至 2010 年的公司為樣本。研究結果發現，在公司發生舞弊之後，具有社會關聯的審計委員比沒有社會關聯的審計委員，更不容易遭到更換，且其更有可能在另外一家公司獲得董事會的席次。此外，審計委員會社會關聯與公司財務報表品質呈現正相關，薪酬委員會社會關聯與 CEO 超額薪酬呈現負相關，表明具有社會關聯的董事會可以提高監督能力。研究結果亦發現，具有社會關聯董事會的公司，其融資成本會較低、股利發放率較高以及公司價值會較好。總體而言，具有社會關聯的董事會可以提高監督能力且可以提高股東利益。

Bruynseels and Cardinaels (2013)探討審計委員會與 CEO 的友好關係是否

會影響審計委員會的監督能力。作者採用沙賓士法案(Sarbanes-Oxley Act)後 2004 年至 2008 年的美國上市公司為樣本，並透過工作經歷、教育及其他活動（例如：慈善機構、休閒俱樂部、鄉村俱樂部或其他非營利組織）將審計委員會區分為完全獨立以及與 CEO 友好。研究結果發現，有 39% 的審計委員會與 CEO 友好，當審計委員會與 CEO 友好時，會降低審計委員會的監督能力、降低財務報表的品質、公司會有從事更多的盈餘管理的情況以及會計師不太可能出具繼續經營疑慮的審計意見。

Guan, Su, Wu, and Yang (2016) 探討會計師與其查核公司的高階經理人之間的關係是否會影響審計品質和審計費用。會計師與高階經理人之間的關係主要利用共同教育來探討。採用 2006 年至 2011 年中國非金融業的上市公司為樣本。研究結果發現，有 10.14% 的會計師與高階經理人有共同教育關係，與高階經理人有共同教育關係的會計師更有可能發布對公司有利的查核意見，尤其是有財務困難的公司。結果亦發現，會計師與高階經理人有共同教育關係的公司會有較高的裁決性應計項目以及較低的盈餘反應係數，並且更有可能之後重申盈餘下降，表明會計師與高階經理人有共同教育關係時，會損害審計品質。此外，與高階經理人有共同教育關係的會計師會收取較高的審計費用。

Adams and Ferreira (2007) 利用分析性模式探討在單軌制的董事會中，監督與諮詢職責結合的影響，再進一步探討雙軌制的董事會。作者發現在單軌制的董事會中，董事會的兩個職責會有衝突。當高階經理人與董事會分享公司的訊息時，董事會可以給高階經理人更好的建議，但同時也會讓董事會更密集的監督高階經理人，干預高階經理人做決策的風險也就愈大，因此，高階經理人會面臨分享公司訊息的權衡。研究最後結果指出，高階經理人不會向獨立董事會傳達公司特定訊息，當董事會獲得的訊息較少時，即便是獨立董事會也無法有效的監督，因此，在單軌制董事會中，加強董事會的獨立性可能會對股東造成不利影響，為了鼓勵高階經理人與董事會分享公司訊息，股東們可能會選擇一個較不獨立或是更友好的董事會。然而，在雙軌制董事會中，高階經理人在提供訊息時並不會面臨權衡，提高雙軌制董事會的監事會獨立性不會影響高階經理人分享訊息的誘因，因此，在雙軌制董事會中，提高監事會的獨立性可以提高股東的價值。

Duchin, Matsusaka, and Ozbas (2010) 以董事會獲取公司訊息成本為條件，探討董事會獨立性與公司績效之間的關係。以 1999 年至 2003 年法規要求增加董事會外部人士的公司作為樣本，解決董事會內生性的問題。研究結果發現，增加外部董事不能提高或降低公司績效。但若以董事會獲取公司訊息成本為條

件，發現外部董事在取得訊息成本較低時，提高外部董事人數可以提高公司績效，而當外部董事在取得訊息成本較高時，提高外部董事人數反而會降低公司績效，表明外部董事的有效性取決於董事會取得訊息的成本。此外，公司在組成董事會時會考慮董事會取得訊息的成本，當收購訊息成本較高的公司，其董事會的外部人士會較少。

Faleye and Hoitash (2011)探討董事會監督強度對董事執行監督和諮詢職責有效性之影響。以 1998 年至 2006 年標準普爾 1500 指數的公司為樣本。研究結果發現，當大多數的獨立董事擔任三個主要監督委員會中的其中兩個時，公司的監督品質會得到改善，對高階經理人更換績效的敏感度會提高，也會減少高階經理人的超額薪酬及盈餘管理，表明獨立董事可以是有價值的監督者。然而，董事會的監督及諮詢職責可能會有所衝突，提高董事會的監督效果時，會導致較弱的策略諮詢，在具有董事會監督較強的公司，其收購表現及創新能力會較差，尤其當收購和創新為公司重要的價值驅動力時，公司價值會顯著下降，表明強力監督帶來的負面諮詢效果會超過正面監督效果。因此，在具有高諮詢需求的公司，擁有強力監督的董事會時，可能會造成公司更大的價值損失。此篇研究主要貢獻為提供證據表明董事會監督與諮詢之間權衡的重要，並建議公司在分配董事會的職責時，不要過度重視某一個職責。

綜上述文獻，Hwang and Kim (2009)及 Balsam et al. (2017)皆提出友好關係會降低董事會的監督能力；Bruynseels and Cardinaels (2013)發現友好關係會降低審計委員會的監督能力；Guan et al. (2016)發現共同教育關係會損害審計品質；Intintoli et al. (2015)指出 CEO 上任前就已存在的獨立董事，其社會關聯愈高，監督效果會愈好。然而，Adams and Ferreira (2007)發現友好關係可以提高董事會的諮詢能力，進而提高公司績效。Duchin et al. (2010)研究指出當外部董事在取得訊息成本較高時，提高外部董事的人數會降低公司績效，Faleye and Hoitash (2011)研究指出在具有高諮詢需求的公司，其擁有強力監督的董事會，反而會降低公司價值。具體而言，友好董事會可能會降低董事會的監督能力，但可以提高其諮詢能力，因此，在具有高諮詢需求的公司或是外部董事在取得訊息成本較高時，會需要一個較不獨立或是更友好的董事會。

第四節、所有權結構

Shleifer and Vishny (1986)探討大股東是否可以為公司帶來更大的價值。研究結果指出，有近八成的公司至少有一位股東擁有超過公司 5% 的投票權，最大股東持股比率平均為 15.4%，前五大股東持股比率平均為 28.8%。大股東可以有效監督高階經理人並尋找改善公司的方法。此外，大股東在收購中扮演很重要角色，即使大股東不能監督高階經理人，他們也可以透過與投標人分享自己股份的利益來促進第三方收購，因大股東的股份報酬足以支付其監督和收購成本。研究結果亦發現，當股東持股比率愈大，公司收購的可能性會愈高，公司股價就會跟著上漲，因此，當大股東持股比率愈大，可以提高預期利潤。最後作者也提出，如果大股東可以為公司帶來更大的價值，小股東會傾向於支付股利將大股東留在公司。

La Porta, Silanes, and Shleife (1999)探討世界各地公司的所有權結構。採用 1993 年 27 個經濟富裕國家為樣本，作者首先採用最終控制(ultimate control)的觀念確定公司的最終控制股東。研究結果發現，在最大股東持有 20% 投票權標準下，有 63.5% 的大型公司存在控制股東，有 76.3% 的中型公司存在控制股東。此外，有 68.59% 公司的控制股東介入公司經營決策的情況，表明大部分的企業存在所有權與經營權不分。此外，控制股東會利用金字塔結構、交叉持股來提高對公司的投票權，導致投票權及現金流量權存在分離的現象，而當控制股東的投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，他們愈有可能會侵害小股東權益，將公司資產或利益移轉到他們自己身上。

Dahya, Dimitrov, and McConnell (2008)探討在存有控制股東的公司，其獨立董事比率與公司價值之間的關係。採用 2002 年 799 家的公司為樣本，以最終控制觀念來判斷控制股東，將投票權超過 10% 的股東定義為控制股東。研究結果發現，在存有控制股東的公司，其獨立董事比率與公司價值呈現正相關，特別是在法規保護投資者較差的國家，表明控制股東為了要提高公司價值，會傾向於指派獨立董事會來抵消市場價值折扣。作者利用董事是否為控制股東、與控制股東有相同姓氏、公司員工、樣本公司或其子公司所有權樹狀圖中的員工、當控制股東為政府時，其為政治家或政府機構員工以及當控制股東為外國人時，其雇主與控制股東在同一個國家，將董事重新分類為有關聯董事及沒有關聯董事，發現與控制股東沒有關聯的董事比率愈高，公司價值會愈好。

Claessens, Djankov, and Lang (2000)探討東亞國家的投票權及現金流量權

分離情況。採用東亞九國²2,980 家的上市公司為樣本，以最終控制觀念來判斷控制股東，將投票權超過 5% 的股東定義為控制股東。研究結果發現，超過三分之二的上市公司由單一股東控制，表明大多數東亞國家的公司存在最終控制者。研究結果亦發現，東亞國家的公司皆會利用金字塔結構和交叉持股提高公司投票權，特別是家族企業與小型企業，其投票權及現金流量權之偏離程度最為明顯。

Claessens, Djankov, Fan, and Lang (2002) 探討控制股東的現金流量權及投票權與公司價值之間的關係。採用 1996 年東亞八國³1,301 家的上市公司為樣本，以最終控制觀念來判斷控制股東，將投票權超過 10% 的股東定義為控制股東。研究結果發現，控制股東的現金流量權與公司價值呈現正相關，支持正誘因效果，控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與公司價值呈現負相關，支持負侵占效果。此外，作者進一步將有控制股東的公司分為家族企業、國營企業及金融機構，發現各類型的企業也支持正誘因效果，然而，僅有在家族企業及國營企業支持負侵占效果。

Yeh and Woidtke (2005) 探討控制股東的現金流量權與投票權對公司價值的影響。採用 1997 年至 1998 年的非金融業公司為樣本。作者採用最終控制觀念來判斷控制股東，將投票權超過 20% 且掌控董事會的股東，定義為控制股東。研究結果發現，台灣上市公司的控制股東平均擁有 21.7% 的現金流量權；30.3% 的投票權；投票權及現金流量權之偏離程度則為 8.7%，表明台灣上市公司的股權結構屬於較集中，且投票權與現金流量權有偏離的現象。當控制股東的現金流量權愈大，公司價值會愈高，支持正誘因效果(positive incentive effect)，而當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大，公司價值則會愈低，支持負侵占效果(negative entrenchment effect)。研究結果亦發現，家族控股公司也支持正誘因效果及負侵占效果。

