

國立臺灣大學管理學院會計學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis



薪酬委員會設置後對於高階經理人薪酬與績效連結程
度及不配適薪酬與營運績效關聯之影響

The Effect of Mandatory Compensation Committees on
the Alignment between Performance Measures and CEO
Compensation, and on the Impact of the Alignment on
Firm Performance

胡維庭

Hu, Wei-Ting

指導教授：杜榮瑞 博士

Advisor: Duh, Rong-Ruey, Ph.D.

中華民國 102 年 6 月

June, 2013

誌 謝



能夠順利完成這篇碩士論文，首先十分感謝我的指導教授—杜榮瑞老師，因為老師認真用心的引導與教學，幫助我一步步完成論文，也從中學習良多。在過程中也因為得到朋友們的幫助，才能順利完稿。謝謝我的論文好夥伴阿升、宇捷、茉莉、歐歐、茜茜、小吳、謝杰、瑋婕、貞宜、昱丹、旻欣、小段、蔡蔡，一起奮鬥的彥凱、啟宏，以及在 122 一起共度論文時光的朋友們，還有我的老朋友們也感謝你們的幫助與打氣，謝謝太陽、惟禎、林君、阿茹，也謝謝我的好室友 Aiko，還有我的朋友們的支持鼓勵—Bulin、湘辰、佳蓉，因為有你們的陪伴，讓我即使在忙碌時也不孤單，順利完成口試。十分感謝我的口委—李佳玲老師、許文馨老師，謝謝老師們給予我改進的寶貴意見。因為有你們每個人的幫助，這篇論文才得以完成，這段時光因為有你們增添了色彩，謝謝你們。

最後感謝我的家人，爸爸、媽媽、弟弟，謝謝你們一直以來的支持與鼓勵，感謝每一天陪伴著我、給我力量的大家，最後，感謝神給我所有的一切，也讓我終究順利完成了碩士論文。

胡維庭 謹識於
台灣大學會計研究所
中華民國 102 年 7 月



摘要

有鑑於超額薪酬在金融海嘯發生後，受到社會關注並備受爭議，我國法規進而於 2011 年底規定所有上市櫃公司強制設立薪酬委員會。本研究以分年比較之方式，探討薪酬委員會設置後，高階經理人薪酬與公司績效之連結程度是否增加，並研究設置薪酬委員會後，是否藉由高階經理人薪酬與當期績效之配適而提升公司未來營運績效，且進一步了解其過高薪酬與過低薪酬對次期績效的影響。

本研究結果顯示：設置薪酬委員會後，高階經理人之薪酬—績效連結程度並無提升，甚至降低；並且與同產業樣本平均下之不合理薪酬(包含過高薪酬與過低薪酬)對次期績效之影響反而為正向。本研究認為，或許係因設置薪酬委員會後，所有樣本平均下之薪酬並非與績效最佳配適之結果，致使較高薪酬與較低薪酬對次期績效為正向影響，亦即，無法藉由薪酬與績效之結合而達到連結股東利益與代理人決策之效果。

關鍵詞：薪酬委員會、高階經理人薪酬、績效衡量指標、公司營運績效。

Abstract



Excess compensation has recently attracted considerable attention after the financial crisis. As a result, Taiwan's legislature requires companies whose shares are listed on Taiwan Stock Exchange or traded over the counter to have compensation committees. Accordingly, the purpose of this paper is to investigate whether the alignment between CEO compensation and performance measures is greater after the mandatory adoption of compensation committees, and to examine whether firm performance is superior when CEO compensation is more aligned with performance measures when the compensation committees are adopted subsequently in 2011.

The empirical results show that (1) the alignment between CEO compensation and performance measures is worse after the adoption of compensation committees, and (2) the effect of abnormal compensation (i.e. CEO overpayment and underpayment) in the industries towards firm performance of subsequent periods is positive. The findings also suggest that the average alignment between CEO compensation and performance measurement after the adoption of compensation committees may not be optimal in the industries.

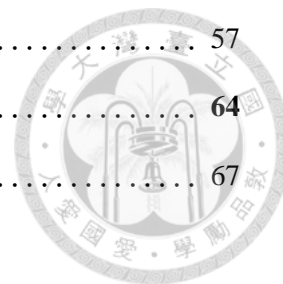
Keywords: compensation committee, CEO compensation, performance measurement, firm performance.

目 錄



致 謝	i
摘 要	ii
Abstract	iii
目 錄	iv
表 目 錄	vi
第一章 前言	1
第二章 文獻探討與假說發展	4
第一節 薪酬委員會相關文獻	4
第二節 高階經理人薪酬與績效衡量指標之連結	6
第三節 高階經理人薪酬與當期績效衡量指標之連結對於公司未來績效的影響	8
第三章 研究方法	11
第一節 樣本選取與資料收集	11
第二節 實證模型	13
第三節 變數衡量	18
第四章 實證結果與分析	21
第一節 敘述統計分析	21
第二節 薪酬委員會設置對於高階經理人薪酬與績效連結程度之影響	26
第三節 高階經理人薪酬與當期績效之連結程度對未來績效的影響： 設置薪酬委員會前後之比較	29
第四節 進一步分析(考量薪酬委員會開會與否)	32
1. 敘述統計分析	33
2. 薪酬委員會設置對於高階經理人薪酬與績效連結程度之影響	38
3. 高階經理人薪酬與當期績效之連結程度對未來績效的影響： 設置薪酬委員會前後之比較	41
第五節 額外測試	46
1. 考慮股權結構與董事會結構對薪酬之影響	46
2. 以績效對薪酬影響之係數檢驗兩者之關聯性	54

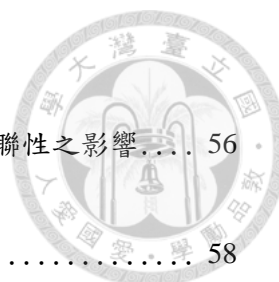
第六節 敏感性分析(以相對績效指標衡量公司績效).....	57
第五章 結論與建議	64
參考文獻.....	67



表目錄



表 1 樣本篩選過程與產業分配狀況.....	12
表 2 各變數之敘述性統計量.....	22
表 3 相關係數表.....	24
表 4 績效對高階經理人薪酬影響之分析.....	27
表 5 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析.....	28
表 6 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析.....	30
表 7 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分過高薪酬與過低薪酬)程度對未來績效之 分析.....	31
表 8 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之結果整理.....	32
<u>進一步分析：考量開會與否之樣本</u>	
表 9-1 樣本篩選過程與產業分配狀況(n=404).....	34
表 9-2 各變數之敘述性統計量(n=404).....	35
表 9-3 相關係數表(n=404).....	36
表 9-4 績效對高階經理人薪酬影響之分析(n=404).....	40
表 9-5 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析(考量開會與否).....	41
表 9-6 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析(考量開會與否).....	43
表 9-7 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分過高薪酬與過低薪酬)程度對 未來績效之分析(考量開會與否).....	44
表 10 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之結果整理(加入考量開會與 否樣本結果).....	45
<u>額外測試(1)：考慮股權結構與董事會結構對薪酬之影響</u>	
表 11-1 績效對高階經理人薪酬影響之分析(額外測試).....	48
表 11-2 績效對高階經理人薪酬影響之分析(考量開會與否)(額外測試).....	49
表 11-3 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析(額外測試).....	50
表 11-4 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析(考量開會與否)(額外測試).....	51
表 11-5 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析(額外測試).....	52
表 11-6 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分過高薪酬與過低薪酬)程度對未來 績效之分析(額外測試).....	53
表 11-7 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之結果整理(額外測試)	54



額外測試(2)：以績效對薪酬影響之係數檢驗兩者之關聯性

表 12 設置薪酬委員會(薪委會開會)對高階經理人薪酬與公司績效關聯性之影響..... 56

敏感性分析：以相對績效指標(ROA_IND)衡量公司績效

表 13-1 績效對高階經理人薪酬影響之分析(敏感性分析)..... 58

表 13-2 績效對高階經理人薪酬影響之分析(考量開會與否)(敏感性分析)..... 59

表 13-3 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析(敏感性分析)..... 60

表 13-4 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析(考量開會與否)(敏感性分析) 60

表 13-5 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析(敏感性分析) 61

表 13-6 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分過高薪酬與過低薪酬)程度對未來
績效之分析(敏感性分析)..... 62

表 13-7 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之結果整理(ROA_IND)
..... 63



第一章、前言

自金融海嘯以來，我國迭有發生公司連續虧損，該類公司經理人及董事、監察人卻仍坐領高薪，酬金甚或不斷增加之情形，恐損及股東利益。經濟暨合作發展組織於 2010 年研究金融海嘯發生的原因，得出公司治理不足導致金融海嘯產生的結論(蔡昌憲 2012)。薪酬分配為公司治理中備受爭議及探討的議題，為改善薪酬安排及增強公司治理，我國於 2010 年 11 月 24 日增訂證券交易法第 14 條之 6^[註¹]，明確規範所有上市櫃(含興櫃)公司必須強制設立薪酬委員會，俾更有效消除此弊端。在 2011 年 3 月 18 日，行政院金融監督管理委員會證券期貨局(簡稱金管會證期局)依據增訂證券交易法第 14 條之 6 條文，正式訂定發佈「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」(簡稱設置辦法)，規定上市櫃(含興櫃)公司實收資本額 100 億元以上者，須於 2011 年 9 月 30 日前設置薪酬委員會；未達 100 億元者則須於 2011 年 12 月 31 日前設置完成。基於此辦法，我國上市櫃(含興櫃)公司最晚皆應於 2011 年底設置薪酬委員會，並召開至少一次會議(實收資本額未達 100 億元之公司得不召開)，而 2012 年之後則每年應至少召開二次會議，履行薪酬委員會之職責。

薪酬委員會履行的主要職能有：評估經理績效，制定和監督經理薪酬計劃，制定員工退休金、利潤分享等收益計劃，對公司員工薪酬計劃提出意見，披露和解釋高階管理人員薪酬狀況。而能否制定有效的報酬契約，通過薪酬激勵解決代理問題，成為衡量薪酬委員會是否有效的重要標準。理論上，薪酬委員會的設置被認為是落實公司治理的關鍵，能協助健全公司高階經理人的考核和薪酬管理制度；而實務上薪酬委員會之運作結果是否達到預期的目標，降低經理人坐領高薪

¹證交法§14-6：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設置薪資報酬委員會；其成員專業資格、所定職權之行使及相關事項之辦法，由主管機關定之。

卻沒有為股東做最大利益考量之情形，為本篇研究欲探討的主旨。基於薪酬委員會在我國開始運作的背景下，引發了此研究的動機。

設置薪酬委員會係為了制定有效薪酬計畫並改善公司治理，薪酬是公司股東(主理人; principal)聘請有管理能力的代理人(agent)幫助公司運作所給予之報酬，亦即在股東與高階管理者之間形成了代理關係，而在此經營與所有權分離之結構下，因代理人(高階管理者)與主理人(股東)間有著利益衝突及資訊不對稱的情況，為了使代理人不因自利心態(self-interested)而犧牲股東利益，在薪酬安排的反應上，會造成代理人所領受之薪酬高於代理成本[註²]為零時的薪酬，形成超額薪酬(excess compensation)的情形(Posner 2009)，薪酬委員會之主旨即為制定更合理的薪酬計畫並減少代理成本的問題及加強公司治理。相關實證研究亦指出，若公司治理結構較弱，則會產生較嚴重的代理問題；若執行長所屬的公司的代理問題較嚴重，則其會收受較高的薪酬；若一公司的代理問題較嚴重，該公司的表現亦較差(Core et al. 1999)。除非主理人能衡量並監督代理人之績效表現並有效地將之反映於薪酬給付中，否則代理人不會完全的對主理人誠實(Posner 2009)。Jensen 與 Meckling (1976)也以代理理論的觀點主張，依據績效衡量指標給付薪酬，能使經理人重視公司的經營績效。因此，將薪酬與績效衡量指標連結的薪酬契約制度被認為能夠解決代理問題而增強公司治理制度之主要方法。根據代理理論，理想的薪酬和績效衡量指標的關聯性預期是正向的(Lambert et al. 1993)。

實證研究亦有諸多探討經理人薪酬與績效之關聯性議題，惟結果不一致(蕭黎明 1993; Abowd 1990; Boyd 1994)。並且在實務上，仍有代理成本存在導致經理人領受過高薪酬之疑慮(Core et al. 2008)，而過高薪酬是指相對於公司績效的成長而言，經理人領受的薪酬大過於其應有之比例，即薪酬與績效間缺乏連結性(蔡昌憲 2012)。因此我國方制定新法強制薪酬委員會之設置以求能為公司訂立對於績效有更高關聯性的薪酬契約，即寄望薪酬委員會能更正確地評估、監督代理人

² 代理成本包含監督成本(monitoring costs)、擔保成本(bonding costs)、剩餘損失(residual loss from dysfunctional decisions)。見 Watts and Zimmerman (1986)，和 Jensen and Meckling (1976)。

的績效並據此調整其薪酬，以降低代理成本。基於此背景，本研究欲探討薪酬委員會設置後是否有效地設計薪酬契約，使高階經理人薪酬與公司績效的連結更緊密並降低不合理薪酬之情形，並進而探討不合理薪酬對公司未來績效的影響。

本文除了前言外，後續安排如下：第二章為文獻探討與假說發展；第三章為研究方法；第四章為實證結果與分析；最後為結論與建議。

第二章、文獻探討與假說發展



第一節、薪酬委員會相關文獻

我國薪酬委員會係移植自美國「華爾街改革與消費者保護法(the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」薪酬規範等內容。在金融海嘯前，薪酬結構之設計缺陷使得管理階層有誘因去承擔過高風險[註³]，促成了對美國經濟產生威脅的系統風險，於是2010年7月21日「華爾街改革與消費者保護法」簽署生效，針對管理階層薪酬進行更嚴格的規範。我國仿效外國立法強制設立英美內部經營監督機關單軌制所採之薪酬監督機制，加入薪酬規範改革的國際潮流，以盼能藉此協助公司在薪酬決定過程中，能做出對於董監事及管理階層薪酬之合理決定(蔡昌憲 2012)。

如上所述，可見我國強制設立薪酬委員會主要係為解決董監事、管理階層之薪酬安排問題，並健全公司薪資報酬制度、強化公司治理。據此我國的「反肥貓條款」—證券交易法(簡稱證交法)第14-6條設立，金管會證期局並在根據此法條所發佈之設置辦法中規定其設置期限及開會次數、主要職能等規定[註⁴]。關於成員資格，採循序漸進方式推動，於2014年3月18日前，薪酬委員會3分之1以下之成員可由一般董事擔任，得不適用有關獨立性之規定。

因我國於近年始引進薪酬委員會，國內相關之研究為數甚少且不完備。國外文獻中，大多分析薪酬委員會運作之品質因素或其對於薪酬之影響。例如，在Canyon and Peck (1998)研究董事會之控制與薪酬委員會對於決定管理者薪酬的影響。結果發現，當公司具有以外部董事為主的董事會或薪酬委員會時，管理階層之薪酬與公司績效較為一致。

³具股權性質的薪酬安排，諸如限制性股票及股票選擇權，易使管理階層採取過高的風險承擔行為，使違約風險上升，進而促使金融海嘯。見 Balachandran et al. 2010。

⁴說明於前言。見 2011.3.18 公佈依據證券交易法第14條之6第1項規定訂定之「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」。

而 Vafeas (2000)研究薪酬委員會成員的決定因素。發現薪酬委員會的成員與董事類型(內部董事或外部董事)、任期、年齡以及在其他功能性委員中任職有重要關係。並發現獨立之外部董事對於參與薪酬委員會之可能性僅有微弱的影響，且外部董事持有股權與否並非決定是否為薪酬委員會成員之重要因素。整體結果對於公司會以保護股東權益的成員參與薪酬委員會提供部分證據。

