

東海大學會計系研究所

碩士論文

薪酬委員會委員之品質是否重要？

以更換薪酬委員會委員之市場反應佐證

Does the Quality of Compensation Committee  
Members Matter? Evidence from Market Reaction to  
the Member Switches

The seal of East China University of Economics and Finance is centered in the background. It is a circular emblem with a scalloped edge. The outer ring contains the text '東海大學' at the top and 'SHANGHAI UNIVERSITY' at the bottom, with the year '1955' at the very bottom. The inner circle features a stylized design with the university's name in Chinese characters '東海大學' and English 'SHANGHAI UNIVERSITY'.

指導教授：潘虹華 博士

研究生：陳姿君 撰

中華民國一〇六年八月

## 謝辭

感謝東海會計系所的培育，使我能夠點點滴滴累積身為研究生所需具備的能力。此時此刻，能夠堅持到最後，最重要的是有師長及親友們不斷地的支持，使我在逆境中，能夠繼續向前。在研究所期間，感謝所上每位任課老師用心的教導及系辦助教們的協助，透過閱讀學術期刊，從許多前人的研究中，探索尚未被發覺的現象，進而促進社會的進步及國家的發展。

首要，感謝恩師潘虹華博士，謝謝老師一路的提攜，老師以循序漸進的方式帶領我進入社會科學的研究領域，學習仔細理解學術文章，並透過口頭報告說明文章來龍去脈，再由老師詳細的剖析。從中探究論文研究方向，評估論文主題可行性，進一步的資料蒐集、整理及分析，輔以過去文獻之探討，才逐漸有了眉目。論文寫作過程中，老師耐心地引領，不厭其煩地說明，並給予許多寶貴的建議，使我從一知半解，經過老師細心地解釋，到茅塞頓開。感謝老師耳提面命及時刻的督促與勉勵。

接著，感謝家人的支持及鼓勵，手工蒐集資料實為一繁瑣的工程，當我筋疲力盡時，不斷地為我加油打氣。在面對挫折時，聽我傾訴心聲，使我能夠在整理思緒後，重新鼓起勇氣，繼續抬頭前進。謝謝外婆在話筒中，字字句句的支持及愛戴，使我告訴自己，要更加努力不放棄。

再者，感謝兩位口試委員—廖懿屏老師及張哲嘉老師，謝謝老師撥冗詳細閱讀論文，且在口試時，委員們和善的談吐，緩和我緊張的心情，同時給予許多寶貴的建議，使論文更加周延。

還有，要感謝我的同門—李育萍同學，謝謝她與我一同討論文獻的內容及蒐集資料，我們一起解決問題並接受挑戰，多虧有她的陪伴與支持，才能使我度過這段時光。

最後，感謝鍾旻純學姊及胥佳瑋學姊，教導我們資料蒐集的方法及論文寫作上的幫助，並給予我加油打氣。同時，感謝研究所的同學們，謝謝他們在課堂上一起分組報告，並學習及成長，一起度過研究所的時光。

陳姿君 謹誌  
于東海會計研究所  
民國一〇六年八月

# 薪酬委員會委員之品質是否重要?以更換薪酬委員會委員 之市場反應佐證

指導教授：潘虹華 博士

研究生：陳姿君

研究生學號：G05430113

## 摘要

本研究探討台灣上市櫃公司更換薪資報酬委員會委員之市場反應，並針對公司更換薪酬委員會委員涉及獨立性及專業性之變動加以分類。本研究以手工蒐集方式，蒐集自 2010 年至 2015 年間，薪酬委員會委員異動資訊，及相關薪酬委員會委員之學經歷資料。實證結果顯示，針對獨立性之變動，公司更換薪酬委員會委員，由身分別為非獨立董事更換成獨立董事之情況，市場給予正面評價，但不具統計顯著性；反之，由獨立董事更換成非獨立董事時，市場給予負面評價，但不具統計顯著性。另一方面，針對專業性之變動，公司更換薪酬委員會委員，由不具備財務或會計專長更換成具備財務或會計專長之情況，市場給予正面評價，具統計顯著性；反之，由具備財務或會計專長更換成不具備財務或會計專長之情況，使薪酬委員會委員專業性下降，市場給予負面評價，不具統計顯著性。本研究之實證結果可作為主管機關、公司管理階層及投資人作成決策之參考。