Chou, Hamill, and Yeh (2016) 探討控制股東的現金流量權和投票權與現金流量權之偏離程度是否會影響獨立董監事的指派。作者除了考量法規要求的獨立性標準之外，也額外考量新的獨立董事是否在前一年服務於同一個董事會，將有指派獨立董監事的公司重新分類為指派有關聯獨立董監事及指派沒有關聯獨立董監事。採用 2002 年至 2004 年的非金融業公司為樣本。研究結果發現，控制股東平均擁有 25.05% 的現金流量權；29.84% 的投票權；投票權與現金流

²Claessens et al. (2000) 東亞九國：香港、印度尼西亞、日本、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國。

³Claessens et al. (2002) 東亞八國：香港、印度尼西亞、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國。

量權之偏離程度則為 4.79%。控制股東的現金流量權與指派獨立董監事呈現正相關，控制股東投票權與現金流量權之偏離程度與指派獨立董監事呈現負相關。此外，指派獨立董事與公司績效呈現正相關，且指派沒有關聯獨立董事與公司績效呈現正相關，表明董事會的獨立性愈高，公司績效會愈好。此文獻探討的有關聯獨立董事與本研究的友好定義不同。

戴怡蕙(2017)探討投票權及現金流量權之偏離程度是否會影響以績效為基準的考核制度誘因效果。採用 2010 年至 2013 年台灣上市(櫃)公司為樣本。研究結果發現，當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，總經理及副總經理的獎酬和更換皆與績效呈現負相關，表明當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大，以績效為基準的考核制度誘因效果會下降。此外，不論是控制股東是否兼任總經理，總經理及副總經理的獎酬及更換皆與績效呈現負相關，顯示控制股東與總經理及副總經理間會互相勾結，特別是績效表現愈差的公司，其控制股東與總經理及副總經理間的勾結強度會更強。

綜上述文獻，Shleifer and Vishny (1986)指出大股東持股比率愈大，公司收購的可能性會愈高，公司股價也就會愈高。La Porta et al. (1999)首先採用最終控制(ultimate control)的觀念確定公司的最終控制股東，發現控制股東會利用金字塔結構、交叉持股提高對公司的投票權，當控制股東投票權及現金流量的偏離程度愈大時，他們愈有可能會移轉公司資產及利益到他們自己身上。Dahya et al. (2008)指出與控制股東沒有關聯的董事比率愈大，公司價值會愈好。Claessens et al. (2000)研究發現東亞國家的公司皆會利用金字塔結構和交叉持股提高公司投票權。Claessens et al. (2002)指出控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與公司價值呈現負相關。Yeh and Woidtke (2005)指出台灣上市公司的股權結構屬於較集中，且投票權及現金流量權有偏離的現象，當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，公司價值會愈低，支持負侵占效果。Yeh et al. (2016)指出控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與指派獨立董監事呈現負相關。戴怡蕙(2017)研究發現投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，以績效為基準的考核制度誘因效果會下降。

第五節、研究假說

過去文獻指出，控制股東會利用交叉持股、金字塔結構及參與管理等方式，來提高對公司的控制，導致投票權及現金流量權存在偏離的現象(La Porta et al. 1999; Yeh and Woidtke 2005; Claessens et al. 2000)，然而，台灣上市（櫃）公司的控制股東也皆會利用交叉持股、金字塔結構來提高對公司的控制權，造成投票權遠大於現金流量權(Chou et al. 2016)，因此，當控制股東對公司有足夠的監督力時，則需要一個諮詢需求較強的董事會。當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，他們愈有可能會移轉公司資產或利益到他們自己身上(Johnson et al. 2000)，因此，控制股東為了未來可以得到更多的公司資產或私利，他們將有誘因提高公司價值，為了提高公司價值，控制股東可能會選擇一個諮詢需求較強的董事會。此外，當高階經理人願意與董事會分享公司訊息時，董事會可以給出更好的建議，進而提高公司績效，故為了鼓勵高階經理人與董事會分享訊息，控制股東也有可能選擇一個較不獨立或更友好的董事會(Adams and Ferreira 2007)。Yeh et al. (2016)研究也指出，控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，愈不會指派獨立董監事。綜上所述，本研究推論如下：

H1：控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與選任友好薪酬委員會呈現正相關

公司的專業人士與高階經理人的友好關係會影響其專業能力，例如：友好關係會影響董事會及審計委員會的監督能力(Hwang and Kim 2009; Balsam et al. 2017; Bruynseels and Cardinaels 2013)，也會影響會計師的獨立性(Guan et al. 2016)。然而，Intintoli et al. (2015)指出在 CEO 上任前就已存在的獨立董事，其社會關聯愈高，監督效果會愈好。但是根據過去絕大多數的文獻發現友好關係會降低董事會的監督能力。設置薪酬委員會最重要的目的為監督經理人與董監事的薪酬，且評估經理人績效與薪酬之連結性，減少肥貓的產生。本研究利用高階經理人超額薪酬作為衡量薪酬委員會監督無效，薪酬委員會監督無效有可能為友好關係所造成較差的監督效果。綜上所述，本研究推論如下：

H2：選任友好薪酬委員會與薪酬委員會監督無效的情況呈現正相關

過去文獻對於董事會組成與公司績效之間的關係，並沒有一致性之結論。有一派文獻認為，外部董事比例愈高或是指派沒有關聯獨立董事時，公司績效

會愈好(Huson, Parrino, and Starks 2001; Prevost et al. 2002; Yeh et al. 2016)。另外一派文獻則認為，當外部董事在取得訊息成本較高或是收購和創新為公司重要的價值驅動力時，增加董事會的獨立性反而會降低公司績效(Duchin et al. 2010; Faleye and Hoitash 2011)，因此，在具有高諮詢需求的公司，可能需要一個較不獨立或是更友好的董事會。然而，友好董事會可以讓高階經理較願意提供公司訊息，董事會也就可以提供較強的諮詢功能，給予高階經理人更好的建議，進而提高公司價值(Adams and Ferreira 2007)，故友好董事會對於具有高諮詢需求的公司是有益的，且其帶來正面的諮詢效果會大於負面的監督效果，可以提高公司績效。綜上所述，本研究推論如下：

H3：選任友好薪酬委員會與公司績效呈現正相關



第參章、研究設計

第一節、資料來源與樣本選取

我國金管會於 2011 年 3 月規定在證交所上市或於證券商營業處所買賣股票的公司應於 2011 年底設置薪酬委員會，2011 年為首次選任薪酬委員的年度，因此，投資人或監管機構會較關注薪酬委員會之議題，且薪酬委員會職權辦法第四條規定薪酬委員之任期與委任之董事會屆期相同，以三年為一個任期，故本研究以 2011 年至 2013 年台灣上市（櫃）的公司為樣本，共有 2,560 筆觀察值，觀察值篩選過程如表 1 所示。公司治理資料、企業財務資料、股價資料以及股權結構資料取自於台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)。本研究利用辨認薪酬委員與高階經理人的友好資料，將薪酬委員與高階經理人是否有共同母校、就讀相同學科、任職相同公司、任職相同產業、擔任公司內部人士以及第三方董事仲介，定義為友好薪酬委員會。

表 1 觀察值篩選過程

	觀察值
2011 至 2013 年具有友好薪酬委員會完整資料的公司家數	3,113
剔除：	
缺乏公司治理資料、財務資料及股價資料	(271)
金融業及證券業	(85)
2011 年後首次上市上櫃公司	(122)
連續變數前後 1% 的極端值	(75)
最終觀察值數	2,560

第二節、變數定義與衡量

一、應變數

本研究 H1 主要在探討什麼樣的公司會選任友好薪酬委員會，接著，在 H2 及 H3 探討友好薪酬委員會所帶來的監督及諮詢效果。

1. 友好薪酬委員會(*FRI_CC*)

此應變數為測試 H1。本研究參考 Hwang and Kim (2009) 社會連結的分類方式。首先，將薪酬委員與高階經理人⁴依照六項社會連結做分類，若薪酬委員與高階經理人符合六項社會連結中的其中兩項（包含兩項），則定義為友好薪酬委員。接著，再計算友好薪酬委員的比率，將友好薪酬委員比率大於 50% 的薪酬委員會，再進一步定義為友好薪酬委員會。

首先，利用下列六項社會連結的虛擬變數，將薪酬委員與高階經理人符合以下六項的其中兩項以上（包含兩項），定義為友好薪酬委員：

FRI_CCM = 友好薪酬委員，若符合薪酬委員與高階經理人_共同母校 (*SCH*)、薪酬委員與高階經理人_共同學科 (*DIS*)、薪酬委員與高階經理人_共同產業 (*IND*)、薪酬委員與高階經理人_共同公司 (*COM*)、薪酬委員是否曾經擔任公司內部人士 (*INM*) 及第三方董事仲介 (*RD_DIR*) 的其中兩項以上（包含兩項）則為 1，否則為 0。

(1) *SCH* = 薪酬委員與高階經理人-共同母校，若薪酬委員與高階經理人有相同母校則為 1，否則為 0。

(2) *DIS* = 薪酬委員與高階經理人-共同學科，若薪酬委員與高階經理人曾經就讀相同科系則為 1，否則為 0。

(3) *IND* = 薪酬委員與高階經理人-共同產業，若薪酬委員與高階經理人曾經任職或目前兼任於相同產業則為 1，否則為 0。

⁴高階經理人包括：總經理及副總經理。

- (4) *COM* = 薪酬委員與高階經理人-共同公司，若薪酬委員與高階經理人曾經任職或目前兼任於相同公司則為 1，否則為 0。
- (5) *INM* = 薪酬委員過去是否擔任公司的內部人士，若薪酬委員曾經任職於本公司則為 1，否則為 0。
- (6) *RD_DIR* = 第三方董事仲介⁵，若符合第三方董事-共同母校(*SCH_DIR*)、第三方董事-共同學科(*SUB_DIR*)、第三方董事-共同產業(*IND_DIR*)及第三方董事-共同公司(*COM_DIR*)的其中兩項以上(包含兩項)則為 1，否則為 0。
- SCH_DIR* = 第三方董事-共同母校，若董事與薪酬委員和高階經理人有相同母校則為 1，否則為 0。
- SUB_DIR* = 第三方董事-共同學科，若董事與薪酬委員和高階經理人曾經就讀相同科系則為 1，否則為 0。
- IND_DIR* = 第三方董事-共同產業，若董事與薪酬委員和高階經理人曾經任職或目前兼任於相同產業則為 1，否則為 0。
- COM_DIR* = 第三方董事-共同公司，若董事與薪酬委員和高階經理人曾經任職或目前兼任於相同公司則為 1，否則為 0。