Sun et al. (2009)檢驗高階管理者之股票選擇權與公司未來績效的關聯性是否因薪酬委員會的品質所影響。並以六項特性來評估薪酬委員會的品質——在總經理任期間內所指派之董事比例、在董事會服務至少 10 年之董事比例、在其他公司兼任總經理之董事比例、董事總持股、有其他董事會席次 3 席以上之董事比例、薪酬委員會規模。發現當薪酬委員會的品質愈好時，股票選擇權與公司未來績效之正相關程度愈高。

薪酬委員會運作之品質因素，以成員獨立性為主要考量之有關文獻中，Newman and Mozes (1999)發現當公司內部成員參與薪酬委員會時，總經理之薪酬並無增加，但對於績效與薪酬之關聯影響方面，會支付對總經理較有利之薪酬而有損於股東利益。

而 Anderson and Bizjak (2003)檢驗薪酬委員會之獨立性是否能提升股東利益，且研究經理人參與薪酬委員會是否會制定較投機(opportunistic)的薪酬結構。結果無法證實獨立性更佳對於薪酬有所影響，且發現公司內部成員介入薪酬委員會並無增加超額薪酬及降低誘因薪酬。意即，禁止公司內部成員參與薪酬委員會此新規範並無法降低薪酬並達成更有效的誘因契約。

Vafeas (2003)研究外部董事任期長短的重要性。測試延長服務時間係為董事承諾、經驗與能力的指標，抑或是表示董事與管理階層較為密切可能損及股東權益。結果發現長期服務之董事有較大的機會擁有管理階層隸屬的職位或擔任薪酬委員會成員，且長期董事參與薪酬委員會與總經理之高薪酬有所關聯，顯示限制董事任期的必要性。

因我國薪酬委員會之設置剛起步，於成員之獨立性、專業資格等要素多以漸進推動方式採行，因此本研究欲對薪酬委員會設置前後分析其差異，並評估薪酬委員會強制設立之初期效果。



第二節、高階經理人薪酬與績效衡量指標之連結

代理理論主張，道德風險(moral hazard)的問題是來自於主理人與代理人之間的資訊不對稱，因主理人無法全然觀察代理人之行為。解決此問題的方法為設法監督代理人的行為並據此訂定薪酬契約(Holmstrom 1979)。並且，設計使代理人薪酬與可觀察到的績效衡量指標相結合的薪酬契約可激勵代理人選擇與主理人相符利益的決策，解決代理問題(Lambert et al. 1993)。

從期望理論(Vroom 1964)的觀點，當經理人的某些行為會得到與期望同等價值的報酬時，經理人將會有足夠誘因採行該行為。因此以目標達成的情形來支付薪酬能激勵經理人採取適當決策或行動(Gerhart and Milkovich 1990)。根據期望理論，使經理人的薪酬支付依據公司績效能連結經理人目標、行動與股東利益(Eaton and Rosen 1983)。

綜上所述，代理理論與期望理論皆重視使薪酬與股東期望的表現相連結的觀點，認為此兩變數之間會有正向關係。而相關文獻(Baker et al. 1988)也支持此論點。實證研究結果方面，Murphy (1985)在加入適當控制變數後，證實薪酬和公司績效會有強烈的正向關係；Kaplan (1994)實證結果亦指出高階主管現金薪酬與會計及市場績效指標顯著正相關；Grove et al. (2011)亦發現經理人薪酬與公司財務績效呈正相關；國內研究部分，發現績效指標與總經理薪酬有正向關係者有傅鍾仁等(2002)、林穎芬與劉維琪(2003)、林淑惠與胡星陽(2003)、洪玉舜與王泰昌(2005)等。除此之外，相關研究並指出股東掌權程度較大的公司會比經理人主導的公司在薪酬與績效指標連結的關係上會更強烈(Gomez-Mejia et al. 1987; Tosi and Gomez-Mejia 1989)，證實了股東可利用此薪酬與績效之連結的方法達到公司

治理強化的目的。

雖然大部分研究指出公司會計績效與總經理薪酬有顯著正相關，但也有一些研究結果發現兩者呈顯著正相關，但關聯性很低(Murphy 1985; Deckop 1988; Baker et al. 1988; Jensen and Murphy 1990)，平均而言，股東財富每增加 1,000 美元，總經理今年和明年薪酬獎金只增加 0.02 美元(Baker et al. 1988)。針對於此，Holmstrom(1979)表示，契約理論的主張中，與薪酬相連的績效應是總經理可自己控制部分的績效，因此績效應以相對於(同產業中)所有公司的績效衡量之，不是僅就自公司績效單獨考量。除此之外，理論也沒有明確預測相連的程度應該要多大才是適當(Baker et al. 1988)。據此，本研究除了直接以觀察薪酬對績效敏感度的大小來判斷兩者關聯性之外，並欲以衡量差距(measurement gap)[註⁵]的方式來判斷兩者之間連結程度的適當與否。

縱然大部分的實證結果皆認同經濟理論所述薪酬與績效衡量指標的正向關係，仍有一些研究發現高階主管薪酬與公司績效無相關(林穎芬 1989; Kerr and Bettis 1987)或負相關(白慧平 1991)。對於薪酬與績效衡量指標不具正相關的結果，或許是忽略了其他會影響薪酬的變數，例如 Konrad and Pfeffer (1990)及 Pfeffer(1997)指出當環境不確定性或模糊性高，較難以歸屬個人的貢獻時，此時薪酬和績效的關聯性會低；並且公司規模也是影響薪酬的主因之一，不少研究顯示其會比績效衡量指標更多地影響薪酬(林穎芬 1989; Fox 1980; Rich and Larson 1984; Dyl 1985)。不過某些研究者認為，即使相同規模的各公司總經理薪酬金額大小也有所不同(Roberts 1959)，且單增加公司規模不代表公司獲利能力或股價會隨之增加(McEachern 1975; Brigham 1985)，因此公司規模不應該比績效衡量指標作為薪酬衡量中更重要的指標(McEachern 1975)。綜上所述，公司績效與總經理薪酬的正相關應是普遍被認同的論點，後續研究大多同時考慮相關控制變數的效

⁵衡量差距(measurement gap)(Dixon and Vollmann 1990; Lingle and Schieman 1996)是指董事會(或薪酬委員會)對於該績效衡量指標認定的「重要程度」與衡量績效時其實際「使用程度」有所差距，此差距(gap; deviation)被認為是不利的(Ittner et al. 2003)。

果對薪酬與績效關聯性的影響外，並研究是否其連結程度會因其他原因(例如：公司治理的強弱、市場的不確定性等)而增加或減少。

基於薪酬委員會剛被設置進入公司運作中，目的為強化公司治理以及健全經理人薪酬制度，因此本研究預期薪酬委員會設置後如能有效運作，薪酬安排將更為適當，降低薪酬過高之不合理情形。並且薪酬過高之判斷係相對於公司績效的成長而言，經理人領受的薪酬大過於其應有之比例，即薪酬與績效間缺乏連結性(蔡昌憲 2012)。亦即，薪酬委員會設立後，應能使高階經理人薪酬與績效連結性提高。

據此，予以提出假說 H1。

H1：薪酬委員會設置後，高階經理人薪酬與績效的連結程度會較緊密。

第三節、高階經理人薪酬與當期績效衡量指標之連結對於公司未來績效的影響

文獻指出公司的所選擇的薪酬政策會影響公司未來的營運績效，且視薪酬發放制度為影響公司成功與否的策略(Foulkes 1980; Lawler 1981; Milkovich and Newman 1987; Gomez-Mejia and Welbourne 1988; Milkovich 1988)。

主張績效為基礎的薪酬制定(performance-based compensation)認為將薪酬與績效指標相連結之策略能增加公司未來績效。Baker et al. (1988)說明將績效衡量指標與薪酬相連結的薪酬制度才能影響受雇者的表現及公司績效。Abowd (1990)預測若經理人對於較強的薪酬與績效連結給予積極回應，則公司未來績效較佳，研究結果僅對市場績效支持，會計績效則不支持。Crystal(1993)也探討股票薪酬與績效指標之關聯性對未來績效的關係，其發現未來之股票績效與前期的總經理薪酬—績效關聯性無關。國內研究方面，李佳玲等(2011)發現總經理現金薪酬與不確定性和績效衡量配適度愈高，則公司營運績效愈好。林佳緯(2011)在研究中

進一步探討高階管理者超額薪酬(與績效不配適之過高薪酬)對公司未來績效之影響，結果顯示兩者部分呈現正相關，部分為無顯著關係，與 Core et al. (1999) 之負相關結果不同。

綜上所述，薪酬與當期績效指標之連結性對於公司未來績效的影響，研究結果不完全一致，或許因為各研究樣本與年度有所差異，以及使用之變數不同的緣故。除此之外，對於直接研究是否薪酬與當期績效指標連結更緊密會改善未來績效方面之文獻較少(Pavlik et al. 1993)。本研究認為，如將我國高階經理人薪酬與當期績效之連結對未來績效的影響，在考量樣本平均薪酬為合理薪酬的狀況下加以討論，應更能加以支持此論點。

加入公司治理因素來考慮過高薪酬對未來績效的影響研究中，Core et al. (1999)及 Chalmers et al. (2006)研究因公司治理及所有權結構不佳導致之較高薪酬(較經濟因素影響之薪酬部分為高者)對公司營運績效的影響，認為當影響為正向時，係反映出公司對於高品質經理人的需求，若影響為負向則支持其假說—因公司治理及所有權結構不佳導致代理成本問題加劇，此高薪酬會對未來績效有負面影響。Core et al. (1999)發現過高薪酬對公司未來績效係負面影響；Chalmers et al. (2006)則對於澳洲樣本進行檢驗，發現過高薪酬對未來會計績效影響為負向，未來股票績效影響則不顯著。

整體而言，考量公司治理因素後，對於過高薪酬對未來績效的影響，研究結果較未考量公司治理因素前更為一致。本研究認為文獻中對於過高薪酬對未來績效影響之結果不一致，係因各文獻所要研究之過高薪酬的定義有所不同。例如，林佳緯(2011)將薪酬超過平均預計之部分稱為過高薪酬，而 Core et al.(1999)則將因公司治理和所有權結構因素部分所增加之薪酬作為過高薪酬來衡量其與未來績效之關係；且全樣本公司之平均薪酬—績效連結模型也可能因研究樣本、年度、地區之不同，造成其對未來績效的影響也會不一致，例如，Core et al. (1999)主張，若較高薪酬對未來績效呈正相關，可能反映出全樣本公司平均而言，對高品質經

理人有需求，須以較高薪酬吸引人才；另外，對於公司治理變數或其他變數之考量亦可能為結果不同之原因，如能在控制公司治理較為良好的情況下，應較能達成以績效為基礎的薪酬制度，得出一致的結論。

薪酬委員會之設立，係為了強化公司治理，改善薪酬設計，應能有效降低不合理薪酬。因此本研究擬將薪酬委員會假設為影響薪酬契約的主要公司治理變數，將之與影響薪酬的經濟因素同時考慮。預期薪酬委員會設立後，因公司治理以及薪酬設計強化，能藉由制定與績效適當連結的薪酬計畫，減少代理成本，有效連結股東利益與代理人決策，應能達成最大化股東利益之目標，亦即，使未來營運績效提升。文獻亦指出，根據經濟理論與代理理論之主張，薪酬委員會係能決定適當薪酬結構，且能將管理者與股東利益一致化(Main and Johnston 1993; Conyon et al. 1995; Ezzamel and Watson 1997)。

依據上述主張，予以提出假說 H2。

H2：薪酬委員會設置後，高階經理人薪酬與當期績效之連結程度對公司未來績效有正面影響。

第三章、研究方法



第一節、樣本選取與資料收集

1. 樣本選取

本研究以台灣證券交易所上市櫃公司為研究對象，樣本期間自 2009 年至 2012 年，並進一步依據下列方式對公司進行篩選：

- (1) 排除上市櫃年度晚於 2011 年之樣本，以確保樣本公司 2011 年之薪酬係為薪酬委員會設置後決定之薪酬。
- (2) 確認樣本研究期間四年中之總經理為同一人，以確保當期薪酬與下一期的績效係為對同一人之薪酬影響所致，並使設置薪酬委員會之前後期能具比較性。
- (3) 排除行業性質特殊之銀行業，避免特殊行業因素之影響。
- (4) 排除有發放股票紅利的樣本。因現行股票紅利之申報僅依面額計算，致使有低估之疑慮。且發放股票紅利之觀察值僅 117 筆，為求精確性，將其排除。
- (5) 排除資料缺漏的樣本。

本研究將 2011 年(設置薪酬委員會後)之迴歸模型分別與 2010 年(設置薪酬委員會之過渡期)以及 2009 年(設置薪酬委員會前)之迴歸模型比較，即將相同公司於 2009、2010、2011 三期之薪酬—績效連結程度比較，以及加上各期對下一期營運績效的影響，因此需控制研究期間之樣本為相同公司以供比較，且研究期間共需四年(2009 年至 2012 年)。最後所得之產業共計 27 種，公司家數三年分別各為 1,189 家，如表 1 所示。



表 1 樣本篩選過程與產業分配狀況

Panel A：樣本篩選過程							
2009 至 2012 年台灣之上市（櫃）公司樣本			1,628				
減：上市櫃年度晚於 2011 年之樣本			(204)				
減：研究期間總經理非同一人			(0)				
減：性質特殊之銀行業			(47)				
減：有發放股票紅利薪酬之樣本			(117)				
減：控制變數資料缺漏之樣本			(71)				
最終公司家數			<u>1,189</u>				
Panel B：樣本公司產業分布情況							
產業名稱	產業代碼	樣本數	佔全體樣本百分比 (%)	產業名稱	產業代碼	樣本數	佔全體樣本百分比 (%)
水泥工業	1	7	0.59	貿易百貨	18	16	1.35
食品工業	2	22	1.85	其他	20	66	5.55
塑膠工業	3	24	2.02	化學工業	21	38	3.20
紡織工業	4	54	4.54	生技醫療	22	48	4.04
電機機械	5	65	5.47	油電燃氣	23	12	1.01
電器電纜	6	15	1.26	半導體業	24	120	10.09
玻璃陶瓷	8	3	0.25	電腦及週邊設備業	25	87	7.32
造紙工業	9	7	0.59	光電業	26	95	7.99
鋼鐵工業	10	37	3.11	通訊網路業	27	66	5.55
橡膠工業	11	11	0.93	電子零組件業	28	161	13.54
汽車工業	12	5	0.42	電子通路業	29	37	3.11
建材營造	14	51	4.29	資訊服務業	30	36	3.03
航運	15	24	2.02	其他電子業	31	69	5.80
觀光	16	13	1.09				
				合計		<u>1,189</u>	<u>100(%)</u>

2. 資料收集

- (1) 由於國內可實際取得關於經理人的薪酬內容係根據金管會證期局於 2005 年 11 月 7 日公布修正之「證券發行人財務報告編製準則」所強制公開揭露的薪酬部分，其總經理之薪酬係與副總薪酬合併揭露總數，無法得知總經理單獨之薪酬實際金額，因此本研究之高階經理人薪酬以總經理、副總經理合併考量。並且，其應揭露薪酬包含每年薪資、獎金與特支費、現金紅利、股票紅利，而股票紅利之申報僅依面額計算，致使有低估股票薪酬之疑慮，因此本研究之薪酬僅考慮總經理與副總之現金薪酬。
- (2) 本研究所需的上市櫃公司總經理、副總薪酬資料、績效指標及相關控制變數，均蒐集自「台灣經濟新報社(簡稱 TEJ)資料庫」。公司發放總經理及副總薪酬係取自「TEJ 董監酬勞 NEW」資料庫；總經理及副總之年底持股率係取自「TEJ 董監全體持股狀況」資料庫。
- (3) 公司相關之財務資料，取自「TEJ Finance DB」資料庫，如公司營收淨額、稅前息前資產報酬率、負債比率、營收淨額成長率、研發費用率等；相關之股票資料，取自「TEJ Equity」調整股價資料庫，如股票報酬率標準差。