**關鍵字：**更換薪酬委員會委員、市場反應、獨立性、專業性

# **Does the Quality of Compensation Committee Members Matter? Evidence from Market Reactions to Member Switches**

Advisory : Dr. Hung-Hua Pan

Graduate Student Name : Tzu-Chun Chen

Graduate Student NO. : G05430113

## **Abstract**

The study investigates market reactions to the switches of the compensation committee member. We focus on the independence and expertise of compensation committee members, and hand-collect. There are 4,817 observations based on Taiwanese listed firms from 2010 to 2015. We find the market reacts positively when firms switch from the members who are non-independent directors to the members who are independent director. On the contrary, we find the market reacts negatively when firms switch from the members who are independent directors to the members who are non-independent director. However, the results are not statically significant. On the other hand, we find the market reacts positively when firms switch from the members without financial or accounting expertise to the members with financial or accounting expertise, and the results are statically significant. In addition, we find the market reacts negatively when firms switch from the member with financial or accounting expertise to the member without financial or accounting expertise. This study has implications for the government, practitioners and investors to make an appropriate decision.

**Keywords:** compensation committee member switch, market reaction, independence, expertise

## 表目錄

表 1 觀察值篩選過程.....	14
表 2 敘述性統計量.....	24
表 4 更換薪酬委員事件日之異常報酬.....	27
表 5 薪酬委員會委員更換涉及獨立性變動之市場反應.....	28
表 6 薪酬委員會委員更換涉及專業性變動之市場反應.....	29
表 7 薪酬委員會委員更換涉及獨立性與專業性同時提升之市場反應.....	31
表 8 換入及換出薪酬委員會委員之宣告日相同.....	32
表 9 薪酬委員會獨立性提升及下降之友好薪酬委員.....	34
表 10 友好薪酬委員獨立性提升之單變量檢定.....	36



# 目錄

謝辭 .....	I
摘要 .....	II
ABSTRACT .....	III
表目錄 .....	IV
目錄 .....	V
第壹章 緒論 .....	1
第一節 研究背景與動機 .....	1
第二節 研究目的 .....	5
第貳章 文獻探討與假說推論 .....	6
第一節 董事之獨立性 .....	6
第二節 董事之專業性 .....	8
第三節 假說推演 .....	11
第參章 研究設計 .....	13
第一節 研究期間、資料來源與樣本選取 .....	13
第二節 事件研究法 .....	14
第三節 變數定義與衡量 .....	16
第四節 實證模型 .....	19
第肆章 實證結果與分析 .....	22
第一節 敘述性統計與 PEARSON 相關性分析 .....	22
第二節 單變量分析 .....	26
第三節 多變量迴歸分析結果 .....	27
第四節 敏感性分析 .....	30
第伍章 結論與建議 .....	37
第一節 研究結論 .....	37
第二節 後續研究建議 .....	38
第三節 研究限制 .....	38
參考文獻 .....	39

# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

[The compensation committee] is the only board committee where you sit on the opposite side of the table from management . . . Compensation is a zero-sum game. We want to attract good management and reward fairly, but shareholders are never happy with compensation. We want to be fair and arrive at a Pareto optimal solution where all are a bit uncomfortable. We want to get good performance and have good shareholder returns.