接著，計算友好薪酬委員的比率(*FRI_CCM* %)，計算方式如公式(1)：

$$FRI_CCM \% = \frac{\text{友好薪酬委員總人數}}{\text{薪酬委員總人數}} \quad (1)$$

再利用公式(1)計算出的比率，定義友好薪酬委員會(*FRI_CC*)：

$$FRI_CC = \text{友好薪酬委員會，若薪酬委員與高階經理人友好的比率} \\ (\text{FRI_CCM \%}) \text{大於 } 50\% \text{ 則為 } 1, \text{ 否則為 } 0。$$

⁵例如：A 高階經理人就讀東海大學，企管學系，任職於甲公司；B 薪酬委員就讀東海大學，會計學系，任職於乙公司；C 董事就讀東海大學，會計學系，任職於丙公司。表明 A 高階經理人、B 薪酬委員以及 C 董事皆就讀相同學校，而 B 薪酬委員及 C 董事有共同科系，故本研究將 C 董事定義為第三方董事仲介，A 高階經理人與 B 薪酬委員具有友好關係。

2. 高階經理人超額薪酬(*EX_COM*)

此應變數為測試 H2。本研究參考 Core, Holthausen, and Larcker (1999)的迴歸模式，首先，估計高階經理人總薪酬，接著，利用高階經理人總薪酬的殘差計算出高階經理人超額薪酬，作為衡量薪酬委員會監督無效的情況。

3. 公司績效(*ROA*)

此應變數為測試 H3。本研究利用資產報酬率作為公司績效，衡量薪酬委員會的諮詢效果，計算方式如公式(2)：

$$ROA_{i,t} = \frac{ATEBI_{i,t}}{ATA_{i,t}} \quad (2)$$

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

二、自變數

1. 控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)

在年初控制股東持有公司的投票權扣除現金流量權，本研究參考 La Porta et al. (1999)計算出最終控制者的直接控制權和間接控制權，確認最終控制者，投票權及現金流量權的計算公式為直接盈餘分配權+ Σ （各控制鏈之持股率乘積）。

2. 友好薪酬委員會(*FRI_CC*)

為虛擬變數，若薪酬委員與高階經理人友好的比率(*FRIEND_CCM* %)大於 50%則為 1，否則為 0。

三、控制變數

1. 董事長與總經理雙重性(DUAL)

為虛擬變數，若董事長兼任總經理則為 1，否則為 0。依照 Chou et al. (2016) 之作法，董事長與總經理雙重性會影響獨立董事的選任，故本研究將董事長與總經理雙重性作為控制變數。

2. 董事會規模(BSIZE)

在董事會中董事與監事的總數目。依照 Chou et al. (2016) 之作法，董事會規模會影響獨立董事的選任，故本研究將董事會規模作為控制變數。

3. 董事會規模的平方數(BSIZE²)

在董事會中董事與監事的總數目平方數。依照 Chou et al. (2016) 之作法，董事會規模的平方數會影響獨立董事的選任，故本研究將董事會規模的平方數作為控制變數。

4. Tobin's Q(Q)

本研究利用 Tobin's Q 作為衡量市場績效的指標，計算方式如公式(3)。依照 Chou et al. (2016) 之作法，Tobin's Q 會影響獨立董事的選任，故本研究將 Tobin's Q 作為控制變數。

$$Q_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + LIA_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad (3)$$

其中， i 為公司別； t 為年度別； MVE 為期末普通股流通在外股數乘上期末普通股市價； LIA 為總負債帳面價值； TA 為總資產帳面價值。

5. 資產報酬率(ROA)

稅前息前折舊前淨利除以平均資產總額。依照 Chou et al. (2016) 之作法，

公司資產報酬率會影響獨立董事的選任，此外，當公司資產報酬率愈高時，表明公司績效愈好，可以推論績效愈好的公司，可能是因為選任友好薪酬委員會，友好關係可以提高薪酬委員會的諮詢效果，故本研究將資產報酬率作為控制變數，並預期資產報酬率與友好薪酬委員會呈現正相關。

6. 負債比率(*LEV*)

總負債帳面價值除以總資產帳面價值。依照 Chou et al. (2016)之作法，負債比率會影響獨立董事的選任，故本研究將負債比率作為控制變數。

7. 研究發展費用(*RD*)

研究發展費用取自然對數。依照 Chou et al. (2016)之作法，研究發展費用會影響獨立董事的選任，然而，研究發展費用愈高的公司，愈需要薪酬委員會的諮詢效果，故本研究將研究發展費用作為控制變數。

8. 公司規模(*SIZE*)

公司員工人數(千)。依照 Chou et al. (2016)之作法，公司規模會影響獨立董事的選任，故本研究將公司規模作為控制變數。

9. 機構投資人比率(*INS*)

年底國內外機構持股比率的總和。依照 Chou et al. (2016)之作法，機構投資人比率會影響獨立董事的選任，故本研究將機構投資人比率作為控制變數。

10. 高階經理人任期(*TENURE*)

高階經理人的年資。Hermalin and Weisbach (1998)研究指出高階經理人的年資愈長，對董事會的影響力愈大，因此，高階經理人的年資可能會影響友好薪酬委員會的選任，故本研究將高階經理人任期作為控制變數。

11. 外部董事比率(*INDIR*)

獨立董事人數除以董事會總人數。依照 Srinivasan (2005)之作法，外部董事比率會影響董事的更換，而外部董事較需要了解公司的資訊，也就需要與高階經理人友好，故本研究將外部董事比率作為控制變數，並預期外部董事比率與友好薪酬委員會呈現正相關。

12. 董事持股比率(*DHOLD*)

董事(自有+信託)持股佔公司總發行股份的比率。依 Hwang and Kim (2009)之作法，董事持股比率可能會影響友好薪酬委員會的選任，故本研究將董事持股比率作為控制變數。

13. 忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)

為虛擬變數，首先，計算擁三個以上(包含三個)兼職數的薪酬委員佔薪酬委員總人數的比率，接著，忙碌薪酬委員比率大於總樣本中位數則為 1，否則為 0。依照吳幸蓁等人(2014)探討薪酬委員會的品質特性，其中，忙碌薪酬委員會為品質特性之一，而忙碌薪酬委員會可能會影響薪酬委員會的監督及諮詢效果，故本研究將忙碌薪酬委員會作為控制變數。

14. 薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)

在設立薪酬委員會前，薪酬委員即在公司擔任獨立董事的人數除以薪酬委員總人數的比率。依照吳幸蓁等人(2014)探討薪酬委員會的品質特性，其中，薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事比率為品質特性之一，而薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事比率可能影響薪酬委員會的監督及諮詢效果，故本研究將薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事比率作為控制變數。

15. 薪酬委員為他公司高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)

具有他公司副總級以上⁶身分的薪酬委員人數除以薪酬委員總人數。依照吳幸蓁等人(2014)探討薪酬委員會的品質特性，其中，薪酬委員為他公司高階經理人比率為品質特性之一，而薪酬委員為他公司高階經理人比率可能影響薪酬委員會的監督及諮詢效果，故本研究將薪酬委員為他公司高階經理人比率作為控制變數。

16. 薪酬委員會規模(CC_SIZE)

薪酬委員會總人數取自然對數。依照吳幸蓁等人(2014)探討薪酬委員會的品質特性，其中，薪酬委員會規模為品質特性之一，而薪酬委員會規模可能影響薪酬委員會的監督及諮詢效果，故本研究將薪酬委員會規模作為控制變數。



⁶副總級以上包括：副總、執行副總、總經理、執行長、副董以及董事長。

第三節、實證模型

本研究採用邏輯斯迴歸(Logistic Regression)測試 H1，而 H1 為檢測當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈高時，是否會選任友好薪酬委員會。實證模型如式(4)所示，本研究預期 $\alpha_1 > 0$ ，當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈高時，會選任友好薪酬委員會。

$$\begin{aligned} \Pr(FRI_CC_{i,t}) = & F(\alpha_0 + \alpha_1 EXCESS_{i,t-1} + \alpha_2 DUAL_{i,t-1} + \alpha_3 BSIZE_{i,t-1} + \\ & \alpha_4 BSIZE^2_{i,t-1} + \alpha_5 Q_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 LEV_{i,t-1} + \\ & \alpha_8 RD_{i,t-1} + \alpha_9 SIZE_{i,t-1} + \alpha_{10} INS_{i,t-1} + \alpha_{11} TENURE_{i,t-1} + \\ & \alpha_{12} INDIR_{i,t-1} + \alpha_{13} DHOLD_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}) \end{aligned} \quad (4)$$

其中，

$FRI_CC_{i,t}$	=	公司 i 在 t 年友好薪酬委員會則為 1，否則為 0
$EXCESS_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年控制股東投票權及現金流量權之偏離程度
$DUAL_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年董事長兼任總經理則為 1，否則為 0
$BSIZE_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年董事會中董事與監事的總數目
$BSIZE^2_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年董事會中董事與監事的總數目平方數
$Q_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年公司總市值加上總負債帳面價值除以總資產帳面價值
$ROA_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年稅前息前折舊前淨利除以平均資產總額
$LEV_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年總負債帳面價值除以總資產帳面價值
$RD_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年研究發展費用取自然對數
$SIZE_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年公司員工人數
$INS_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年國內外機構持股比率的總和
$TENURE_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年高階經理人任期
$INDIR_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年獨立董事人數除以董事會總人數
$DHOLD_{i,t-1}$	=	公司 i 在 $t-1$ 年董事持股佔公司總發行股份的比率
$\varepsilon_{i,t-1}$	=	殘差
i	=	第 i 家樣本公司
t	=	第 t 年度