第二節、實證模型

本研究參考陳俊合(2010)、林佳緯(2011)、蔡婷曼(2012)、Robinson et al. (2011)等文獻，以實際薪酬與預計薪酬的差距來衡量超額薪酬(excess compensation)。預計薪酬的決定，參考 Smith and Watts (1992)、Core et al. (1999)、Murphy (1999)等文獻之方法，將影響薪酬的經濟因素(例如績效衡量指標、公司規模、公司成長機會等)對總經理副總薪酬做迴歸分析，估計全樣本之總經理副總薪酬如下：

$$\text{LNCCOMP}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ROA}_{it} + \gamma_2 \text{GROWTH}_{it} + \gamma_3 \text{SIZE}_{it} + \gamma_4 \text{RDI}_{it} + \gamma_5 \text{CEO}_{it} + \gamma_6 \text{DEBT}_{it} + \sum_{j=1}^{27} \mu_j \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$



各個變數的定義與衡量說明如下：

1. LNCCOMP_{it} : 為當年度總經理及副總現金薪酬取自然對數。
2. ROA_{it} : 為當年度稅前息前資產報酬率。
3. GROWTH_{it} : 為當年度之營收成長率。 $\text{GROWTH} = (\text{本期營收淨額} - \text{上期營收淨額}) / \text{上期營收淨額}$ 。
4. SIZE_{it} : 公司規模。以銷貨收入淨額千元為單位取自然對數來代表。
5. RDI_{it} : 研究發展強度。 $\text{RDI} = \text{研究發展支出} / \text{銷貨收入}$ 。
6. CEO_{it} : 總經理及副總人數。
7. DEBT_{it} : 負債比率。 $\text{DEBT} = \text{總負債} / \text{總資產}$ 。
8. IND_{it} : 產業之虛擬變數。依證券交易所產業分類判定。
9. t : t 分別代表 2009 年、2010 年、2011 年三年。

模型(1)代表全樣本公司平均所形成以績效指標(ROA)所估計之薪酬。即全樣本公司平均而言，與績效衡量指標配適之正常薪酬(normal compensation; fair compensation) (陳俊合 2010)。在李佳玲等(2011)、Core et al. (2008)等文獻中，亦將此模型稱為標竿模型(benchmark model)(Ittner et al. 2003; Stede et al. 2006)。標竿模型係所有樣本公司平均形成的績效—薪酬衡量模型，即為績效衡量指標對薪酬計劃之平均估計連結程度。因此各個公司經理人實際薪酬與此標竿模型下估計薪酬的差距(gap/deviation)，代表公司經理人薪酬相對於以績效指標衡量後的估計標竿而言，太多或太少之情形。若當年度實際薪酬減去當年度估計薪酬之差大於 0，代表薪酬過高，小於 0 者則代表薪酬過低的情況(李佳玲等 2011; Henderson

and Fredrickson 1996; Carpenter and Sanders 2002)。而不論過高薪酬或過低薪酬，皆表示薪酬—績效之不配適狀況，亦即，未標準化殘差取絕對值後愈大，表示該樣本公司總經理及副總薪酬與績效衡量指標配適程度愈低。如式(2)、(3)、(4)所示：

$$\text{OVER_PAY}_{it} = \text{CCOMP}_{it} - \text{CCOMP}^*_{it} = \varepsilon_{it} \quad (\varepsilon_{it} \geq 0 \text{ 時，為 } \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

$$\text{UNDER_PAY}_{it} = |\text{CCOMP}_{it} - \text{CCOMP}^*_{it}| = |\varepsilon_{it}| \quad (\varepsilon_{it} < 0 \text{ 時，為 } |\varepsilon_{it}|) \quad (3)$$

$$\text{UN_FIT}_{it} = |\text{CCOMP}_{it} - \text{CCOMP}^*_{it}| = |\varepsilon_{it}|$$

(包含 OVER_PAY_{it} 及 UNDER_PAY_{it}) (4)

各個變數的定義與衡量說明如下：

1. OVER_PAY_{it} : 過高薪酬程度。將式(1)取自然對數後的薪酬殘差轉回[註⁶]，若未標準化殘差大於等於0，則將其代表過高薪酬。為方便比較，並再將結果以預計薪酬平減，將過高薪酬以百分比表示。
2. UNDER_PAY_{it} : 過低薪酬程度。將式(1)取自然對數後的薪酬殘差轉回，若未標準化殘差小於0，則將其代表過低薪酬，並取絕對值。為方便比較，並再將結果以預計薪酬平減，將過低薪酬以百分比表示。
3. UN_FIT_{it} : 與績效不配適之薪酬程度。將式(1)取自然對數後的薪酬殘差轉回，並取絕對值，將過高薪酬以及過低薪酬皆囊括於不配適薪酬。為方便比較，並再將結果以預計薪酬平減，將不配適薪酬以百分比表示。
4. CCOMP_{it} : 該年度總經理及副總之實際現金薪酬。

⁶ 式(1)之應變數為取自然對數之薪酬，以降低薪酬之偏態。其殘差項亦同時為取自然對數後之數值，為了衡量實際薪酬與預計薪酬的差額，應將取自然對數後之殘差項轉回為未標準化殘差，將差額薪酬以金額表示。

5. $CCOMP_{it}^*$: 藉由式(1)所估算該年度總經理及副總之預計現金薪酬，並將取自然對數之效果轉回。
6. t : t 分別代表第 2009 年、2010 年、2011 年。本研究以建立各年薪酬模型之方式，比較薪酬委員會設置前後之差異。

欲檢驗假說 H1(薪酬委員會設置後，高階經理人薪酬與績效衡量指標的連結程度會較緊密)，本研究將 2011(設置後)與 2010(設置前)兩年分別作式(1)迴歸後，將兩者之 UN_FIT_{it} 進行比較。另外，因設置薪酬委員會之強制規定於 2010 年已公告，僅設置辦法直到 2011 年才規範設置期限為 2011 年底，因此大部分公司之薪酬委員會係於 2011 年設置。為了避免 2010 年此公告已對樣本有部分程度之影響力，致使迴歸產生之效果較為模糊，本研究並另以 2009 年為設置前代表年度，與 2011 年做同樣之測試。

綜上所述，欲檢驗假說 H1，預期模型(4)之 UN_FIT_{it} (薪酬與績效之不配適程度)在 2011 年應小於 2010 年及 2009 年。即檢測下述[註⁷]：

$$H0 : \text{Mean}(UN_FIT_{2011} - UN_FIT_{2010 \text{ 或 } 2009}) = 0$$

$$H1 : \text{Mean}(UN_FIT_{2011} - UN_FIT_{2010 \text{ 或 } 2009}) < 0 \quad (5)$$

為了檢驗假說 H2(薪酬委員會設置後，高階經理人薪酬與當期績效衡量指標之連結緊密程度對公司未來績效的正面影響程度會更強)，本研究建立下述模型(6)；並為了進一步區分過高薪酬和過低薪酬對未來績效的效果，建立模型(7)：


⁷ 本研究亦檢驗績效衡量指標對總經理及副總薪酬迴歸模型中，績效衡量指標對薪酬影響之係數是否在 2011 年大於 2010 年及 2009 年，來檢驗假說 H1。結果見第四章第五節額外測試。

$$ROA_{it+1} = \mu_0 + \mu_1 UN_FIT_{it} + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 ROA_{it} + \sum_{j=1}^{27} \mu IND_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$ROA_{it+1} = \mu_0 + \mu_1 OVER_PAY_{it} + \mu_2 UNDER_PAY_{it} + \mu_3 SIZE_{it} + \mu_4 ROA_{it} + \sum_{j=1}^{27} \mu IND_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

各個變數的定義與衡量說明如下：

1. ROA_{it+1} : 下一期之營運績效(即第 $t+1$ 年：2010 年、2011 年、2012 年之營運績效)。以稅前息前資產報酬率衡量。
2. UN_FIT_{it} : 當期與績效不配適之薪酬程度。將式(1)取自然對數後的薪酬殘差轉回，並取絕對值，將過高薪酬以及過低薪酬皆囊括於不配適薪酬。為方便比較，並再將結果以預計薪酬平減，將不配適薪酬以百分比表示。
3. $OVER_PAY_{it}$: 當期過高薪酬程度。將式(1)取自然對數後的薪酬殘差轉回，若未標準化殘差大於等於 0，則將其代表過高薪酬。為方便比較，並再將結果以預計薪酬平減，將過高薪酬以百分比表示。
4. $UNDER_PAY_{it}$: 當期過低薪酬程度。將式(1)取自然對數後的薪酬殘差轉回，若未標準化殘差小於 0，則將其代表過低薪酬，並取絕對值。為方便比較，並再將結果以預計薪酬平減，將過低薪酬以百分比表示。
5. $SIZE_{it}$: 當期公司規模。以銷貨收入淨額千元為單位取自然對數來代表。
6. ROA_{it} : 當期稅前息前資產報酬率。
7. IND_{it} : 產業之虛擬變數。以證券交易所產業分類判定。
8. t : t 分別代表第 2009 年、2010 年、2011 年。本研究以建立各年薪酬模型之方式，比較薪酬委員會設置前後之差異。



預期當模型(6)、模型(7)之 UN_FIT_{2011} 、 $OVER_PAY_{2011}$ 、 $UNDER_PAY_{2011}$ 係數顯著為負時，代表薪酬委員會設置後，總經理薪酬與績效衡量指標之配適程度愈高，公司未來績效愈好，支持假說 H2。並亦檢驗設置薪酬委員會之前， UN_FIT 、 $OVER_PAY$ 、 $UNDER_PAY$ 對 ROA_{t+1} 的影響作為比較(亦即， UN_FIT_{2009} 、 $OVER_PAY_{2009}$ 、 $UNDER_PAY_{2009}$ 對 ROA_{2010} 的影響；以及 UN_FIT_{2010} 、 $OVER_PAY_{2010}$ 、 $UNDER_PAY_{2010}$ 對 ROA_{2011} 的影響)，預期如設置薪酬委員會之前，有薪酬與績效不配適之情形，會導致無法藉由連結股東利益(績效)與代理人目標(高階經理人薪酬)之方式來達成增加股東利益(未來績效)的目標，亦即預期式(6)、式(7)之 $UN_FIT_{2009/2010}$ 、 $OVER_PAY_{2009/2010}$ 、 $UNDER_PAY_{2009/2010}$ 之係數為正，或不顯著。

第三節、變數衡量

本研究係檢驗薪酬委員會設置後，高階經理人薪酬依據公司績效衡量指標來支付之程度是否會如預期地增加，使不合理薪酬程度減少；並檢驗不合理薪酬對公司未來績效的影響。本研究假說 H1 之自變數為第 t 年之績效，應變數為第 t 年之總經理及副總現金薪酬；假說 H2 之自變數為第 t 年之不配適薪酬程度(進一步區分為過高薪酬與過低薪酬)，應變數為第 t+1 年之公司營運績效。將變數意義分別說明如下：

1. 高階經理人薪酬(LNCCOMP): 本研究之高階經理人包括總經理與副總經理。由於公開揭露之年報中，係將總經理之薪酬與副總之薪酬合併揭露總數，分別揭露之部分係為級距形式，因此本研究將副總薪酬與總經理薪酬總數合併探討。並且，參考 Sloan(1993)總經理及副總薪酬變數均以自然對數轉換，以降低薪酬之偏態。此外，因現行股票紅利之申報多僅依面額計算，致使有低估股票薪酬之疑慮，因此本研究之薪酬僅考慮總經理與副總之現金薪酬。

2. 績效：以資產報酬率(ROA)衡量。本研究使用當期稅前息前之資產報酬率作為績效衡量指標。因總經理副總薪酬大多為現金薪酬，而現金薪酬排除了高階主管持有股票等與股價有關的誘因(Sloan 1993)，因此現金薪酬之衡量應屬於與會計績效指標(例如：盈餘)相關之誘因薪酬，而股票薪酬則理應屬於與市場績效指標(例如：股價)相關之誘因薪酬(洪玉舜 2005; Kerr and Bettis 1987)。且股價相關之績效指標可能雜訊較多，以會計績效指標與現金薪酬之關係較為直接(Pavlik et al. 1993; Core et al. 1999; Hanlon et al. 2003)。因此本研究將績效以會計績效指標作為衡量，將之與總經理副總現金薪酬連結。
3. 未來營運績效(ROA_{t+1})：本研究採用代表公司整體之獲利能力的資產報酬率(Ittner and Larcker 1998)，作為公司營運績效的變數。
4. 當期營運績效(ROA_t)：將當年度營運績效作為影響下一年度營運績效之變數(蔡柳卿 2003)。
5. 成長率(GROWTH)：參考 Ittner 與 Larcker(1998)，以營業收入淨額的成長率作為公司成長力之代理變數，預期公司成長力愈好，總經理副總薪酬愈高。計算公式為(本期營收淨額-上期營收淨額)/上期營收淨額。
6. 研究發展強度(RDI)：本研究參考李佳玲等(2011)，以投入研究發展的程度來作為營運風險之代理變數；同時也可考量企業創新發展策略之程度，將公司投資與成長機會放入影響薪酬之變數中(蔡柳卿，2003)。預期 RDI 愈高，表示需要愈好決策能力的高階經理人，因此薪酬應愈高。計算公式為(研究發展支出/銷貨收入)。
7. 財務槓桿(DEBT)：以負債比率來衡量企業之財務槓桿程度。計算公式為(總負債/總資產)。

8. 其他控制變數：包括公司規模，將銷貨收入淨額以千元為單位取自然對數衡量；總經理及副總人數總和；產業別虛擬變數，以控制產業差異對高階經理人薪酬以及公司營運績效的影響。



第四章、實證結果與分析



第一節、敘述統計分析

本研究針對 1,189 個有效觀察值分別於 2009、2010、2011 三年之各項變數進行敘述性統計分析，其敘述性統計量列示於表 2。關於總經理與副總薪酬(LNCCOMP)，已取自然對數俾降低薪酬之偏態情形，三年平均數皆約為 9，標準差約為 1；績效(ROA)之平均數在 2010 年為 0.0895，在 2009 及 2011 年則皆接近 0.07；公司成長率(GROWTH)在 2009 年為-0.0579，2010 年為 0.3099，2011 年為 0.0219，三年標準差為 0.3 至 0.6 左右；研究發展強度(RDI)三年之平均數為 4%左右，中位數為 1.3%至 1.7%之間，與平均數稍有差異；標準差亦稍大，為 6%至 8%之間；負債比率(DEBT)三年之平均數與中位數差異不大，皆約為 0.3；次期公司營運績效(ROA_{t+1})在 2009 年較高，2010 其次，2011 最低。控制變數部分，公司規模(SIZE)三年差異不大；總經理副總人數三年之平均數、標準差及中位數皆相近。

與績效不配適之薪酬程度(UN_FIT)的平均數，2011 年程度最大，2010 年其次，2009 年最小。過高薪酬程度(OVER_PAY)的平均數，由大到小仍為 2011 年最大，2009 年最小。過低薪酬程度(UNDER_PAY)的平均數，最高者為 2010 年，2011 年其次，2009 仍最低。從 UN_FIT、OVER_PAY、UNDER_PAY 之敘述性統計初步觀察，設置薪酬委員會後(2011 年)之薪酬與績效不配適程度的平均數並無較低。

表 2 各變數之敘述性統計量

變數	2009 年 (n=1,189)			2010 年 (n=1,189)			2011 年 (n=1,189)		
	平均數	標準差	中位數	平均數	標準差	中位數	平均數	標準差	中位數
LNCCOMP	9.0618	1.0346	9.0519	9.2131	1.0640	9.1839	9.2111	1.0683	9.1561
ROA	0.0697	0.1050	0.0703	0.0895	0.1000	0.0852	0.0690	0.1023	0.0655
GROWTH	-0.0579	0.4948	-0.1180	0.3099	0.6152	0.2117	0.0219	0.3268	0.0052
SIZE	14.4578	1.5417	14.3633	14.6645	1.5280	14.5406	14.6420	1.5644	14.5564
RDI(%)	4.1191	7.2882	1.6600	3.5999	6.4023	1.3200	3.9610	7.6061	1.3400
CEO	4.3255	3.3935	3.0000	4.0740	3.3774	3.0000	4.1421	3.6231	3.0000
DEBT	0.3515	0.1756	0.3348	0.3514	0.1695	0.3339	0.3545	0.1729	0.3413
ROA _{t+1} (%)	8.9516	9.9975	8.5200	6.8959	10.2343	6.5500	5.4726	11.6126	5.6200
UN_FIT	0.4726	0.5133	0.3370	0.5213	0.6335	0.3564	0.5314	0.6895	0.3683
OVER_PAY	0.3208	0.5597	0.0223	0.3594	0.6843	0.0014	0.3697	0.7370	0.0191
UNDER_PAY	0.1517	0.2184	0.0000	0.1619	0.2226	0.0000	0.1617	0.2278	0.0000