(NYSE compensation committee chair)

隨著國際間公司治理發展趨勢及國內公司治理運作情況，董監事及高階管理階層薪酬一直是國內外學者、監管機關及投資大眾所持續關注的議題(Sun, Cahan, and Emanuel, 2009)。我國證交所於 2009 年公布連續兩年稅後虧損，董監事薪酬卻增加之上市櫃公司，共有 91 家，引起投資大眾不免困惑高階管理階層之薪酬制定是否與公司績效及公司所承擔之風險適當連結，另一方面，主管機關的監督機制是否發揮效果。因此，金管會於 2010 年修訂《證券交易法》第 14 之 6 條明文規定公司應設置薪資報酬委員會(簡稱薪酬委員會)，並強制公司訂定薪酬委員會組織規程，落實薪酬委員會的功能。

根據證交所之「薪酬委員會運作效益之衡量與評估調查報告」顯示，薪酬委員之獨立性及專業性為薪酬委員會組成上的兩個關鍵要素<sup>1</sup>。第一，薪酬委員獨立性於《薪酬委員會職權辦法》第 6 條設置旋轉門條款，委員於委任前兩年需無涉影響獨立性<sup>2</sup>情事任一狀況。第二，薪酬委員的專業性直接影響薪酬委員

---

<sup>1</sup>證交所之「薪酬委員會運作效益之衡量與評估調查報告」，調查結果顯示薪酬委員會運作成功之關鍵點包括薪酬委員之專業程度與薪酬委員會能秉持公正客觀的執行原則與超然的角色定位。

<sup>2</sup>設置辦法 6 條第 1 項對獨立性訂有 2 年之旋轉門條款，規定成員於委任 2 年需無影響獨立性情事任一狀況：(1)公司或其關係企業之受雇人、(2)公司或其關係企業之(非獨立)董事及監察人、(3)持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東、(4)前三款所列人員之配偶及二等親以內

會職權之功能是否能發揮實質的執行成效，根據《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)第 5 條第 1 項規定，除了具備五年以上工作經驗外，應取得下列專業資格條件之一：學術界人士、專門職業技術人士或實務界人士<sup>3</sup>。以上法規規範之事項，落實公司所委任之薪酬委員具備獨立性與專業性，確保薪酬委員會之品質。

本研究將薪酬委員會之品質根據其獨立性及專業性加以探討。薪酬委員會在制定、管理及監督管理階層之薪酬上扮演重要的角色(Sun, Cahan, and Emanuel, 2009)。薪酬委員應具備獨立性(Brill, 2013)，避免受管理階層所干預，淪為“橡皮圖章”(Adams, Hermalin, and Weisbach, 2010)，因而無法提供董事會實質的助益。獨立的薪酬委員會能夠制定出合理的薪酬方案，使薪酬制度發揮激勵作用，管理階層傾向選擇有利的投資方案，以提升公司營運績效(Yeh, Chung, and Liu, 2011)。薪酬委員的獨立性更能夠公正的考核管理階層績效，並決定薪酬的結構與方針，但若薪酬委員職能因缺乏獨立性而受到管理階層所限制，則管理階層可能因為自利行為，增加自身財富，而非提升公司價值(Brick, Palmon, and Wald, 2006)。因此，薪酬委員會獨立性提升，有利於訂定合理的薪酬契約，使薪酬委員免於受管理階層的影響。

薪酬委員會之專業性將更有利於建構管理階層之薪酬。就管理階層薪酬結構而言，分為固定薪酬與變動薪酬，包括基本薪資、現金股利及權益薪酬，如分紅配股、員工認股權(葉銀華，2015)。薪酬委員會具備財務或會計專業知識及經驗，更能夠正確判斷公司營運績效表現，影響公司薪酬的制定，使管理階層薪酬與公司績效相連結(Holmstrom, 1979)。在董事會中，審計委員會具備財務專長，能正確判讀財務報表，提升董事會的能力，以保護股東利益並增加股東價值，進而強化公司治理(Mangena and Pike, 2005)。本研究認為薪酬契約的設計，其目的為彌補高階管理階層所承擔的風險，薪酬委員需適時考量公司財務指標，以利完整評估高階管理階層之績效。因此，公司任用具備財務或會計