本研究採用最小平方法迴歸(Ordinary Least Squares)測試 H2，而 H2 為檢測友好薪酬委員會是否會影響薪酬委員會的監督效果。實證模型如式(5)所示，

本研究預期 $\eta_1 > 0$ ，表示選任友好薪酬委員會的公司，其高階經理人超額薪酬會愈高，具體而言，友好關係會導致薪酬委員會監督無效。

$$\begin{aligned}
 EX_COMP_{i,t+1} = & \beta_0 + \eta_1 FRI_CC_{i,t} + \beta_1 EXCESS_{i,t} + \beta_2 DUAL_{i,t} + \beta_3 BSIZE_{i,t} + \\
 & \beta_4 BSIZE^2_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 RD_{i,t} + \\
 & \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} INS_{i,t} + \beta_{11} TENURE_{i,t} + \beta_{12} INDIR_{i,t} + \\
 & \beta_{13} DHOLD_{i,t} + \beta_{14} CC_BUSY_{i,t} + \beta_{15} CC_BEFOREID_{i,t} + \\
 & \beta_{16} CC_OTHMAN_{i,t} + \beta_{17} CC_SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{5}$$

其中，

$$\begin{aligned}
 EX_COMP_{i,t+1} & = \text{公司 } i \text{ 在 } t+1 \text{ 年高階經理人超額薪酬} \\
 CC_BUSY_{i,t} & = \text{公司 } i \text{ 在 } t \text{ 年忙碌薪酬委員會則為 } 1, \text{ 否則為 } 0 \\
 CC_BEFOREID_{i,t} & = \text{公司 } i \text{ 在 } t \text{ 年薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率} \\
 CC_OTHMAN_{i,t} & = \text{公司 } i \text{ 在 } t \text{ 年薪酬委員為他公司高階經理人的比率} \\
 CC_SIZE_{i,t} & = \text{公司 } i \text{ 在 } t \text{ 年薪酬委員總人數取自然對數}
 \end{aligned}$$

本研究採用最小平方迴歸(Ordinary Least Squares)測試 H3，而 H3 為檢測友好薪酬委員會是否可以提高公司績效。實證模型如式(6)所示，本研究預期 $\eta_1 > 0$ ，表示選任友好薪酬委員會可以提高公司績效。

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t+1} = & \lambda_0 + \eta_1 FRI_CC_{i,t} + \lambda_1 EXCESS_{i,t} + \lambda_2 DUAL_{i,t} + \lambda_3 BSIZE_{i,t} + \\
 & \lambda_4 BSIZE^2_{i,t} + \lambda_5 Q_{i,t} + \lambda_6 LEV_{i,t} + \lambda_7 RD_{i,t} + \lambda_8 SIZE_{i,t} + \lambda_9 INS_{i,t} + \\
 & \lambda_{10} TENURE_{i,t} + \lambda_{11} INDIR_{i,t} + \lambda_{12} DHOLD_{i,t} + \lambda_{13} CC_BUSY_{i,t} + \\
 & \lambda_{14} CC_BEFOREID_{i,t} + \lambda_{15} CC_OTHMAN_{i,t} + \lambda_{16} CC_SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{6}$$

其中，

$$ROA_{i,t+1} = \text{公司 } i \text{ 在 } t+1 \text{ 年稅前息前折舊前淨利除以平均資產總額}$$

第肆章、實證結果與分析

第一節、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之分析

一、敘述統計量

表 2 的 Panel A 顯示控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之敘述統計量，從該表可以得知，友好薪酬委員會變數(*FRI_CC*)的平均值為 0.585，表示在本研究的總樣本中有近六成的公司，其絕大多數的薪酬委員與高階經理人存在友好關係，控制股東投票權及現金流量權之偏離程度的變數(*ECXESS*)的平均數約為 6%，第一四分位數為 0.4%，第三四分位數為 6.5%，存在右偏的情況，與過去文獻一致(Chou et al. 2016)。

在公司治理特性方面，董事長兼任總經理變數(*DUAL*)的平均數為 28.1%，表示有近三成的公司具有雙元性，樣本公司的董事會人數(*Bsize*)平均為 9 人，公司規模變數(*SIZE*)的平均值為 3.431，表示樣本公司平均有 3,431 位員工，機構投資人比率變數(*INS*)的平均數約為 3%，樣本公司的高階經理人任期(*TENURE*)平均為 9 年，外部董事比率變數(*INDIR*)的平均數為 18.6%，表示董事會中有近兩成的董事為獨立董事，董事持股比率變數(*DHOLD*)的平均數為 21%，表示樣本公司總發行股份約有兩成為董事持有。

在公司財務績效方面，Tobin's Q 變數(*Q*)的平均值為 1.106，中位數為 0.969，資產報酬率變數(*ROA*)的平均值為 0.09，中位數為 0.088，表示樣本公司的資產報酬率及 Tobin's Q 分布較對稱，負債比率變數(*LEV*)的平均數約為 43%，表示樣本公司的自有資金約有六成，研究發展費用變數(*RD*)的平均值為 0.991。

二、Pearson 相關性

表 2 的 Panel B 顯示控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之相關係數，從該表可以得知，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與控制股東投

票權及現金流量權之偏離程度(*ECXESS*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.102, $p < 0.01$), 初步支持本研究 H1 之推論, 控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大, 愈會選任友好薪酬委員會。友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.110, $p < 0.01$), 初步支持本研究 H3 之推論, 選任友好薪酬委員會的公司, 其公司績效會愈好。此外, 友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與研究發展費用(*RD*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.234, $p < 0.01$), 表明研究發展費用愈高的公司, 愈會選任友好薪酬委員會。

三、實證結果

表 2 的 Panel C 為控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之實證結果, 從該表可以得知, 控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*ECXESS*)與友好薪酬委員會(*FRI_CC*)呈現顯著正相關(相關係數為 3.172, $p = 0.000$), 表明控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大, 愈會選任友好薪酬委員會, 支持本研究 H1 之推論。此外, 董事長兼任總經理(*DUAL*)、Tobin's *Q*(*Q*)、高階經理人任期(*TENURE*)及董事持股比率(*DHOLD*)皆與友好薪酬委員會(*FRI_CC*)呈現顯著負相關(相關係數分別為 -0.270、-0.211、-0.034 及 -1.106), 而董事會規模(*BFSIZE*)與友好薪酬委員會(*FRI_CC*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.489, $p = 0.000$), 表明董事會規模愈大的公司, 愈會選任友好薪酬委員會。

表 2 控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之分析

Panel A：控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之敘述統計量

樣本(N=2,560)					
變數	平均數	標準差	25%	中位數	75%
<i>FRI_CC</i>	0.585	0.493	0.000	1.000	1.000
<i>ECXESS</i>	0.062	0.101	0.004	0.021	0.065
<i>DUAL</i>	0.281	0.450	0.000	0.000	1.000
<i>BSIZE</i>	9.428	2.138	8.000	9.000	10.000
<i>BSIZE</i> ²	93.460	50.434	64.000	81.000	100.000
<i>Q</i>	1.106	0.537	0.819	0.969	1.246
<i>ROA</i>	0.090	0.089	0.044	0.088	0.139
<i>LEV</i>	0.429	0.173	0.300	0.427	0.551
<i>RD</i>	0.991	0.904	0.091	0.869	1.599
<i>SIZE</i>	3.431	23.248	0.227	0.61	1.734
<i>INS</i>	0.027	0.054	0.000	0.002	0.031
<i>TENURE</i>	9.159	6.228	5.056	8.080	12.000
<i>INDIR</i>	0.186	0.175	0.000	0.222	0.333
<i>DHOLD</i>	0.212	0.141	0.110	0.171	0.277

Panel B：控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之相關係數

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.
1. <i>FRI_CC</i>	1.000													
2. <i>EXCESS</i>	0.102	1.000												
3. <i>DUAL</i>	-0.065	-0.164	1.000											

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.
4. <i>BSIZE</i>	0.123	0.085	-0.114	1.000										
5. <i>BSIZE</i> ²	0.082	0.074	-0.102	0.971	1.000									
6. <i>Q</i>	0.015	0.025	-0.001	0.004	0.004	1.000								
7. <i>ROA</i>	0.110	0.002	-0.083	0.077	0.068	0.093	1.000							
8. <i>LEV</i>	-0.071	0.032	-0.044	0.000	-0.003	-0.030	-0.161	1.000						
9. <i>RD</i>	0.234	-0.015	0.067	-0.057	-0.074	0.121	-0.051	-0.352	1.000					
10. <i>SIZE</i>	0.036	-0.011	0.016	0.039	0.036	0.001	0.052	0.091	-0.016	1.000				
11. <i>INS</i>	0.046	0.007	-0.063	0.170	0.158	0.038	0.128	-0.026	-0.032	0.101	1.000			
12. <i>TENURE</i>	-0.214	-0.074	0.043	0.014	0.029	-0.068	0.073	0.008	-0.209	0.004	-0.027	1.000		
13. <i>INDIP</i>	0.489	0.000	0.021	-0.029	-0.060	0.066	0.067	-0.070	0.300	-0.003	0.012	-0.212	1.000	
14. <i>DHOLD</i>	0.015	0.393	-0.083	0.096	0.086	-0.018	0.048	-0.018	-0.105	-0.041	0.002	-0.053	0.041	1.000

Panel C：控制股東投票權及現金流量權之偏離程度與友好薪酬委員會之實證結果

FRI_CC

	Coefficient	p-value
<i>EXCESS</i>	3.172***	(0.000)
<i>DUAL</i>	-0.270*	(0.064)
<i>BSIZE</i>	0.489***	(0.000)
<i>BSIZE</i> ²	-0.014**	(0.015)
<i>Q</i>	-0.211*	(0.062)
<i>ROA</i>	2.636***	(0.000)
<i>LEV</i>	-0.236	(0.590)
<i>RD</i>	0.089	(0.370)

	<i>FRI_CC</i>	
	Coefficient	p-value
<i>SIZE</i>	0.006	(0.329)
<i>INS</i>	0.556	(0.725)
<i>TENURE</i>	-0.034***	(0.007)
<i>INDIR</i>	5.775***	(0.000)
<i>DHOLD</i>	-1.106*	(0.056)
Constant	-4.228***	(0.000)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.2696	
N	2560	

註 1：Panel B *p-values* 小於 0.05 者以**粗黑體**表示。

註 2：Panel C *為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 3：以上變數分別為友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q(Q)*、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)。