LNCCOMP = 總經理與副總薪酬。LNCCOMP=當年度總經理及副總現金薪酬取自自然對數。

ROA = 資產報酬率。ROA=當年度稅前息前淨利/資產總額。

GROWTH = 營收成長率。GROWTH=(本期營收淨額-上期營收淨額)/上期營收淨額。因原樣本標準差較高(三年最高者達 14)，以 1%溫賽化[註⁸]。

SIZE = 公司規模。SIZE=銷貨收入淨額千元為單位取自然對數。

RDI(%) = 研究發展強度。RDI=研究發展支出/銷貨收入。因原樣本標準差較高(三年最高者達 45%)，以 1%溫賽化。

CEO = 總經理及副總人數。

DEBT = 負債比率。DEBT=總負債/總資產。


ROA_{t+1}(%) = 下一期資產報酬率。ROA_{t+1}=下一期稅前息前淨利/下一期資產總額。

UN_FIT = 當期與績效不配適之薪酬程度。包括過高薪酬以及過低薪酬。

OVER_PAY = 當期過高薪酬程度。

UNDER_PAY = 當期過低薪酬程度。

⁸ 溫賽化(winsorize)係考量離群值的一種方法，對於變數分配在前後 1%以外的觀察值，以 1%與 99%的數值取代，如此可排除極端值的影響並同時保留原本觀察值之代表性。



關於迴歸模型中各自變數間的 Pearson 相關性分析，如表 3 所示。各自變數間相關係數最高者為 UN_FIT 與 OVER_PAY，相關性三年皆高達 0.9，顯示不配適之薪酬最主要是過高薪酬所構成，過低薪酬之比例甚小。本研究並無將 UN_FIT 與 OVER_PAY 放於同一迴歸測試，而係分別檢驗其與次期績效的關係，且同一迴歸之自變數相關性皆低於 0.51，初步判斷自變數之間應無嚴重共線性問題。本研究並於進行各迴歸模型分析時，以變異數膨脹因子 VIF(variance-inflation factor) 檢測共線性，因 VIF 皆小於 3，顯示自變數間無共線性問題。

表 3 相關係數表



2009 年								
	ROA	GROWTH	SIZE	RDI	CEO	DEBT	UN_FIT	OVER_PAY
GROWTH	0.2274***							
SIZE	0.3045***	-0.0307						
RDI	-0.1807***	0.0285	-0.3381***					
CEO	0.0598**	-0.0349	0.4564***	-0.0124				
DEBT	-0.2245***	-0.0078	0.1538***	-0.2307***	0.0727**			
UN_FIT	0.0531*	0.0572**	0.0545*	-0.0324	0.0379	0.0021		
OVER_PAY	0.0369	0.0396	0.0406	-0.0251	0.0295	0.0037	0.9264***	
UNDER_PAY	0.0315	0.0344	0.0251	-0.0124	0.0141	-0.0046	-0.0196	-0.3945***
2010 年								
	ROA	GROWTH	SIZE	RDI	CEO	DEBT	UN_FIT	OVER_PAY
GROWTH	0.1899***							
SIZE	0.3162***	-0.0099						
RDI	-0.1609***	0.0113	-0.2950***					
CEO	0.1012***	-0.0300	0.5063***	-0.0412				
DEBT	-0.1887***	0.0953***	0.1994***	-0.2482***	0.0656**			
UN_FIT	0.0473	0.0210	0.0545*	-0.0514*	-0.0122	0.0212		
OVER_PAY	0.0377	0.0155	0.0450	-0.0408	-0.0055	0.0168	0.9496***	
UNDER_PAY	0.0194	0.0127	0.0175	-0.0216	-0.0182	0.0090	-0.0743**	-0.3830***



2011 年								
	ROA	GROWTH	SIZE	RDI	CEO	DEBT	UN_FIT	OVER_PAY
GROWTH	0.3139***							
SIZE	0.2961***	0.1205***						
RDI	-0.1943***	-0.1466***	-0.2941***					
CEO	0.0639**	-0.0141	0.4756***	-0.0311				
DEBT	-0.1763***	0.0965***	0.2329***	-0.2624***	0.0792***			
UN_FIT	-0.0864***	-0.0529*	-0.0376	-0.0463	-0.0245	0.0506*		
OVER_PAY	-0.0821***	-0.0490*	-0.0348	-0.0365	-0.0148	0.0473	0.9570***	
UNDER_PAY	0.0029	-0.0026	-0.0019	-0.0239	-0.0283	0.0007	-0.0593**	-0.3464***

所有變數定義同表 2；

***, **, * 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

第二節、 薪酬委員會設置對於高階經理人薪酬與績效衡量指標連

結程度之影響

表 4 列示在薪酬委員會設置前(2009 年、2010 年)和設置後(2011 年)分別之薪酬—績效模型，其解釋力均達 60%，顯示此模型對薪酬有足夠解釋力；並且各年資產報酬率(ROA)皆對其薪酬(LNCCOMP)有顯著正向影響，與預期相符。而相關其他變數，公司規模(SIZE)、研究發展強度(RDI)、總經理及副總經理人數(CEO)皆如預期，對薪酬有一致的正向影響力。較特殊的是，成長率(GROWTH)對薪酬是負向顯著影響，可能的原因為成長率較高的公司，或許會更多地發放股票薪酬等長期性薪酬，而本研究所探討之薪酬僅包括現金薪酬，而現金薪酬與長期性薪酬可能有替代效果。

表 4 績效對高階經理人薪酬影響之分析—模型(1)之分析

自變數/應變數	(1.1) LNCCOMP _t		(1.2) LNCCOMP _t		(1.3) LNCCOMP _t	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	4.55 ^{***}	(14.61)	4.06 ^{***}	(10.82)	3.69 ^{***}	(9.91)
ROA _t	1.55 ^{***}	(7.85)	1.80 ^{***}	(7.83)	1.77 ^{***}	(6.28)
GROWTH _t	-0.09 ^{**}	(-2.39)	-0.08 ^{**}	(-2.26)	-0.24 ^{***}	(-3.89)
SIZE _t	0.29 ^{***}	(18.63)	0.33 ^{***}	(16.74)	0.35 ^{***}	(17.54)
RDI _t	0.01 ^{***}	(5.00)	0.02 ^{***}	(6.89)	0.02 ^{***}	(6.13)
CEO _t	0.15 ^{***}	(24.53)	0.13 ^{***}	(13.19)	0.11 ^{***}	(11.30)
DEBT _t	-0.37 ^{***}	(-3.36)	-0.28 ^{**}	(-2.16)	-0.30 [*]	(-1.96)
N	1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.67		0.66		0.63	
F	76.61		48.81		39.67	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

產業類別非本研究重點，不將結果列示。

為了驗證假說 H1，將模型(1)所產生之殘差項依照式(4)之計算方法(取絕對值)得出各年之薪酬—績效不配適程度(UN_FIT)，並將 2011 年與 2010 及 2009 年之 UN_FIT 比較結果列示於表 5。由表 5 可見，2011 年與 2010 年之 UN_FIT 程度差異不顯著，無法得出 2011 年薪酬與績效配適程度較 2010 為高的結論；而 2011 年與 2009 年之比較，與假說 H1 之預期相反，係 UN_FIT₂₀₁₁ 高於 UN_FIT₂₀₀₉，且達 0.01 之顯著水準，即設置薪酬委員會之後，薪酬與績效的不配適程度較設置前(2009 年)反而為高。

表 5 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析—模型(5)之分析

2011 年與 2010 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95% 信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5314	0.0200	0.6895	0.4921	0.5706
UN_FIT ₂₀₁₀	0.5213	0.0184	0.6335	0.4853	0.5574
diff	0.0101	0.0171	0.5880	-0.0234	0.0435
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₁₀) = 0			樣本量皆為 1,189		
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₁₀					
p 值 = 0.7222			t = 0.5895		
2011 年與 2009 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95% 信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5314	0.0200	0.6895	0.4921	0.5706
UN_FIT ₂₀₀₉	0.4726	0.0149	0.5133	0.4434	0.5018
diff	0.0588	0.0190	0.6553	0.0215	0.0961
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₀₉) = 0			樣本量皆為 1,189		
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₀₉					
p 值 = 0.9990 [註 ⁹]			t = 3.0948		

對於此與預期相反之結果，顯示設置薪酬委員會之後，薪酬與績效不配適的程度反而更甚，且根據第四章第一節中相關係數之分析，OVER_PAY 與 UN_FIT 之相關性高達 0.9，顯示設置薪酬委員會後，過高薪酬的程度可能亦更嚴重。本研究認為，可能係薪酬委員會之成員獨立性尚不足，或薪酬委員會設置後尚無適當的執行職責之緣故。關於薪酬委員會之成員資格，設置辦法中規定，採循序漸進方式推動，於 2014 年 3 月 18 日前，薪資報酬委員會三分之一以下之成員可由一般董事擔任(設置辦法第 6 條第 5 項)。並且薪酬委員會應至少每年召開二次，惟規定於 2011 年實收資本額達新台幣一百億元者，僅需至少召開一次，且未達新台幣一百億元者，於 2011 年得不適用召開會議次數之規定。因此，本研究於第四節中進一步分析中，排除開會次數為 0 之樣本，俾得出更清楚的證據。

⁹ 本研究檢驗 H1(UN_FIT₂₀₁₁ < UN_FIT₂₀₀₉)之方式為單尾檢定，故當 H1 之檢驗結果 p 值為 0.9990 時，代表(UN_FIT₂₀₁₁ > UN_FIT₂₀₀₉)之 p 值為 0.001。亦即檢驗結果為 2011 年之 UN_FIT 大於 2009 年之 UN_FIT，達 0.01 顯著水準。

第三節、高階經理人薪酬與績效之連結程度對未來績效的影響：設

置薪酬委員會前後之比較

本研究並探討薪酬委員會設置後，薪酬—績效不配適程度(UN_FIT)對未來營運績效(ROA_{t+1})之影響。預期薪酬委員會設置後，因公司治理強化，薪酬之訂定應更能連結股東利益與總經理決策，而成功地藉著薪酬與績效之連結而提升未來營運績效，達成股東利益最大化的目標。亦即，若公司與平均薪酬模型不配適則對 ROA_{t+1} 有負向影響，並將此與設置薪酬委員會前(2009 年與 2010 年)比較。

實證結果如表 6 所示。首先，模型(6.1)、模型(6.2)、模型(6.3)之解釋力均達 40% 以上，顯示模型之解釋力足夠。而當期 ROA 與公司規模除了 $SIZE_{2010}$ 外，皆如預期對公司未來績效(ROA_{t+1})有正向顯著影響。主要之變數 UN_FIT_{2011} 對於 ROA_{2012} 之影響雖達 0.01 之顯著水準，但為正向影響而與預期相反，即設置薪酬委員會後，薪酬—績效不配適之程度反而對未來績效有正向影響。為了更清楚薪酬委員會之影響，將設置薪酬委員會前作為比較，結果顯示 UN_FIT_{2009} 對 ROA_{2010} 以及 UN_FIT_{2010} 對 ROA_{2011} 之影響不顯著。

將薪酬委員會設置前後比較，發現設置前無法達成藉由將薪酬與績效結合之策略提升未來營運績效，並且不配適對於未來績效沒有顯著影響；而設置後亦無法達成藉由薪酬—績效連結提升股東利益之目標，甚至發現與績效不配適之薪酬與未來績效有顯著正相關，此結果較設置前更為不理想。本研究認為，或許是表示在 2011 年全樣本公司之薪酬與績效衡量之模型—即模型(1)，非為最理想的，才導致與此模型不配適時反而對未來績效有正面影響之情形(Ittner et al. 2003)。

與假說 H1 之結果同時考量，本研究認為薪酬與績效之不配適程度更甚，可能導致全樣本公司之薪酬與績效模型已非最理想之標竿模型，造成與此模型差距愈大，反而對次期績效更好之情況。且表示設置薪酬委員會後，增加營運績效之方式非藉由將薪酬與績效連結，而係藉由給付更高薪酬來留住人才，由此結果，無法證實薪酬委員會之設置初期能有效降低過高薪酬，將薪酬與績效連結更緊密。

表 6 高階經理人薪酬與當期績效衡量指標不配適程度對未來績效之分析—模型
(6)之分析

自變數/應變數	(6.1)		(6.2)		(6.3)	
	ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-4.55	(-1.18)	0.74	(0.21)	-8.05 [*]	(-1.96)
UN_FIT _t	0.72	(1.63)	-0.05	(-0.14)	1.92 ^{***}	(5.40)
SIZE _t	0.36 ^{**}	(2.14)	0.04	(0.27)	0.53 ^{***}	(3.03)
ROA _t	58.81 ^{***}	(25.20)	71.93 ^{***}	(32.40)	74.94 ^{***}	(28.92)
N	1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.40		0.52		0.48	
F	28.43		45.70		38.93	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

表 7 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分過高薪酬與過低薪酬)程度對未來績效之分析—模型(7)之分析

自變數/應變數	(7.1)		(7.2)		(7.3)	
	ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-3.91	(-1.02)	1.09	(0.31)	-7.88*	(-1.91)
OVER_PAY _t	0.69	(1.56)	-0.10	(-0.30)	1.90***	(5.35)
UNDER_PAY _t	-3.30***	(-2.93)	-2.07**	(-2.06)	1.13	(0.99)
SIZE _t	0.37**	(2.22)	0.05	(0.30)	0.53***	(3.03)
ROA _t	59.04***	(25.44)	72.03***	(32.48)	74.92***	(28.91)
N	1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.41		0.52		0.48	
F	28.31		44.46		37.64	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究並進一步將不配適程度區分為較高薪酬(OVER_PAY)與較低薪酬(UNDER_PAY)來分析其對未來績效之影響(李佳玲 2011)。實證結果列示於表 7，模型整體解釋力與表 6 結果大致相同，當期 ROA 與公司規模對營運績效(ROA_{t+1})之影響亦與表 6 差異不大。主要變數 OVER_PAY₂₀₁₁ 與 UNDER_PAY₂₀₁₁ 則顯示薪酬過高之部分對未來績效仍為顯著正相關，與預期相反，而薪酬較低部分的影響力則不具顯著性。用於比較之 2009、2010 年之 OVER_PAY 與 UNDER_PAY 影響力部分，薪酬較高對未來績效亦無顯著影響力，值得注意的是，薪酬較低的部分對未來績效為負向影響，顯示出 2009 年與 2010 年之較低薪酬皆對次期營運

表 8 高階經理人薪酬與當期績效不配適(並區分較高薪酬與較低薪酬)程度對未來

績效之結果整理

當年不配適程度對次期績效之影響	(1)	(2)	
	UN_FIT	OVER_PAY	UNDER_PAY
2009 年	不顯著	不顯著	— ^{***}
2010 年	不顯著	不顯著	— ^{**}
2011 年	+ ^{***}	+ ^{***}	不顯著

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

績效有負向影響，係理想之關係，惟此狀況到 2011 年則變成沒有顯著影響。從表 6、表 7 可得出設置薪酬委員會後，薪酬與當期績效配適程度對於未來營運績效的關係，與設置之前有相當程度的不同，且不符合假說 H2 之預期。便於比較，本研究將假說 H2 結果以表 8 列示。

因 UN_FIT 與 OVER_PAY 之相關性高達 0.9(見第四章第一節敘述性統計)，因此 UN_FIT 對次期績效之影響力主要來自 OVER_PAY，由表 7 亦可得知。額外的發現為，2011 年之 UNDER_PAY 並無像 2010、2009 對未來績效有理想之負向關係，更增強了上述設置薪酬委員會後並無較為理想之結論。