---

親屬或三等親以內直系血親、(5)直接持有公司已發行股份總額百分之五以上或持股前五名法人股東之董監或受雇人、(6)與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董監及經理人或持股百分之五以上股東、(7)為公司或其關係企業提供法商財會服務或諮詢之專業人士。

3 (1)商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。(2)法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。(3)具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。



學歷或經歷的薪酬委員，使薪酬委員會之專業性有所提升，能提供董事會更有助益的薪酬制定方案。

本研究採用台灣薪酬委員會委員資料具有以下特點：第一，我國公司股權結構多屬集中，並存在最大股東之投票權和現金流量權偏離情況，控制股東可能因而侵害小股東權益，加上我國多為家族控股公司，傾向委任較多家族成員擔任董事席位及執行長(Chief Executive Officer，簡稱 CEO)，可能因而損害薪酬委員之獨立性，使薪酬委員會無法有效監督(葉銀華，2015)。第二，有鑑於我國尚未強制上市櫃公司設置獨立董事，且存有獨立董事人才不足的情況，因此，於設置初期設有過渡性條款，公司得於設置前三年，聘僱內部董事或外部專業人士為薪酬委員會委員，可能使得公司透過更換薪酬委員而影響薪酬決策，此外，對於聘僱外部專業人士方面，其有別於董事及經理人所應盡善良管理人責任及注意義務，及相對承擔之法律責任及風險較低，是否因而削弱其功能。第三，證交法規定上市櫃公司強制於 2011 年完成薪酬委員會之設置，規定至今僅六年時間，透過觀察公司更換薪酬委員之市場反應，更能夠直接觀察薪酬委員會獨立性及專業性之提升與下降，對於市場所採取的機制為何。

具體而言，本研究擬探討薪酬委員會專業性及獨立性的變動情況下，公司更換薪酬委員之市場反應。根據《薪酬委員會職權辦法》第 5 條和第 6 條規定，第一，探討當公司之薪酬委員有異動時，舊任薪酬委員與新任薪酬委員之專業資格是否有所差異，本研究指的專業性差異為舊任薪酬委員為具備財務或會計專長，而新任薪酬委員不具備財務或會計專長，市場將如何反應；反之，若舊任薪酬委員不具備財務或會計專長，而新任薪酬委員具備財務或會計專長，市場又將如何反應。第二，探討當公司之薪酬委員有異動時，舊任薪酬委員與新任薪酬委員之獨立性是否有所差異，本研究指的獨立性差異為舊任薪酬委員為獨立董事，而新任薪酬委員為非獨立董事時，市場將如何反應；反之，若舊任薪酬委員為非獨立董事，而新任薪酬委員為獨立董事，市場又將如何反應。

本研究採用事件研究法，以手工方式蒐集 2011 年到 2016 年間，以有更換薪酬委員之公司為樣本，依據資料庫所取得之薪酬委員會成員名單逐一蒐集薪酬委員的學經歷及身分別，進一步分析舊任薪酬委員與新任薪酬委員的專業性及獨立性之變動，探討投資人對於公司更換薪酬委員之市場反應。本研究透過事件研究法，觀察公司更換薪酬委員時，是否引起股價異常變動，及是否產生異常報酬。實證研究可能面臨的問題是沒有理由假設董事會結構是外生性的，事實上，有理論論證和實證證據指出董事會結構是具有內生性的(Hermalin and

Weisbach, 2003)透過排除其他干擾事件，能夠更準確捕捉更換薪酬委員的股價變動情形，且避免產生內生性問題的產生，更可以獲得專注於更換薪酬委員市場時，投資大眾給予的評價。

本研究預期貢獻有以下四點:第一，透過實證結果得知公司於更換董事會成員時，薪酬委員組成分變動對公司價值的影響。第二，對公司管理方面，提供公司更換薪酬委員時，應注意薪酬委員的資格，以利公司價值的提升。第三，提供主管機關薪酬委員資格認定的制定方向。第四，公司更換薪酬委員會委員可能進而影響公司薪酬政策，使公司高階主管受到薪酬政策變動的影響，而修改決策方向。