註 4：Panel C 括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 *p-value*(Petersen 2009)。

第二節、友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之分析

一、敘述統計量

表 3 的 Panel A 顯示友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之敘述統計量，從該表可以得知，高階經理人超額薪酬變數(*EX_COMP*)的平均值為 0.000，標準差為 0.476，第一四分位數為-0.300，第三四分位數為 0.296，忙碌薪酬委員會變數(*CC_BUSY*)的平均值為 0.767，薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事比率變數(*CC_BEFOREID*)的平均數為 26.7%，表示有近三成的薪酬委員在設立薪酬委員會前就已經為公司的獨立董事，薪酬委員為他公司的高階經理人比率變數(*CC_OTHMAN*)的平均數為 36.4%，表示有近四成的薪酬委員擔任其他公司副總級以上的職位，薪酬委員會規模變數(*CC_SIZE*)的平均值為 1.103。

二、Pearson 相關性

表 3 的 Panel B 顯示友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之相關係數，從該表可以得知，高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)與友好薪酬委員會(*FRI_CC*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.046， $p < 0.05$ ），初步支持本研究 H2 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其薪酬委員會的監督效果會較差。高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)與薪酬委員為他公司的高階經理人比率(*CC_OTHMAN*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.072， $p < 0.01$ ），表明薪酬委員為他公司的高階經理人比率愈高，愈會有高階經理人超額薪酬。

三、依照 Core et al. (1999)估計高階經理人超額薪酬迴歸模式之實證結果

表 3 的 Panel C 為根據 Core et al. (1999)估計高階經理人超額薪酬迴歸模式之實證結果，此迴歸結果與 Core et al. (1999)估計超額薪酬的實證結果一致。營業收入淨額取自然對數(*SALE*)、股價淨值比(*PB*)、資產報酬率(*ROA*)、資產報酬率的標準差(*SD_ROA*)、股票報酬率(*RETURN*)及忙碌外部董事比率(*BUSY*)皆與高階經理人的總薪酬(*COMP*)呈現顯著正相關。董事持股比率(*DHOLD*)與高階經理人的總薪酬(*COMP*)呈現顯著負相關。最後利用估計高階經理人總薪酬(*COMP*)的殘差，計算出高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)。

四、實證結果

表 3 的 Panel D 為友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之實證結果，從該表可以得知，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.087, $p=0.007$)，表明選任友好薪酬委員會的公司，其高階經理人超額薪酬會愈高，支持本研究 H2 之推論，高階經理人與絕大多數的薪酬委員具有友好關係時，薪酬委員會的監督效果會較差，與過去文獻發現一致，友好關係會影響董事會及審計委員會的監督能力(Hwang and Kim 2009; Balsam et al. 2017; Bruynseels and Cardinaels 2013)。

此外，研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)及薪酬委員為他公司的高階經理人(*CC_OTHMAN*)皆與高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)呈現顯著正相關(相關係數分別為 0.062、0.001 及 0.123)，表明研究發展費用愈高及公司規模愈大的公司，其高階經理人超額薪酬會愈高，且薪酬委員為他公司的高階經理人比率愈高的公司，其高階經理人超額薪酬也會愈高，與過去文獻發現一致，兼任他公司董事職務的執行長，則其在所兼職公司較容易有超額薪酬(Faleye 2011)。



表 3 友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之分析

Panel A：友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之敘述統計量

變數	樣本(N=2,098)				
	平均數	標準差	25%	中位數	75%
<i>EX_COMP</i>	0.000	0.476	-0.300	-0.033	0.296
<i>FRI_CC</i>	0.585	0.493	0.000	1.000	1.000
<i>CC_BUSY</i>	0.767	0.423	1.000	1.000	1.000
<i>CC_BEFOREID</i>	0.267	0.325	0.000	0.000	0.667
<i>CC_OTHMAN</i>	0.364	0.308	0.000	0.333	0.667
<i>CC_SIZE</i>	1.103	0.040	1.099	1.099	1.099

Panel B：友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之相關係數

	1.	2.	3.	4.	5.	6.
1. <i>EX_COMP</i>	1.000					
2. <i>FRI_CC</i>	0.046	1.000				
3. <i>CC_BUSY</i>	-0.009	0.310	1.000			
4. <i>CC_BEFOREID</i>	-0.021	0.489	0.224	1.000		
5. <i>CC_OTHMAN</i>	0.072	0.099	0.196	0.047	1.000	
6. <i>CC_SIZE</i>	-0.017	0.059	-0.001	0.061	0.003	1.000

Panel C：依照Core et al. (1999)估計高階經理人超額薪酬迴歸模式之實證結果

	<i>COMP</i>	
	Coefficient	p-value
<i>SALE</i>	0.222***	(0.000)
<i>PB</i>	3.201*	(0.088)

<i>COMP</i>		
	Coefficient	p-value
<i>ROA</i>	1.108***	(0.000)
<i>SD_ROA</i>	-0.463**	(0.034)
<i>RETURN</i>	0.047*	(0.060)
<i>SD_RETURN</i>	-0.000	(0.142)
<i>DUAL</i>	-0.025	(0.229)
<i>BSIZE</i>	-0.002	(0.604)
<i>INSIDE</i>	0.159*	(0.055)
<i>MHOLD</i>	1.191***	(0.001)
<i>DHOLD</i>	-0.240***	(0.001)
<i>BHOLD</i>	0.157	(0.426)
<i>BUSY</i>	0.215**	(0.028)
Constant	4.775***	(0.000)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.442	
N	3,281	

Panel D：友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之實證結果

<i>EX_COMP</i>		
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.087***	(0.007)
<i>EXCESS</i>	0.047	(0.811)

	<i>EX_COMP</i>	
	Coefficient	p-value
<i>DUAL</i>	-0.018	(0.572)
<i>BSIZE</i>	-0.057	(0.242)
<i>BSIZE</i> ²	0.003	(0.288)
<i>Q</i>	0.026	(0.152)
<i>ROA</i>	-0.139	(0.513)
<i>LEV</i>	-0.270***	(0.008)
<i>RD</i>	0.062***	(0.003)
<i>SIZE</i>	0.001***	(0.004)
<i>INS</i>	0.278	(0.315)
<i>TENURE</i>	0.010***	(0.001)
<i>INDIR</i>	-0.037	(0.802)
<i>DHOLD</i>	0.175	(0.206)
<i>CC_BUSY</i>	-0.010	(0.803)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.078	(0.300)
<i>CC_OTHMAN</i>	0.123**	(0.012)
<i>CC_SIZE</i>	-0.287	(0.270)
Constant	0.381	(0.379)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.037	
N	2,098	

註 1：Panel B *p-values* 小於 0.05 者以粗黑體表示。

註 2：Panel C 與 Panel D *為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 3：Panel C 的變數分別為高階經理人的總薪酬(*COMP*)、營業收入淨額取自然對數(*SALE*)、前五年平均的股價淨值比(*PB*)、稅前息前折舊前淨利除以平均資產總額(*ROA*)、前五年 *ROA* 的標準差(*SD_ROA*)、股票報酬率(*RETURN*)、前五年 *RETURN* 的標準差(*SD_RETURN*)、董事長兼任總經理(*DUAL*)、董事與監事總人數(*BSIZE*)、內部董事比率(*INSIDE*)、經理人持股比率(*MHOLD*)、董事持股比率(*DHOLD*)、外部大股東持有至少 5%流通在外股數的比率(*BHOLD*)、擔任 3 個以上(包含 3 個)他公司外部董事的比率(*BUSY*)。

註 4：Panel D 的變數分別為高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q*(*Q*)、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 5：Panel D 括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。



第三節、友好薪酬委員會與公司績效之分析

一、Pearson 相關性

表 4 的 Panel A 顯示友好薪酬委員會與公司績效之相關係數，從該表可以得知，資產報酬率(*ROA*)與友好薪酬委員會(*FRI_CC*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.059， $p < 0.01$ ），初步支持本研究 H3 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其公司績效會較好。

二、實證結果

表 4 的 Panel B 為友好薪酬委員會與公司績效之實證結果，從該表可以得知，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.011， $p = 0.048$ ），表明選任友好薪酬委員會的公司，其公司績效會較好，支持本研究 H3 之推論，高階經理人與絕大多數的薪酬委員具有友好關係時，公司績效會較好，與過去文獻發現一致(Adams and Ferreira 2007; Duchin et al. 2010; Faleye and Hoitash 2011)。控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*ECXESS*)與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著負相關（相關係數為 -0.043， $p = 0.088$ ），表明控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司，公司績效會愈不好，與過去文獻發現也一致(Yeh and Woidtke 2005; Claessens et al. 2002)，當控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大時，公司價值會愈低，支持負侵占效果，然而，控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司，則可以透過選任友好薪酬委員會來提高公司績效。

此外，董事長兼任總經理變數(*DUAL*)、負債比率(*LEV*)及研究發展費用(*RD*)皆與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著負相關（相關係數分別為 -0.011、-0.059 及 -0.017），公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)及董事持股比率(*DHOLD*)則與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著正相關（相關係數分別為 0.003、0.134、0.003 及 0.059）。

表 4 友好薪酬委員會與公司績效之分析

Panel A：友好薪酬委員會與公司績效之相關係數		
	1.	2.
1. <i>ROA</i>	1.000	
2. <i>FRI_CC</i>	0.059	1.000

Panel B：友好薪酬委員會與公司績效之實證結果		
	<i>ROA</i>	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.011**	(0.048)
<i>EXCESS</i>	-0.043*	(0.088)
<i>DUAL</i>	-0.011**	(0.027)
<i>BSIZE</i>	0.012	(0.224)
<i>BSIZE</i> ²	-0.001	(0.147)
<i>LEV</i>	-0.059***	(0.000)
<i>Q</i>	0.007	(0.463)
<i>RD</i>	-0.017***	(0.000)
<i>SIZE</i>	0.003***	(0.000)
<i>INS</i>	0.134***	(0.003)
<i>TENURE</i>	0.003***	(0.000)
<i>INDIR</i>	0.027	(0.216)
<i>DHOLD</i>	0.059***	(0.005)
<i>CC_BUSY</i>	0.004	(0.561)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.006	(0.572)

ROA

	Coefficient	p-value
<i>CC_OTHMAN</i>	-0.002	(0.825)
<i>CC_SIZE</i>	0.050	(0.178)
Constant	-0.094	(0.175)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.113	
N	2,558	