第四節、 進一步分析

因先前之實證結果不符合假說 H1 與假說 H2，無法證實薪酬委員會設置後，薪酬與績效之連結更緊密，亦無法證實設置後，薪酬與當期績效的連結能夠提升營運績效，甚至皆得出相反結論。因此本研究進一步分析出，先前之樣本中，共有 799 間公司並未於 2011 年召開薪酬委員會會議，即僅設置卻未開會，為了更確實得出開會過後對薪酬設計的影響力，並再與設置前比較，本研究進一步剔除開會次數為 0 之樣本，進行假說 H1、H2 的檢驗。即只考慮 2011 年有開會之樣

本，將其 2011 年之薪酬—績效關係與相同公司，於 2010 年及 2009 年之比較。

剔除開會次數為 0 之樣本後，剩餘公司個數為 404 間，樣本篩選順序如第三章第一節所述，再另外扣除 799 個開會次數為 0 的公司。篩選過程及產業分布情況如表 9-1。

1. 敘述統計分析

刪除開會次數為 0 之樣本後，共 404 間公司之敘述性統計量如表 9-2。與刪除前之 1,189 間公司三年的平均數、標準差、中位數比較下兩者差異不大，僅此處之 GROWTH 與 RDI 因原始標準差不似 1,189 家公司之樣本下較高，並未溫賽化 (winsorize) 處理，因此 $GROWTH_{2010}$ 、 $GROWTH_{2011}$ 之標準差較 1,189 已溫賽化之標準差稍高，為 2 及 5 左右； RDI_{2011} 亦稍高，為 15% 左右。其餘變數敘述性統計與第四章第一節差異不大。關於高階經理人薪酬(LNCCOMP)，已取自然對數降低薪酬之偏態情形，三年平均數皆約為 9，標準差約為 1；績效(ROA)之平均數在 2010 年為 0.0944，在 2009 及 2011 年則約為 0.07；公司成長率(GROWTH)平均數在 2009 年為 -0.0454，2010 年為 0.4512，2011 年為 0.2806，三年之標準差為 0.5 至 5 之間；研究發展強度(RDI)三年之平均數為 3% 至 4% 左右，中位數為 1.3% 至 1.8% 之間，標準差為 8% 至 15% 之間；負債比率(DEBT)三年之平均數與中位數差異不大，皆約為 0.3；公司營運績效(ROA_{t+1})依然在 2009 年較高，2010 其次，2011 最低。控制變數部分，公司規模(SIZE)三年差異不大；總經理副總人數三年之平均數、標準差及中位數皆相近。

表 9-1 樣本篩選過程與產業分配狀況(n=404)

Panel A：樣本篩選過程							
2009 至 2012 年台灣之上市（櫃）公司樣本			1,628				
減：上市櫃年度晚於 2011 年之樣本			(204)				
減：研究期間總經理非同一人			(0)				
減：性質特殊之銀行業			(47)				
減：有發放股票紅利薪酬之樣本			(117)				
減：2011 年薪酬委員會開會次數不足一次者			(799)				
減：控制變數資料缺漏之樣本			(57)				
最終公司家數			<u>404</u>				
Panel B：樣本公司產業分布情況							
產業名稱	產業代碼	樣本數	佔全體 樣本百 分比(%)	產業名稱	產業 代碼	樣本 數	佔全體樣 本百分比 (%)
水泥工業	1	3	0.74	貿易百貨	18	4	0.99
食品工業	2	4	0.99	其他	20	49	12.13
塑膠工業	3	6	1.49	化學工業	21	8	1.98
紡織工業	4	14	3.47	生技醫療	22	8	1.98
電機機械	5	14	3.47	油電燃氣	23	8	1.98
電器電纜	6	3	0.74	半導體業	24	50	12.38
造紙工業	9	2	0.5	電腦及週邊設備業	25	31	7.67
鋼鐵工業	10	8	1.98	光電業	26	32	7.92
橡膠工業	11	3	0.74	通訊網路業	27	24	5.94
汽車工業	12	1	0.25	電子零組件業	28	60	14.85
建材營造	14	8	1.98	電子通路業	29	17	4.21
航運	15	5	1.24	資訊服務業	30	16	3.96
觀光	16	3	0.74	其他電子業	31	23	5.69
合計						<u>404</u>	<u>100(%)</u>

與績效不配適之薪酬程度(UN_FIT)的平均數，以及過高薪酬程度(OVER_PAY)的平均數，皆仍為 2011 年程度最大，2010 年其次，2009 年最小。過低薪酬程度(UNDER_PAY)的平均數，最高者為 2010 年，2011 年其次，2009 仍最低。此結果與未排除開會次數為 0 之樣本下大致相同。

表 9-2 實證樣本各變數之敘述性統計量

變數	2009 年 (n=404)			2010 年 (n=404)			2011 年 (n=404)		
	平均數	標準差	中位數	平均數	標準差	中位數	平均數	標準差	中位數
LNCCOMP	9.1942	1.0505	9.1823	9.3403	1.1004	9.3145	9.3413	1.1085	9.3081
ROA	0.0772	0.1150	0.0791	0.0944	0.1071	0.0929	0.0692	0.1112	0.0652
GROWTH	-0.0454	0.6205	-0.1107	0.4562	2.0282	0.2058	0.2806	4.9010	0.0012
SIZE	14.6395	1.6559	14.5132	14.8481	1.6227	14.7209	14.8081	1.6422	14.6862
RDI(%)	4.2702	8.3358	1.7750	3.8517	9.6705	1.3850	4.6012	14.9443	1.3750
CEO	4.7525	3.7869	4.0000	4.3936	3.6708	3.0000	4.4381	4.1142	3.0000
DEBT	0.3531	0.1725	0.3336	0.3486	0.1664	0.3264	0.3538	0.1680	0.3364
ROA _{t+1} (%)	9.4387	10.7138	9.2900	6.9243	11.1168	6.5150	6.3760	11.0476	6.1700
UN_FIT	0.4911	0.5821	0.3279	0.5256	0.5760	0.3707	0.5442	0.7685	0.3616
OVER_PAY	0.3349	0.6293	0.1300	0.3621	0.6308	0.0312	0.3857	0.8120	0.0303
UNDER_PAY	0.1562	0.2185	0.0000	0.1634	0.2292	0.0000	0.1585	0.2321	0.0000

所有變數定義同表 2。

考量開會次數之樣本下，其相關係數如表 8-3 所示。與第四章第一節結果大致相同，各自變數間相關係數最高者為 UN_FIT 與 OVER_PAY，相關性三年皆高達 0.9，顯示不配適之薪酬最主要是過高薪酬所構成，過低薪酬之比例甚小。本研究並無將 UN_FIT 與 OVER_PAY 放於同一迴歸測試，而係分別檢驗其與次期績效的關係，且同一迴歸之自變數相關性皆低於 0.53，初步判斷自變數之間應無嚴重共線性問題。而於檢驗迴歸模型時，其 VIF 皆小於 2.5，顯示自變數間無共線性問題。

表 9-3 相關係數表(n=404)



2009 年								
	ROA	GROWTH	SIZE	RDI	CEO	DEBT	UN_FIT	OVER_PAY
GROWTH	0.1361***							
SIZE	0.3118***	0.0095						
RDI	-0.2200***	-0.0678	-0.3226***					
CEO	0.0582	-0.0252	0.4650***	-0.0113				
DEBT	-0.2349***	-0.0045	0.0837*	-0.1611***	0.0508			
UN_FIT	-0.0107	-0.0309	0.0043	0.0446	0.0193	-0.0084		
OVER_PAY	-0.0120	-0.0256	0.0053	0.0287	0.0149	-0.0056	0.9275***	
UNDER_PAY	0.0058	-0.0074	-0.0038	0.0326	0.0075	-0.0055	-0.0291	-0.4008***
2010 年								
	ROA	GROWTH	SIZE	RDI	CEO	DEBT	UN_FIT	OVER_PAY
GROWTH	0.0547							
SIZE	0.3508***	-0.0699						
RDI	-0.2082***	-0.0540	-0.2727***					
CEO	0.1564***	-0.0267	0.5238***	-0.0372				
DEBT	-0.1446***	0.0959*	0.1520***	-0.2146***	0.0436			
UN_FIT	0.0124	0.0517	0.0122	-0.0064	-0.0300	0.0386		
OVER_PAY	0.0141	0.0387	0.0120	-0.0068	-0.0176	0.0340	0.9187***	
UNDER_PAY	-0.0070	0.0207	-0.0024	0.0026	-0.0243	0.0027	-0.0286	-0.4211***



2011 年								
	ROA	GROWTH	SIZE	RDI	CEO	DEBT	UN_FIT	OVER_PAY
GROWTH	0.0039							
SIZE	0.3498***	-0.0120						
RDI	-0.2626***	-0.0163	-0.2495***					
CEO	0.0807	-0.0253	0.5123***	-0.0579				
DEBT	-0.1889***	-0.0778	0.1560***	-0.1626***	0.0655			
UN_FIT	-0.1118**	-0.0402	-0.1313***	0.0255	-0.0393	0.0883*		
OVER_PAY	-0.0966*	-0.0296	-0.1052**	0.0171	-0.0325	0.0861*	0.9447***	
UNDER_PAY	-0.0253	-0.0246	-0.0549	0.0210	-0.0133	-0.0100	-0.0199	-0.3467***

所有變數定義同表 2；

***, **, * 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

2. 薪酬委員會設置對於高階經理人薪酬與績效連結程度之影響

因從第四章第二節之 1,189 家公司所得出三年迴歸模型其殘差項中，得到的結論為 UN_FIT_{2011} 顯著大於 UN_FIT_{2009} ，顯示設置薪酬委員會後，薪酬與績效的不配適程度不僅沒有減少，反而增加之情形。因此本研究進一步考慮是否將開會次數為 0 之樣本刪除後，能更正確的得出薪酬委員會設置後之貢獻，而會與包含未開會之樣本下所得出的結論不同。

首先，同樣先得出樣本設置薪酬委員會前後之薪酬與績效的迴歸模型，各變數對薪酬的影響力如表 9-4。模型整體解釋力仍皆達 60%，主要變數 ROA 仍與薪酬為顯著正相關。值得注意的是，或許是因為觀察值減少，GROWTH 與 DEBT 顯著性不如較大樣本下的結果，而其他變數則與表 4 結果相似。

為了驗證假說 H1 之結果是否因只考慮有開會之樣本而有所不同，同樣將模型(9.1.1)、模型(9.1.2)、模型(9.1.3)所產生之殘差項依照式(4)之計算方法(取絕對值)得出各年之薪酬—績效不配適程度(UN_FIT)，並將 2011 年與 2010 年及 2009 年之 UN_FIT 比較結果列示於表 9-5。由表 9-5 可見，2011 年與 2010 年之 UN_FIT 程度差異仍不顯著，依然無法得出 2011 年薪酬與績效配適程度較 2010 年為高的結論；而 2011 年與 2009 年之 UN_FIT 差異僅達 0.1 之顯著水準，且檢驗結果依然為 2011 年之薪酬—績效不配適程度較 2010 年為高，與假說 H1 之預期相反，顯示即使只考慮有開會之樣本下，薪酬委員會設置後(2011 年)之薪酬—績效不配適程度仍大於設置前(2009 年)，而 2010 年或許因設置過渡期影響力較為模糊，依然沒有顯著影響。

綜上所述，不論有無考量開會之樣本，皆無法支持假說 H1，且得到相反結論。本研究認為，既然已確定公司有履行開會職責，仍得出此結論，或許係因 2011 年為薪酬委員會開始運作的第一年，有許多因素在調整，包括薪酬委員會成員之獨立性尚較欠缺，以及不論公司規模皆強行設置薪酬委員會，可能致使小規模公司之法令遵循成本增加等，導致初期實施結果較為不佳。

另外，O'Reilly et al. (1988) 以社會比較理論 (social comparison theory) 指出，薪酬委員會成員在訂立經理人薪酬時，會藉由自身經驗和與同業比較之結果來決定薪酬。亦即，使用薪酬委員會成員自身之薪資作為評估基準，以及通常會以相較於該公司經理人薪酬稍微高的同業目標作為比較，因此會造成訂立稍微高的經理人薪酬之結果。此亦為造成薪酬委員會設置後，不配適薪酬增加之可能原因。

設置辦法第 7 條第 2 項 3 款規定，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。本研究認為，在同業薪酬可能普遍過高之疑慮下，薪酬委員會之設置應係為了解決不合理薪酬之情形，因此經理人薪酬最主要仍應以績效評估與個人表現為判斷是否合理之主要因素，而再以相對績效指標來評估績效之方式，將同業情形列入參考。

表9-4 績效對高階經理人薪酬影響之分析—模型(1)之分析(n=404)

自變數/應變數	(9.1.1)		(9.1.2)		(9.1.3)	
	LNCCOMP _t		LNCCOMP _t		LNCCOMP _t	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	5.15 ^{***}	(10.48)	5.00 ^{***}	(9.56)	4.40 ^{***}	(7.68)
ROA _t	1.64 ^{***}	(5.32)	1.64 ^{***}	(4.84)	0.79 ^{**}	(2.08)
GROWTH _t	-0.01	(-0.12)	-0.04 ^{***}	(-2.63)	-0.00	(-0.35)
SIZE _t	0.28 ^{***}	(11.10)	0.30 ^{***}	(10.90)	0.34 ^{***}	(11.32)
RDI _t	0.01 ^{***}	(3.36)	0.01 ^{**}	(2.58)	0.01 ^{***}	(2.63)
CEO _t	0.14 ^{***}	(14.48)	0.13 ^{***}	(12.79)	0.10 ^{***}	(10.09)
DEBT _t	-0.23	(-1.19)	-0.55 ^{***}	(-2.63)	-0.49 ^{**}	(-2.11)
N	404		404		404	
adj. R ²	0.69		0.68		0.61	
F	29.36		29.04		21.28	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

表 9-5 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析—模型(5)之分析(考量開會與否)

2011 年與 2010 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5206	0.0330	0.6627	0.4558	0.5854
UN_FIT ₂₀₁₀	0.4958	0.0257	0.5157	0.4453	0.5462
diff	0.0248	0.0278	0.5584	-0.0298	0.0795
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₁₀) = 0 樣本量皆為 404					
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₁₀					
p 值 = 0.8142			t = 0.8944		
2011 年與 2009 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5206	0.0330	0.6627	0.4558	0.5854
UN_FIT ₂₀₀₉	0.4783	0.0264	0.5309	0.4263	0.5302
diff	0.0423	0.0326	0.6556	-0.0218	0.1065
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₀₉) = 0 樣本量皆為 404					
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₀₉					
p 值 = 0.9025			t = 1.2980		

3. 高階經理人薪酬與績效之連結程度對未來績效的影響：設置薪酬委員會前後之比較

因第四章第三節之結果顯示設置薪酬委員會後，與績效不配適之薪酬、過高薪酬皆對次期績效反而有正向影響，而設置薪酬委員會前係無顯著影響；而過低薪酬對次期績效的影響，設置薪委會前為理想的負向關係，設置後無顯著影響。整體而言皆不支持假說 H2，因此本研究將設置薪酬委員會後的樣本，考量有無開會後，檢驗設置薪委會後且有開會的樣本，其薪酬與績效連結程度對未來績效的影響是否與前述有不同結論，而能支持假說 H2。

為了檢驗假說 H2，本研究將式(6)、式(7)加入薪委會開會次數之虛擬變數 (MEET)，若 2011 年開會次數至少 1 次，則 MEET 為 1；若無開會，MEET 為 0。探討設置薪酬委員會且有召開會議者，對於薪酬—當期績效不配適程度 (UN_FIT)(進一步區分為 OVER_PAY 與 UNDER_PAY)與未來營運績效(ROA_{t+1})