## 第二節 研究目的

本研究旨在探討公司更換薪酬委員前後，分別針對薪酬委員會之獨立性提升、獨立性下降、專業性提升及專業性下降，所產生之市場反應加以研究。本文之研究目的如下：

公司薪酬委員會之異動情況市場反應為何。

1. 薪酬委員會之委員從非獨立董事更換成獨立董事，或從獨立董事更換成非獨立董事，其市場反應分別為何。
2. 薪酬委員會之委員從不具備財務或會計專長更換成具備財務或會計專長，或從具備財務或會計專長更換成具備財務或會計專長，其市場反應分別為何。
3. 薪酬委員會之委員從獨立董事且具備財務或會計專長更換成非獨立且不具備財務或會計專長，或從非獨立董事且不具備財務或會計專長更換成獨立董事且具備財務或會計專長，其市場反應為何。

## 第貳章 文獻探討與假說推論

### 第一節 董事之獨立性

Adams and Ferreira (2007)分析董事會的兩個功能:諮詢及監督管理階層。由於董事會的這兩個功能,使 CEO 對於董事會的訊息揭露程度上有所取捨。研究建立於四個想法上,第一,CEO 重視於控制公司,不喜歡被董事會所監督。第二,CEO 喜歡被董事會諮詢,因為諮詢增加公司價值,免於干涉 CEO 的選擇。第三,更明智之董事會,其諮詢及監督更為有效。最後,在監督與諮詢的功能中,董事會仰賴 CEO 提供的特定企業訊息。研究發現,第一,在單軌制董事會中,提升董事會獨立性可能損害股東,但是在雙軌制董事會中,並不會損害股東。第二,單軌制董事會結構比雙軌制董事會結構更能夠為股東達成第一的最佳結果,雙軌制董事會結構有時候對股東而言是次佳選擇。在當 CEO 揭露更多資訊給董事會時,將獲得更好的建議,然而,獲得更多訊息的董事會對 CEO 會有更強烈的監督。因為獨立的董事會更能發揮監督功能,CEO 可能不願意與其分享訊息,而訊息不足的獨立董事則無法有效監督。因此,學者認為友好董事會可能是最佳的。

Adams, Hermalin, and Weisbach (2010)研究有關董事會的文獻,以了解兩個問題:什麼決定董事會的組成和什麼決定董事會的行為。這些問題基本上是交錯的,因為董事會的組成及行為存在內生性。研究焦點著重於文獻、理論、實證和契約如何處理或未能處理之複雜性。學者認為許多有關董事會的研究可以被解釋為有關董事選任和在董事行動和公司績效上,董事會組成的效果。研究指出懂得董事會的角色是重要的,對於瞭解公司行為和有關監管公司活動的政策設置。學者透過文獻整理出關於董事會與經理人之間的關係,文中提及,根據敘述性研究,Mace (1971)提出當 CEO 需要被更換時,董事是作為建議與諮詢對象,及某種紀律的功能且在危機狀況時採取行動。Demb and Neubauer (1992)問卷調查發現董事設置策略、公司政策、公司整體方向、任務及願景。Demb and Neubauer (1992)統計分析有類似結果,受訪董事認為其工作為監督管理階層及股東看守人。Hermalin and Weisbach (1998)提及當 CEO 的權力越大時,CEO 會藉此增進其福利(例如:減少薪酬波動)。當 CEO 具有較佳之議價能力,其將會獲得更高的薪酬並繼續擔任。成功的 CEO 能對較不獨立之董事會討價還價。學者認為有關研究董事會的文獻可以被解釋為董事選任過程和董事組成效果與公司績效的聯合聲明。