註 1：Panel A *p-values* 小於 0.05 者以**粗黑體**表示。

註 2：Panel B *為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 3：以上變數分別為資產報酬率(*ROA*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's Q(*Q*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 4：Panel B 括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 *p-value*(Petersen 2009)。

第四節、穩健性測試

為了加強研究結果的穩健性，本研究利用以下六點重新檢測：第一，利用控制股東持有公司的投票權除以現金流量權作為衡量控制股東投票權及現金流量權偏離程度比(*SEP*)重新檢測 H1、H2 及 H3。第二，利用高階經理人固定薪加年度紅利的超額薪酬(*EX_CASH*)以及高階經理人固定薪的超額薪酬(*EX_SALARR*)作為衡量薪酬委員會的監督效果重新檢測 H2。第三，採用二元變數定義高階經理人超額薪酬(*EX_COMPD*)重新檢測 H2。第四，利用薪酬委員會的出席狀況作為薪酬委員會的特性重新檢測 H2 及 H3。第五，利用股東權益報酬率(*ROE*)作為衡量薪酬委員會的諮詢效果重新檢測 H3。第六，利用產業平均數之薪酬委員會友好比率(*FRI_CC_RATIO*)作為工具變數再次檢測 H3。

一、控制股東投票權及現金流量權偏離程度比

本研究除了參考 Chou et al. (2016)將控制股東持有公司的投票權扣除現金流量權作為衡量控制股東投票權及現金流量權偏離程度之外，也將控制股東持有公司的投票權除以現金流量權(La Porta et al.1999; Claessens et al. 2002)作為控制股東投票權及現金流量權偏離程度比重新檢測 H1、H2 及 H3。

從表 5 可以得知，控制股東投票權及現金流量權偏離程度比(*SEP*)的平均值為 1.748，標準差為 2.025，此外，控制股東投票權及現金流量權偏離程度比(*SEP*)與友好薪酬委員會(*FRI_CC*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.183， $p=0.002$ ），支持 H1，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.083， $p=0.010$ ），支持 H2，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著正相關（相關係數為 0.010， $p=0.069$ ），支持 H3，表明不論是利用投票權扣除現金流量權或是投票權除以現金流量權作為衡量控制股東投票權及現金流量權偏離程度，皆支持 H1、H2 及 H3。

表 5 控制股東投票權及現金流量權偏離程度比

Panel A：控制股東投票權及現金流量權偏離程度比之敘述統計量					
樣本(N=2,550)					
變數	平均數	標準差	25%	中位數	75%
<i>FRI_CC</i>	0.584	0.493	0.000	1.000	1.000
<i>SEP</i>	1.748	2.025	1.016	1.118	1.465

Panel B：控制股東投票權及現金流量權偏離程度比與友好薪酬委員會之實證結果		
	<i>FRI_CC</i>	
	Coefficient	p-value
<i>SEP</i>	0.183***	(0.002)
<i>DUAL</i>	-0.271*	(0.060)
<i>BSIZE</i>	0.461***	(0.001)
<i>BSIZE</i> ²	-0.013**	(0.019)
<i>Q</i>	-0.203*	(0.071)
<i>ROA</i>	2.620***	(0.000)
<i>LEV</i>	-0.181	(0.684)
<i>RD</i>	0.078	(0.433)
<i>SIZE</i>	0.005	(0.324)
<i>INS</i>	0.177	(0.913)
<i>TENURE</i>	-0.035***	(0.005)
<i>INDIR</i>	5.682***	(0.000)
<i>DHOLD</i>	-0.442	(0.429)
Constant	-4.234***	(0.000)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.2675	
N	2550	

Panel C：友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之實證結果		
	<i>EX_COMP</i>	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.083***	(0.010)
<i>SEP</i>	-0.004	(0.522)
<i>DUAL</i>	-0.021	(0.520)
<i>BSIZE</i>	-0.053	(0.284)
<i>BSIZE</i> ²	0.002	(0.315)
<i>Q</i>	0.025	(0.163)

	<i>EX_COMP</i>	
	Coefficient	p-value
<i>ROA</i>	-0.140	(0.515)
<i>LEV</i>	-0.254**	(0.013)
<i>RD</i>	0.063***	(0.003)
<i>SIZE</i>	0.001***	(0.004)
<i>INS</i>	0.241	(0.385)
<i>TENURE</i>	0.010***	(0.001)
<i>INDIR</i>	-0.046	(0.760)
<i>DHOLD</i>	0.165	(0.192)
<i>CC_BUSY</i>	-0.010	(0.789)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.064	(0.410)
<i>CC_OTHMAN</i>	0.127***	(0.010)
<i>CC_SIZE</i>	-0.254	(0.354)
Constant	0.323	(0.466)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.034	
N	2086	

Panel D: 友好薪酬委員會與公司績效之實證結果

	<i>ROA</i>	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.010*	(0.069)
<i>SEP</i>	-0.002	(0.101)
<i>DUAL</i>	-0.011**	(0.028)
<i>BSIZE</i>	0.013	(0.217)
<i>BSIZE²</i>	-0.001	(0.151)
<i>LEV</i>	-0.063***	(0.000)
<i>Q</i>	0.007	(0.481)
<i>RD</i>	-0.017***	(0.000)
<i>SIZE</i>	0.003***	(0.000)
<i>INS</i>	0.129***	(0.004)
<i>TENURE</i>	0.003***	(0.000)
<i>INDIR</i>	0.029	(0.175)
<i>DHOLD</i>	0.055***	(0.006)
<i>CC_BUSY</i>	0.003	(0.586)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.004	(0.680)

	ROA	
	Coefficient	p-value
<i>CC_OTHMAN</i>	-0.001	(0.894)
<i>CC_SIZE</i>	0.065	(0.116)
Constant	-0.111	(0.128)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.113	
N	2549	

註 1：Panel B、Panel C 與 Panel D *為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 2：Panel B 的變數分別為友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權偏離程度比(*SEP*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's Q(*Q*)、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)。

註 3：Panel C 的變數分別為高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權偏離程度比(*SEP*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's Q(*Q*)、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 4：Panel D 的變數分別為資產報酬率(*ROA*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權偏離程度比(*SEP*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's Q(*Q*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 5：Panel B、Panel C 與 Panel D 括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。

二、高階經理人固定薪加年度紅利以及固定薪的超額薪酬

本研究除了以高階經理人總薪酬衡量超額薪酬以外，也以高階經理人固定薪加年度紅利以及固定薪的薪酬衡量超額薪酬，作為衡量薪酬委員會的監督效果。表 6 的 Panel A 為依照 Core et al. (1999) 估計超額薪酬迴歸模式之實證結果，此迴歸結果與表 3 的 Panel C 的實證結果一致。

表 6 的 Panel B 為友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之實證結果。友好薪酬委員會 (*FRI_CC*) 與高階經理人固定薪加年度紅利的超額薪酬 (*EX_CASH*) 及高階經理人固定薪的超額薪酬 (*EX_SALARR*) 皆呈現顯著正相關 (相關係數分別為 0.221 及 0.114)，此迴歸結果皆與表 3 的 Panel D 的實證結果一致，支持本研究 H2 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其高階經理超額薪酬會愈高，表明友好關係會導致薪酬委員會較差的監督效果。



表 6 高階經理人的超額薪酬-固定薪加年度紅利及固定薪

Panel A：依照Core et al. (1999)估計超額薪酬迴歸模式之實證結果

	<i>CASH</i>	<i>SALARY</i>
<i>SALE</i>	0.221 ^{***} (0.000)	0.114 ^{***} (0.000)
<i>PB</i>	3.047 [*] (0.086)	1.174 ^{**} (0.050)
<i>ROA</i>	1.107 ^{***} (0.000)	0.269 ^{**} (0.019)
<i>SD_ROA</i>	-0.420 [*] (0.055)	-0.271 (0.100)
<i>RETURN</i>	0.056 ^{**} (0.021)	0.008 (0.735)
<i>SD_RETURN</i>	-0.000 (0.201)	-0.000 (0.491)
<i>DUAL</i>	-0.028 (0.175)	-0.002 (0.925)
<i>BSIZE</i>	-0.003 (0.544)	-0.003 (0.441)
<i>INSIDE</i>	0.110 (0.169)	0.105 (0.129)
<i>MHOLD</i>	1.068 ^{***} (0.004)	0.225 (0.510)
<i>DHOLD</i>	-0.232 ^{***} (0.001)	-0.219 ^{***} (0.001)
<i>BHOLD</i>	0.195 (0.311)	0.099 (0.571)
<i>BUSY</i>	0.233 ^{**} (0.015)	0.214 ^{**} (0.021)
Constant	4.767 ^{***} (0.000)	5.899 ^{***} (0.000)
Industry dummy	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.442	0.233
N	3,263	3,276

Panel B：友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之實證結果

	<i>EX_CASH</i>	<i>EX_SALARY</i>
<i>FRI_CC</i>	0.091 ^{***} (0.007)	0.080 ^{***} (0.006)
<i>EXCESS</i>	-0.151 (0.507)	-0.075 (0.664)
<i>DUAL</i>	-0.035 (0.289)	-0.002 (0.938)
<i>BSIZE</i>	-0.094 [*] (0.067)	-0.080 [*] (0.054)
<i>BSIZE</i> ²	0.004 [*] (0.092)	0.004 [*] (0.062)
<i>Q</i>	0.023 (0.522)	-0.018 (0.557)
<i>ROA</i>	0.284 (0.254)	-0.002 (0.991)
<i>LEV</i>	-0.119 (0.276)	0.107 (0.231)
<i>RD</i>	0.068 ^{***} (0.003)	0.054 ^{***} (0.003)
<i>SIZE</i>	-0.000 (0.608)	-0.004 ^{**} (0.038)
<i>INS</i>	0.160 (0.563)	0.452 ^{**} (0.049)
<i>TENURE</i>	0.009 ^{***} (0.004)	0.006 ^{***} (0.009)
<i>INDIR</i>	0.070 (0.672)	0.195 (0.158)
<i>DHOLD</i>	0.152 (0.302)	0.062 (0.620)
<i>CC_BUSY</i>	0.001 (0.988)	-0.019 (0.569)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.098 (0.237)	-0.183 ^{**} (0.012)
<i>CC_OTHMAN</i>	0.118 ^{**}	0.089 ^{**}