之影響。預期當式(6.1)之 μ_3 ，以及式(7.1)之 μ_4 、 μ_5 顯著為負時，支持假說 H2。

$$\begin{aligned} ROA_{it+1} = & \mu_0 + \mu_1 UN_FIT_{it} + \mu_2 MEET_{it} + \mu_3 UN_FIT_{it} \times MEET_{it} + \mu_4 SIZE_{it} \\ & + \mu_5 ROA_{it} + \sum_{j=1}^{27} \mu_j IND_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9.6)$$

$$\begin{aligned} ROA_{it+1} = & \mu_0 + \mu_1 OVER_PAY_{it} + \mu_2 UNDER_PAY_{it} + \mu_3 MEET_{it} \\ & + \mu_4 OVER_PAY_{it} \times MEET_{it} + \mu_5 UNDER_PAY_{it} \times MEET_{it} \\ & + \mu_6 SIZE_{it} + \mu_7 ROA_{it} + \sum_{j=1}^{27} \mu_j IND_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9.7)$$

變數定義與衡量說明如下：

1. $MEET_{it}$: 2011 年公司之薪酬委員會，其開會次數之虛擬變數。若有開會， $MEET$ 為 1；若無開會， $MEET$ 則為 0。
 2. 其餘變數 : 定義與式(6)、式(7)相同，但此處之 t 僅為 2011 年。
-

結果如表 9-6 所示，模型(6.1)、模型(6.2)即為第四章第三節已測試過之 2009 年及 2010 年 UN_FIT 對次期績效影響。模型(9.6.3)則為式(9.6)考慮開會與否之結果，其解釋力達 50%，而當期 ROA 亦同樣對下一期績效有正向顯著影響，公司規模($SIZE$)亦為顯著正向影響。用來驗證 H2 之主要變數($UN_FIT_{2011} \times MEET_{2011}$)，為 3.79，並達 0.01 顯著水準，顯示與未考慮開會與否之結果相同。

進一步將不配適程度區分為較高薪酬($OVER_PAY$)與較低薪酬($UNDER_PAY$)並分析其對未來績效之影響部分，實證結果列示於表 9-7。模型解釋力與自變數影響方向皆與表 9-6 皆相似。用於驗證假說 H2 之主要變數部分($OVER_PAY_{2011} \times MEET_{2011}$)與($UNDER_PAY_{2011} \times MEET_{2011}$)顯示，設置薪酬委員會後，有開會公司之較高薪酬同第四章第三節(未區分開會與否)之結果，對次期績效為顯著正向影響；值得注意的是，有開會公司之較低薪酬也對次期績效有顯著正向影響，且不論較高薪酬或較低薪酬，對次期績效的正向影響皆達 0.01 顯

表 9-6 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析—模型(6)之分析(考量開會與否)

自變數/應變數	(6.1)		(6.2)		(9.6.3)	
	ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-4.55	(-1.18)	0.74	(0.21)	-8.71**	(-2.15)
UN_FIT _t	0.72	(1.63)	-0.05	(-0.14)	0.06	(0.12)
MEET ₂₀₁₁					-0.70	(-1.07)
UN_FIT ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁					3.79***	(5.33)
SIZE _t	0.36**	(2.14)	0.04	(0.27)	0.57***	(3.26)
ROA _t	58.81***	(25.20)	71.93***	(32.40)	76.73***	(29.81)
N	1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.40		0.52		0.50	
F	28.43		45.70		38.57	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究使用 VIF 檢測變數間共線性，VIF 最高為 2.64，表示變數間無共線性問題。

著水準。此結果顯示，即使已考量有開會之薪委會公司，仍得出設置薪酬委員會後，並無藉由薪酬與績效的配適來提升未來營運績效，與假說 H2 不符。本研究將檢驗假說 H2 之結果以表 10 列示以便比較。

表 9-7 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分較高薪酬與較低薪酬)程度對未來
績效之分析—模型(7)之分析(考量開會與否)

自變數/應變數	(7.1)		(7.2)		(9.7.3)	
	ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-3.91	(-1.02)	1.09	(0.31)	-8.03**	(-1.98)
OVER_PAY _t	0.69	(1.56)	-0.10	(-0.30)	3.41***	(6.54)
UNDER_PAY _t	-3.30***	(-2.93)	-2.07**	(-2.06)	5.67***	(3.11)
MEET ₂₀₁₁					-1.51**	(-2.02)
OVER_PAY ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁					3.86***	(5.44)
UNDER_PAY ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁					8.73***	(3.67)
SIZE _t	0.37**	(2.22)	0.05	(0.30)	0.58***	(3.29)
ROA _t	59.04***	(25.44)	72.03***	(32.48)	76.55***	(29.77)
N	1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.41		0.52		0.50	
F	28.31		44.46		36.50	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究使用 VIF 檢測變數間共線性，VIF 最高為 2.56，表示變數間無共線性問題。

表 10 高階經理人薪酬與當期績效不配適(並區分較高薪酬與較低薪酬)程度對未來績效之結果整理(加入考量開會與否樣本結果)

當年不配適程度對次期績效之影響	(1)	(2)	
	UN_FIT	OVER_PAY	UNDER_PAY
2009	不顯著	不顯著	— ^{***}
2010	不顯著	不顯著	— ^{**}
2011(未考慮開會與否之樣本結果)	+ ^{***}	+ ^{***}	不顯著
2011(考慮開會與否之樣本結果)	+ ^{***}	+ ^{***}	+ ^{***}

由表 10 之結果，發現不論是否考慮薪酬委員會於 2011 年有無開會，所得之假說 H2 結果皆顯示，2011 年之 UN_FIT 與 OVER_PAY 對次期績效之正向影響為 2009 年與 2010 年所不存在的狀況；且設置薪酬委員會前(2009 年與 2010 年)之 UNDER_PAY 對次期績效之負向影響並沒有延續到 2011 年，甚至在考慮有開會之樣本後，呈正向影響。由此看來，設置薪酬委員會之後，薪酬—績效不配適程度對次期營運績效影響與設置前有相當程度的差異，且不符合預期。

針對於此，本研究參考 Ittner et al. (2003)之研究解釋，其不配適程度(不論是較高薪酬或較低薪酬)與營運績效非為負向關係，甚至反而為正向影響時，可能表示目前平均之薪酬與績效衡量指標之模型非為最理想的，以至於偏離目前平均之以績效衡量之薪酬時，反而對次期績效有正向影響。

Core et al.(1999)之研究中，認為超額薪酬如對次期績效為正向影響(或無顯著影響)表示公司對於高品質 CEO 的需求，因此會以較高的薪酬來吸引人才。本研究認為，此論點與 Ittner et al.(2003)之上述論點並無衝突，以較高薪酬吸引高品質人才，似乎也表示了目前之薪酬與其所帶來之績效不配適之情形。

綜上所述，本研究認為設置薪酬委員會後，較高薪酬與較低薪酬對下一期績效之正向影響(或影響不顯著)，可能是因為同產業之樣本所形成的薪酬與績效之配適程度並非最適當的，如假說 H1 之結果，薪酬委員會設置後不配適程度反而

比設置前還高，因此才會造成無法藉由以薪酬與績效適當結合所帶來的最大化股東利益之目標。



第五節、 額外測試

1. 考慮股權結構與董事會結構對薪酬之影響

(1) 加入股權結構與董事會結構後薪酬與績效之連結程度：設置薪酬委員會前後之比較

參考林佳緯(2011)、Core et al(1999)，其對於可能影響薪酬之股權結構與董事會結構之變數分類，本研究欲進一步探討將股權結構與董事會結構放入總經理副總之薪酬模型中，是否薪酬—績效配適程度及其對未來績效影響仍然如第四章第二節及第三節與第四節之結論，因此將薪酬與績效之模型加入相關控制變數。新加入之股權結構與董事會結構之控制變數如下：

股權結構：

$HOLD_{it}$: 高階經理人持股比例。本研究之高階經理人包含總經理與副總經理。

B_HOLD_{it} : 前十大股東持股比例。

董事會結構：

$AUDIT_COMM_{it}$: 設置審計委員會之虛擬變數。如有設置則為 1，否則為 0。

$INDEP_{it}$: 獨立董事人數。

$BOARDSIZE_{it}$: 董事會規模。以董事及監察人總人數衡量。

並且為了考量財務風險對薪酬的影響，並將各期前 12 個月之股票報酬率標準差($SDRET_{it}$)加入薪酬決定模型中，考慮績效衡量指標與風險與股權結構、董事會結構對薪酬的影響。

增加相關股權結構與董事會結構之變數後，模型(1)之分析結果如表 11-1 所示。整體模型解釋力仍達 60% 以上，在此模型中，原始模型已使用之變數對薪酬之影響，除了 DEBT 之影響變為不顯著外，其餘變數之影響大致相同。而新增加之股權結構與董事會結構變數中，大股東持股比例(B_HOLD)與財務風險(SDRET)對薪酬之影響為負向外，其餘變數之影響力較不顯著。

為了驗證假說 H1，本研究同樣進行模型(5)之分析，將模型(1)各年所得之殘差項取絕對值後以預計薪酬(LNCCOMP*)平減，以得出薪酬與績效衡量指標不配適之程度，驗證是否如假說 H1 所預期之設置後 UN_FIT 會減少，結果如表 11-2 所示。

依表 11-2 之結果，先前所得出之與假說 H1 相反的結論仍舊在 2011 年與 2009 年之比較時成立，而 2010 年之比較仍沒有明確結論，顯示假說 H1 之結果具強韌性。

同樣排除開會次數為 0 之樣本後，檢驗假說 H1，檢驗結果見表 11-3，此結果顯示，在考慮股權結構與董事會結構後，並僅考量有開會之樣本下，設置薪酬委員會前後之不配適薪酬程度並無顯著差異。同樣不支持假說 H1。

表11-1 績效對高階經理人薪酬影響之分析—模型(1)之分析(額外測試)

自變數/應變數	(11.1.1)		(11.1.2)		(11.1.3)	
	LNCCOMP _t		LNCCOMP _t		LNCCOMP _t	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	4.94 ^{***}	(13.03)	4.69 ^{***}	(11.74)	4.28 ^{***}	(10.53)
ROA _t	1.81 ^{***}	(8.62)	1.97 ^{***}	(8.10)	1.88 ^{***}	(5.68)
GROWTH _t	-0.06	(-1.40)	-0.06	(-1.33)	-0.17 ^{**}	(-2.55)
SIZE _t	0.26 ^{***}	(13.75)	0.29 ^{***}	(13.43)	0.32 ^{***}	(13.40)
RDI _t	0.02 ^{***}	(5.87)	0.02 ^{***}	(6.52)	0.02 ^{***}	(5.11)
CEO _t	0.15 ^{***}	(16.00)	0.13 ^{***}	(12.08)	0.11 ^{***}	(10.00)
DEBT _t	-0.19	(-1.50)	-0.15	(-1.08)	-0.19	(-1.06)
SDRET _t	-0.00	(-0.10)	-0.01 ^{**}	(-2.39)	-0.01 ^{***}	(-2.90)
HOLD _t	0.17	(1.28)	0.24 [*]	(1.81)	0.11	(0.88)
AUDIT_COMM _t	-0.06 ^{***}	(-2.94)	-0.03	(-1.34)	-0.00	(-0.05)
INDEP _t	0.01	(1.14)	0.01	(0.91)	0.01	(0.72)
BOARDSIZE _t	-0.00	(-0.74)	-0.00	(-1.16)	-0.00	(-0.76)
B_HOLD _t	-0.00 ^{***}	(-2.69)	-0.01 ^{***}	(-3.31)	-0.00 ^{**}	(-2.22)
N	1,034		1,034		1,034	
adj. R ²	0.69		0.68		0.64	
F	36.85		39.16		29.43	

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究使用VIF檢測變數間共線性，VIF最高為2.41，表示變數間無共線性問題。

表 11-2 績效對高階經理人薪酬影響之分析—模型(1)之分析
(額外測試)(考慮開會次數後)

自變數/應變數	(11.2.1)		(11.2.2)		(11.2.3)	
	LNCCOMP _t		LNCCOMP _t		LNCCOMP _t	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	4.57 ^{***}	(9.73)	4.60 ^{***}	(9.03)	3.83 ^{***}	(7.79)
ROA _t	2.01 ^{***}	(5.69)	1.73 ^{***}	(4.78)	1.24 ^{**}	(2.07)
GROWTH _t	-0.14	(-1.14)	-0.07	(-1.27)	-0.18	(-1.07)
SIZE _t	0.25 ^{***}	(7.93)	0.30 ^{***}	(8.42)	0.33 ^{***}	(9.01)
RDI _t	0.02 ^{***}	(3.13)	0.03 ^{***}	(4.15)	0.03 ^{***}	(5.41)
CEO _t	0.14 ^{***}	(10.43)	0.13 ^{***}	(6.53)	0.10 ^{***}	(5.88)
DEBT _t	-0.20	(-0.96)	-0.34	(-1.43)	-0.19	(-0.55)
SDRET _t	0.01	(1.55)	-0.00	(-0.18)	0.00	(0.48)
HOLD _t	0.00	(0.06)	-0.00	(-0.50)	0.00	(0.12)
DU _t	0.03	(0.50)	-0.03	(-0.42)	-0.14 [*]	(-1.88)
AUDIT_COMM _t	0.08	(0.44)	0.04	(0.26)	0.01	(0.08)
INDEP _t	-0.04	(-1.25)	-0.00	(-0.07)	0.03	(0.86)
BOARDSIZE _t	0.01	(0.47)	-0.02	(-1.47)	0.00	(0.29)
B_HOLD _t	-0.00	(-1.53)	-0.01 [*]	(-1.83)	-0.00	(-0.90)
N	368		368		368	
adj. R ²	0.68		0.68		0.62	
F	41.98		44.61		35.33	

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01。產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。本研究使用VIF檢測變數間共線性，VIF最高為2.74，表示變數間無共線性問題。

表 11-3 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析—模型(5)之分析
(額外測試)

2011 年與 2010 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95% 信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5266	0.0221	0.7119	0.4831	0.5700
UN_FIT ₂₀₁₀	0.5071	0.0190	0.6109	0.4698	0.5444
diff	0.0195	0.0188	0.6040	-0.0174	0.0563
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₁₀) = 0			樣本量皆為 1,034		
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₁₀					
p 值 = 0.8497			t = 1.0355		
2011 年與 2009 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95% 信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5266	0.0221	0.7119	0.4831	0.5700
UN_FIT ₂₀₀₉	0.4645	0.0155	0.4971	0.4342	0.4949
diff	0.0620	0.0213	0.6852	0.0202	0.1038
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₀₉) = 0			樣本量皆為 1,034		
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₀₉					
p 值 = 0.9982			t = 2.9107		

表 11-4 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析—模型(5)之分析
(考量開會與否)(額外測試)

2011 年與 2010 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5206	0.0374	0.7176	0.4470	0.5942
UN_FIT ₂₀₁₀	0.4886	0.0271	0.5199	0.4353	0.5419
diff	0.0320	0.0313	0.6008	-0.0296	0.0936
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₁₀) = 0			樣本量皆為 368		
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₁₀					
p 值 = 0.8463			t = 1.0219		
2011 年與 2009 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5206	0.0374	0.7176	0.4470	0.5942
UN_FIT ₂₀₀₉	0.4818	0.0277	0.5323	0.4272	0.5363
diff	0.0388	0.0369	0.7084	-0.0338	0.1114
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₀₉) = 0			樣本量皆為 368		
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₀₉					
p 值 = 0.8532			t = 1.0516		

(2) 加入股權結構與董事會結構後薪酬不配適程度對未來績效的影響:設置
薪酬委員會前後之比較

假說 H2 在考慮股權結構與董事會結構後之影響，且包括考量樣本開會與否之結果，如表 11-4 所示。整體模型解釋力、各變數對次期績效之影響與先前結果差異不大，依然得出不支持假說 H2 之結論，即設置薪酬委員會後，薪酬與績效之配適程度對次期績效之影響非為正向，表示薪酬委員會設置後，薪酬之設計並無因與績效配適而成功地連結股東利益與代理人之決策進而改善營運績效。