Chou, Hamill and Yeh (2016)研究台灣所有遵守法規所設立的獨立董事，是否其獨立性皆相同?全球的監管機關皆對於獨立董事的獨立性設置一個標準，以規範獨立董事的選任。研究採用台灣 2002 年至 2004 年非金融業之上市櫃公司共 416 家。此研究調查區分過去與董事會有關聯的獨立董事，對所有權及控制權與績效之間的關係。研究顯示有過去關聯董事之董事會獨立性和控制股東現金流量權之間有顯著正相關，但公司績效沒有提升。遵循法規所設置的獨立董事，若此獨立董事與董事會過去沒有關聯，則公司次期的資產周轉率顯著提升。公司選任關聯董事將會損害董事會品質，與實證證據一致，控制股東決定董事會品質，使控制股東以利益輸送方式補償所有權集中的額外成本。績效與非關聯董事的正向關係表明公司欲採用有專業知識人士，以獲取增進公司績效的利益，過去文獻有關新興市場之研究，顯示獨立董事與公司績效有因果關係。

Lin, Pope and Young (2003)檢驗代理人考量的方式和個人的監督激勵相互影響任命外部董事的效益或成本之決定因素。過去文獻對於董事會與公司績效之間的關聯有不同的結果。研究採用英國 1993 年 7 月至 1996 年 12 月期間 714 個宣告委任外部董事之非金融公司的股票市場反應。第一，所有樣本的平均市場反應約為零，與股東對於公司委任外部董事並無受益一致。然而，另一個解釋為外部董事任命與股東獲益有關，但是市場參與者系統性地預期委任外部董事的宣告。第二，與研究假說一致，分析橫斷面變量宣告期間之報酬，顯示市場反應訊號和多寡是由代理問題嚴重程度和委託人之監督激勵共同決定。研究發現代理問題越大的公司，外部董事更有效益。然而，外部董事必須擁有時間、專業和激勵以有效地行使其董事會責任。若是缺少這些品質，董事會有效性減弱，外部董事的任命則可能損害公司價值。

Liu et.al (2015)研究有關在中國的董事會獨立性與公司績效間的關係，並提供詳盡且穩健的證據。研究採用超過 16,000 公司年度，以調查中國上市公司之董事會獨立性的效果。中國獨有的特質為多數上市公司過去國有企業(SOEs)且政府依然是這些公司的大股東。研究發現顯示委任獨立董事，其能夠有效監督公司管理階層並能夠維護股東財富最大化之目標，至少部分減少在主要股東是政府的企業中固有的低效率。研究發現中國的董事獨立性對公司營運績效有整體的正向效果。另一個中國企業特質為法制系統中缺乏對投資人足夠的保護。在國有企業和資訊取得成本較低的企業中，董事會獨立性和公司績效間有更強烈的正向關係。研究也發現中國的獨立董事在限制內部人士自我交易和增進投資效率上扮演了重要的角色。

Vafeas (2003)採用 1991 至 1997 年間之 271 間美國公司，檢驗薪酬委員中內部董事和 CEO 薪酬之間的關係。研究發現當樣本期間有內部人士參與，薪酬委員會人數會穩定下降，且在薪酬揭露和稅制改革前制定薪酬，並揭露內部人士的機會主義。公司薪酬委員的改變可能被解釋為，透過除去薪酬委員會中的內部人士，以防止公共對於其薪酬實務不受歡迎的注意。

## 第二節 董事之專業性

Daidson, Xie and Xu (2004)研究公司任命董事於審計委員會中，委任時的股票報酬。審計委員會主要的作用為對於公司財務報導過程加以監督。公司以增加具備財務專長之董事為改革其審計委員會之目標。美國證交會規定公司必須於年度財務報導中揭露，其審計委員會是否至少包含一位財務專家。這些改革是公司為解決股東與經理人之間的代理問題所做的努力。若市場承認審計委員會知識的效益，則市場會獎勵公司，當公司委任財務專家於其審計委員會中。研究檢驗 1990 年至 2001 年，136 家公司自願性宣告任命審計委員會委員。多數自願性宣告於 1999 年後被發布，且為於 NASDAQ 上市的小公司。研究發現當公司新任的審計委員會委員若具有財務專長，則股價反應顯著有正。研究結果表明市場對於任命具有財務專家於審計委員會，市場將獎勵公司。