	<i>EX_CASH</i>	<i>EX_SALARY</i>
	(0.025)	(0.034)
<i>CC_SIZE</i>	-0.204	-0.207
	(0.477)	(0.328)
Constant	0.444	0.423
	(0.337)	(0.193)
Industry dummy	Yes	Yes
Year dummy	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.028	0.025
N	2,048	2,050

註 1：Panel A 與 Panel B *為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 2：Panel A 的變數分別為高階經理人固定薪加年度紅利的薪酬(*CASH*)、高階經理人固定薪的薪酬(*SALARY*)、營業收入淨額取自然對數(*SALE*)、前五年平均的股價淨值比(*PB*)、稅前息前折舊前淨利除以平均資產總額(*ROA*)、前五年 *ROA* 的標準差(*SD_ROA*)、股票報酬率(*RETURN*)、前五年 *RETURN* 的標準差(*SD_RETURN*)、董事長兼任總經理(*DUAL*)、董事與監事總人數(*BFSIZE*)、內部董事在董事會中的比率(*INSIDE*)、經理人持股比率(*MHOLD*)、董事持股比率(*DHOLD*)、外部大股東持有至少 5%流通在外股數的比率(*BHOLD*)、擔任 3 個以上(包含 3 個)他公司外部董事的比率(*BUSY*)。

註 3：Panel B 的變數分別為高階經理人固定薪加年度紅利的超額薪酬(*EX_CASH*)、高階經理人固定薪的超額薪酬(*EX_SALARR*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BFSIZE*)、董事會規模的平方數(*BFSIZE*²)、Tobin's *Q*(*Q*)、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 4：Panel A 與 Panel B 括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。

三、採用二元變數定義高階經理人超額薪酬

為了研究結果的穩健性，本研究亦將高階經理人超額薪酬的正數值設為 1，負數值設為 0，並採用邏輯斯迴歸(Logistic Regression)重新檢測 H2。從表 7 可以得知，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與高階經理人超額薪酬二元(*EX_COMPD*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.360, $p=0.015$)，支持 H2 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其高階經理超額薪酬會愈高。



表 7 以二元變數定義高階經理人超額薪酬

	<i>EX_COMPD</i>	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.360**	(0.015)
<i>EXCESS</i>	0.301	(0.683)
<i>DUAL</i>	0.030	(0.820)
<i>BSIZE</i>	-0.253	(0.203)
<i>BSIZE</i> ²	0.010	(0.300)
<i>Q</i>	0.027	(0.735)
<i>ROA</i>	-0.637	(0.372)
<i>LEV</i>	-0.784**	(0.041)
<i>RD</i>	0.190**	(0.029)
<i>SIZE</i>	0.007	(0.141)
<i>INS</i>	1.748	(0.172)
<i>TENURE</i>	0.038***	(0.001)
<i>INDIR</i>	0.286	(0.634)
<i>DHOLD</i>	0.565	(0.307)
<i>CC_BUSY</i>	-0.020	(0.902)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.174	(0.577)
<i>CC_OTHMAN</i>	0.450**	(0.033)
<i>CC_SIZE</i>	-1.551	(0.293)
Constant	1.588	(0.438)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.0378	
N	2118	

註 1：*為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 2：以上變數分別高階經理人超額薪酬二元(*EX_COMPD*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q*(*Q*)、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 3：括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。

四、薪酬委員出席狀況

本研究於 H2 及 H3 參考吳幸蓁等人(2014)將薪酬委員會特性作為控制變數，在 2011 年至 2013 年有較多的公司尚未揭露薪酬委員出席狀況，故薪酬委員出席狀況的變數會影響到本研究的總樣本數，本研究將薪酬委員出席狀況作為穩健性測試，重新檢測 H2 及 H3。

表 8 的 Panel A 為友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之分析-薪酬委員出席狀況，加入薪酬委員出席狀況(*CC_ATTEND*)的變數之後，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)仍然呈現顯著正相關(相關係數為 0.103, $p=0.003$)，此迴歸結果與表 3 的 Panel D 的實證結果一致，支持本研究 H2 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其愈會有高階經理超額薪酬。

表 8 的 Panel B 為友好薪酬委員會與公司績效之分析-薪酬委員出席狀況。加入薪酬委員出席狀況(*CC_ATTEND*)的變數之後，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與資產報酬率(*ROA*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.010, $p=0.086$)，此迴歸結果與表 4 的 Panel B 的實證結果一致，支持本研究 H3 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其公司績效會較好。

表 8 薪酬委員出席狀況

Panel A：友好薪酬委員會與高階經理人超額薪酬之實證結果		
	<i>EX_COMP</i>	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.103***	(0.003)
<i>EXCESS</i>	0.094	(0.655)
<i>DUAL</i>	-0.051	(0.158)
<i>BSIZE</i>	-0.020	(0.676)
<i>BSIZE</i> ²	0.001	(0.701)
<i>Q</i>	0.025	(0.167)
<i>ROA</i>	-0.251	(0.292)
<i>LEV</i>	-0.353***	(0.002)
<i>RD</i>	0.052**	(0.017)
<i>SIZE</i>	0.001***	(0.001)
<i>INS</i>	0.288	(0.292)
<i>TENURE</i>	0.012***	(0.000)
<i>INDIR</i>	0.049	(0.743)
<i>DHOLD</i>	0.157	(0.288)
<i>CC_BUSY</i>	-0.008	(0.860)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.144*	(0.062)
<i>CC_OTHMAN</i>	0.101*	(0.056)
<i>CC_SIZE</i>	-0.245	(0.390)
<i>CC_ATTEND</i>	0.025	(0.377)
Constant	0.112	(0.806)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.045	
N	1,557	

Panel B：友好薪酬委員會與公司績效之實證結果		
	<i>ROA</i>	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.010*	(0.086)
<i>EXCESS</i>	-0.040	(0.207)
<i>DUAL</i>	-0.013**	(0.023)
<i>BSIZE</i>	0.004	(0.626)
<i>BSIZE</i> ²	-0.000	(0.417)
<i>LEV</i>	-0.069***	(0.000)

	ROA	
	Coefficient	p-value
<i>Q</i>	0.015*	(0.094)
<i>RD</i>	-0.017***	(0.000)
<i>SIZE</i>	0.003***	(0.000)
<i>INS</i>	0.120***	(0.006)
<i>TENURE</i>	0.003***	(0.000)
<i>INDIR</i>	0.024	(0.333)
<i>DHOLD</i>	0.063***	(0.004)
<i>CC_BUSY</i>	0.003	(0.676)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.010	(0.336)
<i>CC_OTHMAN</i>	-0.007	(0.461)
<i>CC_SIZE</i>	0.037	(0.446)
<i>CC_ATTEND</i>	-0.001	(0.889)
Constant	-0.032	(0.668)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.110	
N	1,825	

註 1：Panel A 與 Panel B *為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 2：Panel A 變數分別為高階經理人超額薪酬(*EX_COMP*)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q*(*Q*)、資產報酬率(*ROA*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)、薪酬委員出席狀況(*CC_ATTEND*)。

註 3：Panel B 變數分別為友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、資產報酬率(*ROA*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q*(*Q*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)、薪酬委員會出席狀況(*CC_ATTEND*)。

註 4：Panel A 與 Panel B 括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。

五、採用不同公司績效指標

本研究 H3 的應變數為資產報酬率(*ROA*)，為了加強研究結果的穩健性，本研究以股東權益報酬率(*ROE*)重新檢測 H3，股東權益報酬率的計算方式為稅前息前折舊前淨利除以股東權益總額。從表 9 可以發現，友好薪酬委員會(*FRI_CC*)與股東權益報酬率(*ROE*)呈現顯著正相關(相關係數為 0.023， $p=0.049$)，此迴歸結果與表 4 的 Panel B 的實證結果一致，支持本研究 H3 之推論，再次驗證選任友好薪酬委員會的公司，其公司績效會較好。



表 9 股東權益報酬率

	ROE	
	Coefficient	p-value
<i>FRI_CC</i>	0.023**	(0.049)
<i>EXCESS</i>	-0.067	(0.189)
<i>DUAL</i>	-0.019	(0.106)
<i>BSIZE</i>	0.048	(0.133)
<i>BSIZE</i> ²	-0.002	(0.112)
<i>LEV</i>	0.107**	(0.017)
<i>Q</i>	-0.032	(0.355)
<i>RD</i>	-0.024**	(0.049)
<i>SIZE</i>	0.007***	(0.000)
<i>INS</i>	0.202**	(0.022)
<i>TENURE</i>	0.006***	(0.000)
<i>INDIR</i>	0.088	(0.108)
<i>DHOLD</i>	0.120*	(0.054)
<i>CC_BUSY</i>	-0.004	(0.819)
<i>CC_BEFOREID</i>	-0.021	(0.353)
<i>CC_OTHMAN</i>	0.008	(0.739)
<i>CC_SIZE</i>	0.108	(0.225)
Constant	-0.392*	(0.063)
Industry dummy	Yes	
Year dummy	Yes	
Adjusted R ²	0.090	
N	2,529	

註 1：*為達 10% 顯著水準，**為達 5% 顯著水準，***為達 1% 顯著水準。

註 2：以上變數分別為股東權益報酬率(ROE)、友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q*(*Q*)、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 3：括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。

六、友好薪酬委員會與公司績效之兩階段實證結果

為了解決友好薪酬委員會與公司績效之間的內生性問題，本研究參考 Balsam et al. (2017) 使用產業平均數之薪酬委員會友好比率 (FRI_CC_RATIO) 作為工具變數 (Instrumental Variables)，而產業平均數之薪酬委員會友好比率會影響選任友好薪酬委員會 (FRI_CC)，而不會影響公司績效 (ROA)。產業平均數之薪酬委員會友好比率 (FRI_CC_RATIO) 的計算方式為各產業友好薪酬委員人數除以各產業薪酬委員總人數。利用此工具變數進行兩階段迴歸模型重新檢測 H3，因此，本研究建立以下兩階段迴歸模型：