表 11-5 顯示考慮股權結構與董事會結構後之假說 H2 的進一步分析，將薪酬不配適程度區分為較高薪酬與較低薪酬之程度。測試結果與先前結果亦差異不大，同樣顯示不支持假說 H2，甚至發現 2011 年無考慮開會與否之樣本 UNDER_PAY 對次期績效影響為正向，與第四章第三節之結果相比，更加強設置薪酬委員會

表 11-5 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析—模型(6)之分析(額外測試)

	(11.5.1)		(11.5.2)		(11.5.3)		(11.5.4)	
	ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年		t = 2011年	
自變數/應變數	係數	t值	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-8.69**	(-2.31)	-0.92	(-0.28)	-10.54**	(-2.49)	-11.21***	(-2.68)
UN_FIT _t	0.27	(0.59)	-0.25	(-0.74)	2.45***	(6.59)	0.25	(0.45)
MEET ₂₀₁₁							-0.75	(-1.09)
UN_FIT ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁							3.99***	(5.36)
SIZE _t	0.67***	(3.89)	0.15	(0.99)	0.68***	(3.56)	0.73***	(3.85)
ROA _t	55.63***	(22.68)	74.69***	(31.99)	76.95***	(25.84)	78.99***	(26.75)
N	1,034		1,034		1,034		1,034	
adj. R ²	0.41		0.56		0.48		0.49	
F	25.44		46.50		33.27		33.26	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究使用VIF檢測變數間共線性，VIF最高為2.97，表示變數間無共線性問題。

後，無法藉由薪酬與績效連結提升未來績效之結論。整體而論，先前所得之結論並無因考慮股權結構與董事會結構對薪酬之影響後而有所不同。

表 11-6 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分較高薪酬與較低薪酬)程度對未來績效之分析—模型(7)之分析(額外測試)

	(11.6.1)		(11.6.2)		(11.6.3)		(11.6.4)	
	ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}		ROA _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年		t = 2011年	
自變數/應變數	係數	t值	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-7.97**	(-2.13)	-0.59	(-0.18)	-10.48**	(-2.47)	-10.58**	(-2.53)
OVER_PAY _t	0.21	(0.45)	-0.31	(-0.92)	2.44***	(6.56)	0.19	(0.35)
UNDER_PAY _t	-4.22***	(-3.59)	-2.67***	(-2.65)	2.07*	(1.67)	-1.97	(-1.25)
MEET ₂₀₁₁							-1.51*	(-1.91)
OVER_PAY ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁							4.06***	(5.45)
UNDER_PAY ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁							8.67***	(3.44)
SIZE _t	0.68***	(3.98)	0.16	(1.06)	0.68***	(3.56)	0.73***	(3.87)
ROA _t	55.82***	(22.94)	74.72***	(32.09)	76.90***	(25.79)	78.75***	(26.66)
N	1,034		1,034		1,034		1,034	
adj. R ²	0.42		0.56		0.47		0.49	
F	25.57		45.41		32.14		31.42	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究使用VIF檢測變數間共線性，VIF最高為2.90，表示變數間無共線性問題。

表 11-7 高階經理人薪酬與當期績效不配適(並區分較高薪酬與較低薪酬)程度對未來績效之結果整理(額外測試)

當年不配適程度對次期績效之影響	(1)	(2)	
	UN_FIT	OVER_PAY	UNDER_PAY
2009	不顯著	不顯著	— ^{***}
2010	不顯著	不顯著	— ^{**}
2011(未考慮開會與否之樣本結果)	+ ^{***}	+ ^{***}	+ [*]
2011(考慮開會與否之樣本結果)	+ ^{***}	+ ^{***}	+ ^{***}

2. 以績效對薪酬影響之係數檢驗兩者之關聯性

本研究亦以績效對薪酬影響的係數來檢測兩者敏感度，測試是否結果亦不支持假說 H1(設置薪酬委員會後，績效對薪酬的關聯性會增加)，並且同樣將設置後有開會的公司額外測試(設置薪委會且有開會者，績效對薪酬的關聯性會增加)。以式(8)、式(9)檢驗之：

$$\text{LNCCOMP}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ROA}_{it} + \gamma_2 \text{CC}_{it} + \gamma_3 \text{ROA}_{it} \times \text{CC}_{it} + \gamma_4 \text{GROWTH}_{it} + \gamma_5 \text{SIZE}_{it} + \gamma_6 \text{RDI}_{it} + \gamma_7 \text{CEO}_{it} + \gamma_8 \text{DEBT}_{it} + \sum_{j=1}^{27} \mu \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$\text{LNCCOMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{MEET}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} \times \text{MEET}_{it} + \beta_4 \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{RDI}_{it} + \beta_7 \text{CEO}_{it} + \beta_8 \text{DEBT}_{it} + \beta_9 \text{YEAR} + \sum_{j=1}^{27} \mu \text{IND}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

為了檢驗此額外測試，本研究將 2011 年與 2010 年樣本資料放於同一迴歸檢測式(8)、式(9)；而將 2011 年與 2009 年資料放於另一迴歸檢測式(8)、式(9)。

各變數定義及衡量方式如下：



- 1. CC : 設置薪酬委員會與否。2011 年為已設置，CC 為 1；2010 年(或 2009 年)尚未設置，CC 為 0。
- 2. MEET : 薪酬委員會開會與否。2011 年薪委會已開會者，MEET 為 1；否則為 0。2010 年(或 2009 年)尚無薪酬委員會，MEET 皆為 0。
- 3. YEAR : 於式(9)中放入年度控制變數。2011 年為 1; 2010 年(或 2009 年)為 0。
- 4. 其餘變數 : 與第三章第二節式(1)相同。

預期當 γ_3 、 β_3 為正時，表示設置薪酬委員會後，或有開會之公司，高階經理人薪酬與績效的敏感性較大，支持假說 H1。結果如表 12 所示，設置薪酬委員會後，不論是與 2010 年或與 2009 年比較，皆顯示相同結果。 $ROA_{it} \times CC$ 對薪酬的影響皆不顯著，表示設置薪酬委員會後，對薪酬—績效關聯性影響未達 0.1 顯著水準，不支持假說 H1；而 $ROA_{it} \times MEET_{it}$ 對薪酬的影響則皆為負向，達 0.5 與 0.1 之顯著水準，亦不支持假說 H1，且得出相反結論。整體而論，與第四章第二節之結論一致。

表 12 設置薪酬委員會(薪委會開會)對高階經理人薪酬與公司績效關聯性之影響

自變數/應變數	2011年與2010年比較				2011年與2009年比較			
	(設置薪委會 前後比較)		(開會有無 之影響)		(設置薪委會 前後比較)		(開會有無 之影響)	
	LNCCOMP	LNCCOMP	LNCCOMP	LNCCOMP	LNCCOMP	LNCCOMP	LNCCOMP	
截距項	3.85*** (16.49)	3.85*** (16.49)	4.02*** (17.64)	4.01*** (17.60)				
ROA	1.81*** (8.99)	1.83*** (11.06)	1.51*** (7.92)	1.66*** (10.47)				
CC	0.02 (0.74)		0.13*** (4.18)					
ROA x CC	-0.27 (-1.06)		0.10 (0.40)					
MEET		0.06 (1.38)		0.05 (1.22)				
ROA x MEET		-0.78** (-2.43)		-0.56* (-1.79)				
GROWTH	-0.11*** (-3.83)	-0.11*** (-3.87)	-0.16*** (-4.65)	-0.16*** (-4.68)				
SIZE	0.34*** (29.08)	0.34*** (29.06)	0.32*** (28.50)	0.32*** (28.45)				
RDI	0.02*** (8.82)	0.02*** (8.76)	0.02*** (8.10)	0.02*** (8.08)				
CEO	0.12*** (27.05)	0.12*** (27.08)	0.13*** (29.64)	0.13*** (29.67)				
DEBT	-0.32*** (-3.64)	-0.32*** (-3.67)	-0.35*** (-4.18)	-0.35*** (-4.18)				
Σ YEAR		略		略				
Σ IND	略	略	略	略				
N	2,396	2,396	2,395	2,395				
adj. R ²	0.65	0.65	0.65	0.65				
F	130.16	126.79	132.38	128.81				

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別、年度為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

本研究使用 VIF 檢測變數間共線性，VIF 最高為 2.53，表示變數間無共線性問題。

第六節、 敏感性分析



1. 以相對績效指標(ROA_IND)衡量公司績效

Holmstrom (1979)表示，與薪酬相連的績效應是經理人可自行控制的績效，因此應以相對於(同產業中)所有公司的績效衡量之。欲確認本研究結果之可靠性(robustness)，本研究以相對績效指標(ROA_IND) 作為績效之衡量變數，測試對於薪酬之影響。相對績效指標係將各公司 ROA 平減同產業之平均 ROA，作為式(1)之績效衡量變數，並將式(1)產生之殘差項取絕對值測試假說 H1；假說 H2 之應變數為未來營運績效，亦以相對績效指標衡量之。以 ROA_IND 衡量的薪酬結果如表 13-1。假說 H1 之結果如表 13-2，考慮開會與否之結果如表 13-3；假說 H2 之結果(包括考慮開會與否)如表 13-4、表 13-5 所示。

以相對績效衡量之結果，假說 H1 於尚未考慮開會與否之樣本，亦得出相反結論，而考慮開會與否之樣本則差異不顯著。假說 H2 之結果整理如表 13-6，於設置薪酬委員會後，不論是否考慮開會與否，薪酬與績效之不配適皆反而對未來績效有正向影響，與假說 H2 不符，且過高薪酬與過低薪酬皆亦能提升未來績效，亦得出與假說 H2 相反結論。用於比較之 2009 年及 2010 年，與第四章第三節之結果不同的是，不配適薪酬程度與過高薪酬對次期績效的影響力從不顯著變為正向，惟仍顯示設置薪酬委員會後並無較設置前，有更好的以績效為基礎的薪酬制度。整體而論，以相對績效作為敏感性測試之結論與前一致，顯示結果具可靠性。

表13-1 績效對高階經理人薪酬影響之分析—模型(1)之分析(敏感性分析)

自變數/應變數	(13.1.1)		(13.1.2)		(13.1.3)	
	LNCCOMP _t		LNCCOMP _t		LNCCOMP _t	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	4.50 ^{***}	(14.49)	3.98 ^{***}	(10.82)	3.58 ^{***}	(9.68)
ROA_IND _t	0.10 ^{***}	(7.81)	0.15 ^{***}	(7.10)	0.08 ^{***}	(5.23)
GROWTH _t	-0.10 ^{***}	(-2.59)	-0.08 ^{**}	(-2.26)	-0.22 ^{***}	(-3.62)
SIZE _t	0.29 ^{***}	(18.98)	0.33 ^{***}	(16.57)	0.36 ^{***}	(18.09)
RDI _t	0.01 ^{***}	(4.87)	0.02 ^{***}	(6.58)	0.02 ^{***}	(5.73)
CEO _t	0.15 ^{***}	(24.47)	0.13 ^{***}	(12.92)	0.11 ^{***}	(11.14)
DEBT _t	-0.39 ^{***}	(-3.56)	-0.29 ^{**}	(-2.28)	-0.36 ^{**}	(-2.40)
N	1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.67		0.66		0.63	
F	76.56		47.98		39.68	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

表13-2 績效對高階經理人薪酬影響之分析—模型(1)之分析
(敏感性分析)(考慮開會次數後)

自變數/應變數	(13.2.1)		(13.2.2)		(13.2.3)	
	LNCCOMP _t		LNCCOMP _t		LNCCOMP _t	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	5.01 ^{***}	(10.14)	4.90 ^{***}	(9.38)	4.30 ^{***}	(7.56)
ROA_IND _t	0.09 ^{***}	(4.39)	0.14 ^{***}	(4.51)	0.03	(1.64)
GROWTH _t	0.00	(0.05)	-0.04 ^{**}	(-2.58)	-0.00	(-0.38)
SIZE _t	0.29 ^{***}	(11.44)	0.30 ^{***}	(10.90)	0.35 ^{***}	(11.77)
RDI _t	0.01 ^{***}	(3.04)	0.01 ^{**}	(2.40)	0.01 ^{***}	(2.66)
CEO _t	0.14 ^{***}	(14.27)	0.13 ^{***}	(12.73)	0.10 ^{***}	(10.00)
DEBT _t	-0.29	(-1.52)	-0.55 ^{***}	(-2.62)	-0.53 ^{**}	(-2.26)
N	404		404		404	
adj. R ²	0.68		0.68		0.61	
F	28.44		28.72		21.13	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

表 13-3 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析—模型(5)之分析(敏感性分析)

2011 年與 2010 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5385	0.0203	0.7012	0.4986	0.5784
UN_FIT ₂₀₁₀	0.5232	0.0184	0.6352	0.4870	0.5593
diff	0.0153	0.0173	0.5948	-0.0185	0.0492
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₁₀) = 0 樣本量皆為 1,189					
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₁₀					
p 值 = 0.8128 t = 0.8887					
2011 年與 2009 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5385	0.0203	0.7012	0.4986	0.5784
UN_FIT ₂₀₀₉	0.4737	0.0149	0.5154	0.4444	0.5031
diff	0.0648	0.0194	0.6683	0.0267	0.1028
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₀₉) = 0 樣本量皆為 1,189					
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₀₉					
p 值 = 0.9996 t = 3.3421					

表 13-4 高階經理人薪酬與績效不配適程度之分析—模型(5)之分析
(敏感性分析)(考慮開會與否)

2011 年與 2010 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5229	0.0321	0.6455	0.4598	0.5860
UN_FIT ₂₀₁₀	0.4964	0.0257	0.5167	0.4459	0.5469
diff	0.0265	0.0267	0.5362	-0.0259	0.0790
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₁₀) = 0 樣本量皆為 404					
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₁₀					
p 值 = 0.8395 t = 0.9938					
2011 年與 2009 年 UN_FIT 之比較					
變數	平均數	標準誤	標準差	95%信賴區間	
UN_FIT ₂₀₁₁	0.5229	0.0321	0.6455	0.4598	0.5860
UN_FIT ₂₀₀₉	0.4868	0.0264	0.5300	0.4349	0.5386
diff	0.0361	0.0321	0.6449	-0.0270	0.0992
H0: mean(UN_FIT ₂₀₁₁ - UN_FIT ₂₀₀₉) = 0 樣本量皆為 404					
H1: UN_FIT ₂₀₁₁ < UN_FIT ₂₀₀₉					
p 值 = 0.8696 t = 1.1259					

表 13-5 高階經理人薪酬與當期績效不配適程度對未來績效之分析—模型(6)之分析(敏感性分析)

自變數/應變數	(1)		(2)		(3)		(4)	
	ROA_IND _{t+1}		ROA_IND _{t+1}		ROA_IND _{t+1}		ROA_IND _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-0.46	(-1.01)	0.14	(0.21)	-1.47	(-0.68)	-1.82	(-0.84)
UN_FIT _t	0.13**	(2.43)	0.03	(0.39)	0.72***	(3.87)	-0.09	(-0.36)
MEET ₂₀₁₁							0.04	(0.42)
UN_FIT ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁							1.85***	(24.74)
SIZE _t	0.06***	(3.33)	-0.02	(-0.51)	0.01	(0.12)	-0.53	(-1.53)
ROA_IND _t	0.38***	(22.09)	1.07***	(27.87)	1.81***	(24.18)	1.65***	(4.42)
N	1,189		1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.33		0.42		0.34		0.35	
F	21.49		30.29		22.33		21.92	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

表 13-6 高階經理人薪酬與當期績效不配適(區分較高薪酬與較低薪酬)程度對未來績效之分析—模型(7)之分析(敏感性分析)