Sun and Cahan (2012)研究薪酬委員會品質之經濟決定因素。薪酬委員會的品質衡量是根據對六個薪酬委員會特徵的主成分分析的因素得分來衡量。此六個薪酬委員會品質特徵分別為 CEO 持股百分比、CEO 任期、機構投資人持股、成長率及公司規模。研究透過迴歸分析發現，當 CEO 任期較短時，表示 CEO 影響較低，薪酬委員會品質較佳。研究發現機構投資人持股比重與薪酬委員會品質呈現負相關，表示機構投資人扮演監督角色，減弱薪酬委員會監督機制的的需求。部分證據指出薪酬委員會治理品質明顯較低，當公司有高的成長機會。薪酬委員會品質與公司規模呈現負相關，支持規模較大的公司具有替代的治理機制，取代強健的薪酬委員會。結果表示，即使在要求薪酬委員會中只能有獨立董事的情況下，薪酬委員會的品質也會因為公司的經濟環境而有所不同。因此，以一個適合所有解決方案之薪酬委員會品質可能不是最佳的，因為不同的公司有不同的激勵因素於薪酬委員會結構中。此研究增添有關薪酬委員有限的文獻，採用新的薪酬委員會品質之衡量，以檢驗影響獨立之薪酬委員會治理品質的經濟因素。此研究補充董事會及審計委員會之研究，檢驗影響董事會和審計委員會品質之相同因素，是否也可能影響薪酬委員會的品質。

White, Woidtke, Black, and Schweitzer (2014)採用任命學術董事作為外部獨立董事的資料，檢驗外部董事的選任過程。學者認為學術董事可能因為以下五個連結被公司所任命：第一，公司可能任命學術董事以監督管理階層及擔任關鍵的委員。第二，基於公司和董事會特質，作為公司的顧問或提供專業知識。第三，公司可能因為社會連結而任命學術董事。第四，公司可能透過學術董事的任命獲得網絡，董事網絡有助於獲得外部資源，如貸款、社會網絡、或是知識交換。第五，公司可以透過數董事的任命增加其名譽。學術董事若來自聲望高的大學，其可被視為增加公司名譽資本，或是作為公司品質的訊息。學者採用1995年至2007年期間樣本公司，共有426家公司，372位董事。學者更進一步將學術董事分成三類：第一，行政(Administrative)，行政學者在其機構中擔任主要領導職位，有益的社會和政治網絡，並獲得更多的資源和聲望任命公司。第二，商業(Business)，商學院和法學院的教授。商業學者是具有一般商業專長的非行政教授。第三，專業(Specialized)，醫學，化學，物理，生物學和工程學教授。研究發現學術董事多數被中小企業所任命，以擴展其董事會。然而，研究發現重要的影響因素存在於學術董事任命和市場對於公司、董事會和董事異質性之反應。科學、藥學及工程學之學術董事具備專門知識而被任命，且市場反應為有利的。行政類學術董事具有網絡關係而被任命，市場反應為有利的，當行政人員與商學院有關連，但有鄰近地理位置則市場反應為負。商學教授具備專業知識與聲望而被任命，但是其市場反應並不明顯。

Güner, Malmendier, Tate (2008)研究分析指出具備財務專長的董事會成員影響公司決策。採用財務專家所隱含的假設是，了解一般公認會計準則和財務報表，使董事會產生更好的監督和更符合股東利益。財務專家可能顯著影響公司得融資及投資決策，超過更準確的揭露和更好的審計委員會績效。研究採用新的追蹤資料庫中，1988年至2001年間共282間公司為樣本，分析內部投資(資本支出)即外部投資(合併和收購)，發現財務專家有顯著影響，雖然不一定符合股東利益。當商業銀行家加入董事會時，增加外部資金和投資現金流敏感度減少。然而，信用良好的公司會增加資金流向，但不佳的投資機會。研究發現很少證據顯示財務專家會影響薪酬決策。研究結果顯示，如果忽視利益衝突(如：銀行利潤)，董事會中增加財務專長可能對股東沒有益處。