首先，第一階段為實證模型如式(7)所示。

$$\begin{aligned} FRI_CC_{i,t} = & \mu_0 + \mu_1 FRI_CC_RATIO_{i,t} + \mu_2 EXCESS_{i,t} + \mu_3 DUAL_{i,t} + \\ & \mu_4 BSIZE_{i,t} + \mu_5 BSIZE^2_{i,t} + \mu_6 LEV_{i,t} + \mu_7 Q_{i,t} + \mu_8 RD_{i,t} + \\ & \mu_9 SIZE_{i,t} + \mu_{10} INS_{i,t} + \mu_{11} TENURE_{i,t} + \mu_{12} INDIR_{i,t} + \\ & \mu_{13} DHOLD_{i,t} + \mu_{14} CC_BUSY_{i,t} + \mu_{15} CC_BEFOREID_{i,t} + \\ & \mu_{16} CC_OTHMAN_{i,t} + \mu_{17} CC_SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

接著，第二階段為實證模型如式(8)所示。

$$\begin{aligned} ROA_{i,t+1} = & \omega_0 + \omega_1 FRI_CC_{i,t} + \omega_2 EXCESS_{i,t} + \omega_3 DUAL_{i,t} + \\ & \omega_4 BSIZE_{i,t} + \omega_5 BSIZE^2_{i,t} + \omega_6 LEV_{i,t} + \omega_7 Q_{i,t} + \omega_8 RD_{i,t} + \\ & \omega_9 SIZE_{i,t} + \omega_{10} INS_{i,t} + \omega_{11} TENURE_{i,t} + \omega_{12} INDIR_{i,t} + \\ & \omega_{13} DHOLD_{i,t} + \omega_{14} CC_BUSY_{i,t} + \omega_{15} CC_BEFOREID_{i,t} + \\ & \omega_{16} CC_OTHMAN_{i,t} + \omega_{17} CC_SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (8)$$

表 10 為友好薪酬委員會與公司績效之兩階段實證結果，從第二階段的實證結果可以發現，友好薪酬委員會 (FRI_CC) 與資產報酬率 (ROA) 呈現顯著正相關 (相關係數為 0.089, $p=0.018$)，此迴歸結果與表 4 的 Panel B 實證結果一致，支持本研究 H3 之推論，選任友好薪酬委員會的公司，其公司績效會較好。

表 10 兩階段實證結果

	第一階段	第二階段
	<i>FRI_CC</i>	<i>ROA</i>
<i>FRI_CC</i>		0.093*** (0.003)
工具變數		
<i>FRI_CC_RATIO</i>	0.446*** (0.000)	
<i>EXCESS</i>	0.375*** (0.000)	-0.070*** (0.003)
<i>DUAL</i>	-0.056*** (0.001)	-0.007 (0.131)
<i>BSIZE</i>	0.078** (0.012)	0.008 (0.323)
<i>BSIZE</i> ²	-0.002 (0.154)	-0.001* (0.099)
<i>LEV</i>	-0.077 (0.136)	-0.058*** (0.000)
<i>Q</i>	-0.011 (0.464)	0.009** (0.012)
<i>RD</i>	0.005 (0.645)	-0.015*** (0.000)
<i>SIZE</i>	0.002 (0.398)	0.003*** (0.000)
<i>INS</i>	0.036 (0.816)	0.135*** (0.000)
<i>TENURE</i>	-0.003** (0.019)	0.003*** (0.000)
<i>INDIR</i>	0.872*** (0.000)	-0.051 (0.132)
<i>DHOLD</i>	-0.142** (0.028)	0.068*** (0.000)
<i>CC_BUSY</i>	0.159*** (0.000)	-0.009 (0.231)
<i>CC_BEFOREID</i>	0.183*** (0.000)	-0.017* (0.074)

	第一階段	第二階段
	<i>FRI_CC</i>	<i>ROA</i>
<i>CC_OTHMAN</i>	0.026 (0.326)	-0.007 (0.239)
<i>CC_SIZE</i>	0.105 (0.532)	0.058 (0.136)
Constant	-0.593** (0.014)	-0.047 (0.407)
Adjusted R ²	0.355	0.085
F-test	83.757	15.016
N	2,558	2,558

註 1：*為達 10%顯著水準，**為達 5%顯著水準，***為達 1%顯著水準。

註 2：以上變數分別為友好薪酬委員會(*FRI_CC*)、資產報酬率(*ROA*)、產業平均數之薪酬委員會友好比率(*FRI_CC_RATIO*)、控制股東投票權及現金流量權之偏離程度(*EXCESS*)、董事長與總經理雙重性(*DUAL*)、董事會規模(*BSIZE*)、董事會規模的平方數(*BSIZE*²)、Tobin's *Q(Q)*、負債比率(*LEV*)、研究發展費用(*RD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人比率(*INS*)、高階經理人任期(*TENURE*)、獨立董事比率(*INDIR*)、董事持股比率(*DHOLD*)、忙碌薪酬委員會(*CC_BUSY*)、薪酬委員在設立薪酬委員會之前為公司獨立董事的比率(*CC_BEFOREID*)、薪酬委員為他公司的高階經理人的比率(*CC_OTHMAN*)、薪酬委員會規模(*CC_SIZE*)。

註 3：括弧內為經 cluster 調整個別公司變異及 robust standard deviation 後之 p-value(Petersen 2009)。

第五章、結論與建議

第一節、研究結論

過去文獻指出友好關係會影響董事會及審計委員會的監督能力(Hwang and Kim 2009; Balsam et al. 2017; Bruynseels and Cardinaels 2013)，也會影響會計師的獨立性(Guan et al. 2016)，表明友好關係對公司會有負面的影響，但友好關係可以為公司帶來更多的效益（例如：諮詢效果）。因此，本研究採用 2011 年至 2013 年台灣上市（櫃）公司為樣本，首先，探討控制股東投票權及現金流量權之偏離程度愈大的公司，是否會選任友好薪酬委員會，接著，進一步探討友好薪酬委員會帶來的監督及諮詢效果，本研究利用高階經理人超額薪酬作為衡量薪酬委員會的監督效果，並利用公司績效衡量薪酬委員會的諮詢效果。

本研究實證結果發現，控制股東投票權及現金流量權偏離程度愈大的公司，愈會選任友好薪酬委員會，然而，選任友好薪酬委員會的公司，愈會有高階經理人超額薪酬，表明友好薪酬委員會導致較差的監督效果，但選任友好薪酬委員會的公司，其公司績效會較好，表明友好薪酬委員會帶來的諮詢效益會大於監督失敗的後果。本研究藉由薪酬委員會組成結構之探討，以了解最適薪酬委員會的組成，並提供證據表明友好薪酬委員會為最適契約配置，表明友好薪酬委員會並非無益，此外，東亞國家的股權結構及薪酬委員會組成規定方面，皆與台灣都較為相似，故本研究結果對股權結構之文獻具有貢獻。

第二節、研究建議

1. 本研究建議後續學者可以利用薪酬委員與高階經理人不同的社會連結。
2. 本研究建議後續學者可以探討友好薪酬委員會對公司實際營運（例如：多角化經營）之影響。



參考文獻

- 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 卷第二期：135-188。
- 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 卷第二期：109-134。
- 胥佳瑋，2016，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，東海大學會計研究所碩士論文。
- 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。
- Adams, R. B., and Ferreira, D. 2007. A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance* 62(1): 217-250.
- Agrawal, A., and Mandelker, G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25(2): 143-161.
- Anderson, R. C., and Bizjak, J. M. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking and Finance* 27(7): 1323-1348.
- Balsam, S., Kwack, S. Y., and Lee, J. Y. 2017. Network connections, CEO compensation and involuntary turnover: The impact of a friend of a friend. *Journal of Corporate Finance* 45: 220-244.
- Bruynseels, L., and Cardinaels, E. 2013. The audit committee: Management watchdog or personal friend of the CEO? *The Accounting Review* 89(1): 113-145.
- Chou, H. I., and Hamill, P. A. 2010. What Influences Independent Board Member Appointments when Ownership is Concentrated? SSRN Working Paper Series.
- Chou, H. I., Hamill, P. A., and Yeh, Y. H. 2016. Are all regulatory compliant independent director appointments the same? An analysis of Taiwanese board appointments. *Journal of Corporate Finance*. CORFIN-01109; No of Pages 17.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. and Lang, L. H. P. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57: 2741-2772.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87(2): 329-356.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F. 1999. Corporate governance,

- chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3) : 371-406.
- Dahya, J., Dimitrov, O., and McConnell, J. J. 2008. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 87(1): 73-100.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., and Ozbas, O. 2010. When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics* 96(2): 195-214.
- Faleye, O., Hoitash, R., and Hoitash, U. 2011. The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics* 101(1): 160-181.
- Guan, Y., Su, L. N., Wu, D., and Yang, Z. 2016. Do school ties between auditors and client executives influence audit outcomes? *Journal of Accounting and Economics* 61(2): 506-525.
- Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*: 96-118.
- Huson, M. R., Parrino, R., and Starks, L. T. 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance* 56(6): 2265-2297.
- Hwang, B. H., and Kim, S. 2009. It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93(1): 138-158.
- Intintoli, V., Kahle, K. M., and Zhao, W. 2015. Board connectedness and board effectiveness. Working Paper, Available at SSRN 2578716.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48(3): 831-880.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90(2): 22-27.
- Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure. *The Journal of Law and Economics* 41(1): 275-304.
- Kuo, C. S., and Yu, S. T. 2014. Remuneration committee, board independence and top executive compensation. *Journal of Risk and Financial Management* 7(2): 28-44.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54(2): 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation, *The Journal of Finance* 57: 1147-1171.
- Liao, C. H., and Hsu, A. W. H. 2013. Common membership and effective corporate governance: Evidence from audit and compensation committees. *Corporate Governance: An International Review* 21(1): 79-92.
- Newman, H. A., and Mozes, H. A. 1999. Does the composition of the

- compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management*: 41-53.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22(1): 435-480.
- Prevost, A. K., Rao, R. P., and Hossain, M. 2002. Determinants of board composition in New Zealand: A simultaneous equations approach. *Journal of Empirical Finance* 9(4): 373-397.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94(3): 461-488.
- Srinivasan, S. 2005. Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members. *Journal of Accounting Research* 43 (2): 291-334.
- Sun, J., Cahan, S. F., and Emanuel, D. 2009. Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance. *Journal of Banking and Finance* 33(8): 1507-1519.
- Vafeas, N. 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.
- Yeh, Y. H., and Woitke, T. 2005. Commitment or entrenchment? Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking and Finance* 29(7): 1857-1885.