自變數/應變數	(1)		(2)		(3)		(4)	
	ROA_IND _{t+1}		ROA_IND _{t+1}		ROA_IND _{t+1}		ROA_IND _{t+1}	
	t = 2009年		t = 2010年		t = 2011年		t = 2011年	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	-0.39	(-0.86)	0.21	(0.30)	-1.57	(-0.72)	-1.65	(-0.76)
OVER_PAY _t	0.12**	(2.36)	0.01	(0.23)	0.73***	(3.92)	-0.11	(-0.40)
UNDER_PAY _t	-0.33**	(-2.47)	-0.37*	(-1.88)	1.18*	(1.94)	-0.57	(-0.75)
MEET ₂₀₁₁							-0.93**	(-2.34)
OVER_PAY ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁							1.68***	(4.49)
UNDER_PAY ₂₀₁₁ × MEET ₂₀₁₁							4.16***	(3.29)
SIZE _t	0.07***	(3.42)	-0.01	(-0.47)	0.01	(0.13)	0.04	(0.46)
ROA_IND _t	0.38***	(22.30)	1.07***	(27.94)	1.81***	(24.19)	1.85***	(24.66)
N	1,189		1,189		1,189		1,189	
adj. R ²	0.34		0.42		0.34		0.35	
F	21.47		29.52		21.60		20.79	

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01。

產業類別為控制變數，非本研究重點，因此不將結果列示與表中。

表 13-7 高階經理人薪酬與當期績效不配適(並區分較高薪酬與較低薪酬)程度對
未來績效之結果整理(ROA_IND)

當年不配適程度對次期績效之影響	(1)	(2)	
	UN_FIT	OVER_PAY	UNDER_PAY
2009	+**	+**	-**
2010	不顯著	不顯著	-*
2011(未考慮開會與否之樣本結果)	+***	+***	+*
2011(考慮開會與否之樣本結果)	+***	+***	+***

第五章、結論與建議



本研究基於薪酬委員會於 2011 年強制設置之背景下，欲探討其設置後是否將薪酬與績效之連結程度增強，減少代理成本並改善不合理薪酬；並且探討薪酬委員會設置後，是否如預期地利用與績效適當配適之薪酬來連結股東利益與代理人決策，達成股東利益最大化，即提升公司營運績效。

本研究以國內上市櫃公司進行初步大樣本之分析，研究期間為 2009 年至 2011 年(以及 2012 年之營運績效)，以此三年分年比較之方式考量薪酬委員會設置前後之差異，並包括此三年對於下一年營運績效的影響。假說 H1 的分析結果顯示，設置薪酬委員會之後，薪酬與績效衡量指標的不配適程度較設置前增加，與假說 H1 之預期相反。假說 H2 的檢驗結果，得出設置薪酬委員會後，薪酬與當期績效之不配適程度對次期績效非負向影響，甚至大多為正向影響，顯示設置後並無藉由薪酬制定更合理而提升公司營運績效，設置前則為無顯著影響或負向影響。不論假說 H1 或 H2，皆得出設置薪酬委員會之初期(2011 年)，並無達到較好的薪酬設計效果。且將 2011 年僅設置薪酬委員會而尚未開會之樣本考量後，依舊得到相同結論。

本研究並進行額外測試，考慮現行股權結構及董事會結構下，假說 H1 與假說 H2 之檢驗結果，得出考慮股權結構及董事會結構後，仍不支持假說 H1 與 H2 的結論。除此之外，並以績效對薪酬影響力之係數來檢測其關聯性是否在設置薪酬委員會後增加，作為檢測假說 H1 之額外測試，結果顯示設置薪酬委員會後，薪酬—當期績效關聯性無顯著增減；而在考慮薪酬委員會開會後，薪酬—當期績效關聯性則反而減少，達 0.5 及 0.1 顯著水準，亦不支持假說 H1 而為相反結論。

本研究使用與同產業之相對績效(ROA_IND)作為績效之衡量變數，進行敏感性測試，檢驗假說 H1 與假說 H2 之結果是否具強韌性，測試結果並無不同結論。

參考蔡昌憲(2012)之論點，本研究認為，對於薪酬委員會設置初期效果非如本研究預期之可能原因，或許是因為不論公司規模皆強行設置薪酬委員會，造成對較小公司因法律遵循成本增加，導致公司產生更多負擔使得初步之效果不佳。並且我國之審計委員會及獨立董事皆無強行設立而採漸進式推動(證交法第 14 條之 4 及第 14 條之 2)，強制設置之薪酬委員會其成員並非像美國法下皆為獨立董事，成員之獨立性不足亦可能為造成設置初期效果不佳之原因。

本研究之貢獻為，在薪酬委員會之運作初期，以實證結果探討其薪酬制定成效，與其對未來績效之影響。在薪酬委員會設置後，必定各方關注其運作成效及帶來的相關效果，本研究提供了更多的實證攸關結果。除此之外，本研究將不合理薪酬對未來績效的影響部分，包括較高薪酬與較低薪酬皆予以分析，相對於先前之文獻對不合理薪酬大多僅針對較高薪酬之分析(陳俊合 2010; 林佳緯 2011; Core et al. 1999; Chalmers et al. 2006)，應能更具完整性。

本研究有以下之限制。由於國內可實際取得關於高階經理人的薪酬內容係根據金管會證期局於 2005 年 11 月 7 日公布修正之「證券發行人財務報告編製準則」所強制公開揭露的薪酬部分，經理人應揭露薪酬包含每年薪資、獎金與特支費、現金紅利、股票紅利，而股票紅利之申報僅依面額計算，致使有低估股票薪酬之疑慮，因此本研究之薪酬僅考慮現金薪酬。並且，由於總經理之薪酬係與副總薪酬合併揭露總數，無法得知總經理單獨之薪酬實際金額，因此僅能依總經理副總之薪酬合併考量。

本研究之建議，因薪酬委員會係設置初期，本研究之目標為探討設置後是否比設置前有更好的薪酬制定，因此並未對於薪酬委員會之細部運作變數納入考量(僅考量開會次數與否)，亦即，並無判斷薪酬委員會之運作有效性變數(例如：成員獨立性及專業性、開會次數)對於薪酬與績效關聯性的影響，僅對設置前即已

存在之某些變數考量，以供比較。如能在薪酬委員會漸漸步上正軌後，探討薪酬委員會內部因素對於薪酬與績效之影響，應能得到更多對於薪酬委員會運作之建議。並且本研究缺乏更遠期薪酬委員會設置後之營運績效，因此在薪酬委員會運作較長期後，應能考慮薪酬與績效配適程度對於更遠期的營運績效之影響。

參考文獻



- 白慧平，1991，公司特性與高階主管薪酬制度關係研究，私立東吳大學會計學研究所碩士論文。
- 李佳玲、史雅男、蔡宜伶，2011，總經理薪酬與績效衡量及不確定性之配適度對公司營運績效的影響，*組織與管理*，第4卷第2期：39-77。
- 林佳緯，2011，管理者之超額薪酬與公司治理、公司特性、公司未來績效及盈餘管理行為之關聯性研究，成功大學會計學系碩博士班學位論文：1-95。
- 林淑惠、胡星陽，2003，上市公司高階經理人之酬勞結構，*經濟論文*，第31卷第2期：171-206。
- 林穎芬，1989，民營企業最高主管報酬與公司績效之研究，國立中山大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 林穎芬、劉維琪，2003，從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用性，*管理學報*，第20卷第2期：365-395。
- 洪玉舜、王泰昌，2005，績效衡量指標在高階主管現金薪酬契約中之相對重要性，*證券市場發展季刊*，第17卷第2期：35-100。
- 陳俊合，2010，未費用化薪酬與超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露之影響，*會計評論*，第50期：89-113。
- 傅鍾仁、歐進士、張寶光，2002，我國企業經理人薪酬與其經營績效之實證，*管理學報*，第19卷第6期：1073-1096。
- 蔡昌憲，2012，評我國強制設置薪酬委員會之立法政策—從經濟分析及美國金融改革法談起，*中研院法學期刊*，第11期：249-340。
- 蔡柳卿，2006，相對績效評估與高階主管薪酬：論產業競爭程度之影響，*管理評論*，第25卷第1期：69-94。

蔡婷曼，2012，企業社會責任對高階管理者超額薪酬之影響，成功大學會計學系
碩博士班學位論文。

蕭黎明，1993，台灣上市公司最高主管之報償、持股比例與公司績效之關係研究，
國立台灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文。



Abowd, J. M. 2005. Does performance-based managerial compensation affect corporate performance? *Industrial and Labor Relations Review* 43(3): 52-73.

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 and Finance* 27(7): 1323-1348.

Baker, G. P., M. C. Jensen, and K. J. Murphy. 1988. Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The journal of Finance* 43(3): 593-616.

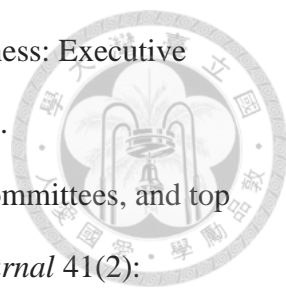
Balachandran, S., B. Kogut, and H. Harnal. 2010. The probability of default, excessive risk, and executive compensation: A study of financial services firms from 1995 to 2008. *Columbia Business School Research Paper*.

Boyd, B. K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15(5): 335-344.

Brigham, E. F. 1985. *Financial management: Theory and practice*. Hinsdale, Ill.: Dryden Press.

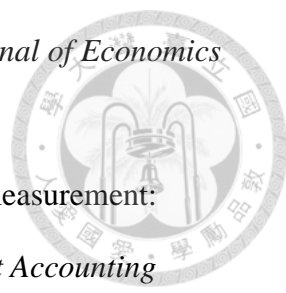
Carpenter, M. A., and W. M. Sanders. 2002. Top management team compensation: the missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal* 23(4): 367-375.

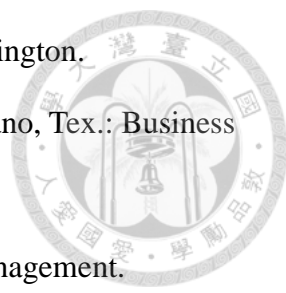
Chalmers, K., P. S. Koh, and G. Stapledon. 2006. The determinants of CEO compensation: rent extraction or labour demand? *The British Accounting Review* 38(3): 259-275.


- 
- Conyon, M. J., P. Gregg, and S. Machin. 1995. Taking care of business: Executive compensation in the UK. *Economic Journal* 105: 704-715.
- Conyon, M. J., and S. I. Peck. 1998. Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal* 41(2): 146-157.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3): 371-406
- Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker. 2008. The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics* 88(1): 1-25.
- Crystal, G. S. 1993. Does increased pay sensitivity really spark an increase in performance? *The Crystal Report* 5 (May): 1-4.
- Deckop, J. R. 1988. Determinants of chief executive officer compensation. *Industrial and Labor Relations Review* 41(2): 215-226.
- Dixon, J.R., A.J. Nanni, and T.E. Vollmann. 1990. The new performance challenge: measuring operations for world-class competition. Homewood: Dow Jones-Irwin.
- Drazin, R., and A. H. Van de Ven. 1985. Alternative forms of fit in contingency theory. *Administrative Science Quarterly* 30(4): 514-539.
- Dyl, E. A. 1985. Corporate control and management compensation-Evidence on the agency problem. Unpublished technical report, University of Wyoming, Laramie.
- Eaton, J., and H. S. Rosen. 1983. Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration. *The Journal of Finance* 38(5): 1489-1506.



- Ezzamel, M., and R. Watson. 1997. Wearing two hats: The conflicting control and management roles of non-executive directors. In *Corporate governance: Economic and financial issues*, edited by K. Keasey, S. Thompson, and M. Wright, 61- 92. Chicester, U.K.: Oxford University Press.
- Foulkes, F. K. 1980. Personnel policies in large nonunion companies. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Fox, H. 1980. Top executive compensation: 1978. New York: The Conference Board.
- Gerhart, B., and G. T. Milkovich. 1990. Organizational differences in managerial compensation and financial performance. *Academy of Management Journal* 33(4): 663-691.
- Gomez-Mejia, L. R., H. Tosi, and T. Hinkin. 1987. Managerial control, performance, and executive compensation. *Academy of Management Journal* 30(1): 51-70.
- Gomez-Mejia, L. R., and T. M. Welbourne. 1988. Compensation strategy: An overview and future steps. *Human Resource Planning* 11: 173-189.
- Grove, H., L. Patelli, and L. M. Victoravich, and P. T. Xu. 2011. Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review* 19(5): 418-436.
- Hanlon, M., S. Rajgopal, and T. Shevlin. 2003. Are executive stock options associated with future earnings? *Journal of Accounting and Economics* 36(1): 3-43.
- Henderson, A. D., and J. W. Fredrickson. 1996. Information-processing demands as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 39(3): 575-606.

- 
- Hölmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics* 10(1): 74-91.
- Ittner, C. D., and D. F. Larcker. 1998. Innovations in performance measurement: Trends and research implications. *Journal of Management Accounting Research* (10): 205-238.
- Ittner, C. D., D. F. Larcker, and T. Randall. 2003. Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms. *Accounting, Organizations and Society* 28(7): 715-741.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, M. C., and K. J. Murphy. 1990. Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy* 98(2): 225-264.
- Kerr, J., and R. A. Bettis. 1987. Boards of directors, top management compensation, and shareholder returns. *Academy of Management Journal* 30(4): 645-664.
- Konrad, A. M., and J. Pfeffer. 1990. Do you get what you deserve? Factors affecting the relationship between productivity and pay. *Administrative Science Quarterly* 35(2): 258-285.
- Lambert, R. A., D. F. Larcker, and K. Weigelt. 1993. The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly* 38(3): 438-461.
- Lawler, E. E., III. 1981. Pay and organizational development. Reading, Mass.: Addison-Wesley.
- Lingle J. H., and Schieman W. A. 1996. From balanced scorecard to strategic gauges: is measurement worth it? *Management Review* 85(3): 56-61.
- Main, B. G. M., and J. Johnston. 1993. Remuneration committees and corporate governance. *Accounting and Business Research* 23: 351-362.

- 
- McEachern, W. A. 1975. *Managerial control and performance*.: Lexington.
- Milkovich, G. T., and J. Newman. 1987. *Compensation* (2d ed.). Plano, Tex.: Business Publications Inc.
- Milkovich, G. T. 1988. A strategic perspective on compensation management. *Research in Personnel and Human Resources Management* 6: 263-288.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journall of Accounting and Economics* 7(1-3): 11-42.
- Murphy, K. J. 1999. Executive compensation. *Handbook of Labor Economics* 3: 2485-2563.
- Newman, H. A., and H. A. Mozes. 1999. Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management* 28(3): 41-53.
- O'Reilly III, C. A., B. G. Main, and G. S. Crystal. 1988. CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly* 33: 257-274.
- Pavlik, E., T. Scott, and P. Tiessen. 1993. Executive compensation: Issues and research. *Journal of Accounting Literature* 12: 131-189.
- Pfeffer, J. 1997. *New directions for organization theory: Problems and prospects*. New York: Oxford University Press.
- Posner, R. A. 2009. Are American CEOs overpaid, and, if so, what if anything should be done about it? *Duke Law Journal* 58(6): 1013-1047.
- Rich, J. T., and J. A. Larson. 1984. Why some long term incentives fail. *Compensation Review* 16(1): 26-37.
- Roberts, D. R. 1959. A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. *Quarterly Journal of Economics* 70(2): 270-294.

- 
- Robinson, J. R., Y. Xue, and Y. Yu. 2011. Determinants of disclosure noncompliance and the effect of the SEC review: Evidence from the 2006 mandated compensation disclosure regulations. *The Accounting Review* 86(4): 1415-1444.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policy. *Journal of Financial Economics* 32 (December): 263-292.
- Van der Stede, W. A., C. W. Chow, and T. W. Lin. 2006. Strategy, choice of performance measures, and performance. *Behavioral research in accounting* 18(1): 185-205.
- Sun, J., S. F. Cahan, and D. Emanuel. 2009. Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance. *Journal of Banking and Finance* 33(8): 1507-1519.
- Tosi Jr, H. L., and L. R. Gomez-Mejia. 1989. The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly* 34: 169-189.
- Vafeas, N. 2000. The determinants of compensation committee membership. *Corporate Governance: An International Review* 8(4): 356-366.
- Vafeas, N. 2003. Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance and Accounting* 30(7-8): 1043-1064.
- Vroom, V. H. 1964. *Work and Motivation*. New York: Wiley.
- Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Edgewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.