Singhvi, Rama and Barua (2013)採用2005年至2008年期間共107為審計委員離職為樣本，研究有關審計委員離職之市場反應。審計委員之角色今年來受到監管機關及立法者的審視，認為其財務報表編製過程具有其重要性。研究將樣本資料中，離職之審計委員份成以下三類作為探討：會計專家、其他專家及

非專家。研究結果顯示，當公司之審計委員為會計專家時，市場反應顯著負相關，而其他專家及非專家離職，其市場反應則不明顯。另外，針對專家董事離職之子樣本，研究發現對於任期短之董事，其離職產生顯著負的市場反應，但是對於任期較長之董事離職，則無會產生顯著負的市場反應。

Lee, Rosenstein, and Wyatt (1999)研究指出公司委任具財務專長之外部董事於董事會中，與正的異常有關連。針對外部董事具有特定職務或經驗之價值加以探討，並專注於聘僱來自不同金融機構之外部董事。檢驗公司委任財務外部董事宣告日之股價反應。其中，學者認為商業銀行家、保險公司高階管理階層和投資銀行家是異質性的組群，將為董事會帶來不同類型的專業知識和聲譽資本。研究發現樣本中市價低於中位數的公司，其異常報酬顯著為正，顯示小公司較少進入金融市場且有較少的財務專業，因此增加財務外部董事使其董事會受益。對於規模較小的公司，商業銀行家與投資銀行家皆有顯著正的異常報酬，但對於保險公司高階管理階層則不顯著。





### 第三節 假說推演

以董事的監督功能而言，代理理論提出董事會監督功能的有效性，因董事之獨立性而有所提升(Lee, Rosenstein, Rangan, and Davidson, 1992)。且當董事會聘僱更多的外部董事將使董事會獨立性提升，進而產生更好的決策(Dahya and McConnell, 2005)。過去文獻發現外部董事和公司績效之間有正相關，表示外部董事可以藉由監督公司決策，保護股東利益(Black, Jang, and Kim, 2006；Lefort and Urzua, 2008; Ravina and Sapienza, 2010; Yermack, 1996)。具備獨立性的董事能有效監督高階經理人，當 CEO 沒有確實執行公司業務時，使公司績效不如預期，則更具獨立性的董事會更可能解雇績效差的 CEO。另外，Yeh, Chung, and Liu (2011)發現具有更多獨立董事的審計委員會，其在金融海嘯期間之公司績效較佳。內部董事若被選為審計委員會之委員可能偏袒管理階層，因此，公司有較佳的治理機制將會委任更多獨立董事(Klein, 2002)。再者，Bryan and Klein (2004)認為獨立董事提供更有效的監督，減少董事對權益薪酬的需求。

綜上所述，本研究認為公司若將原本的非獨立董事之薪酬委員更換成獨立董事之薪酬委員，使薪酬委員會獨立性提升，將更有效發揮薪酬委員會之監督功能，市場將給予正面評價，相反地，公司若將原本的獨立董事之薪酬委員更換成非獨立董事之薪酬委員，使薪酬委員會獨立性下降，將無法有效發揮薪酬委員會之監督功能，市場將給予負面評價，因此建立 H1a 及 H1b 如下：

H1a:薪酬委員會委員從非獨立董事更換成獨立董事，薪酬委員會之獨立性提升，宣告日市場反應為正。

H1b:薪酬委員會委員從獨立董事更換成非獨立董事，薪酬委員會之獨立性下降，宣告日市場反應為負。

另一方面，以董事的諮詢功能而言，代理理論中指出外部人士為管理階層的監督者和相關專業知識的提供者，且有效解決管理者與股東之間的代理問題(Fama and Jensen, 1983; Fama, 1980)。Defond, Hann, and Hu (2005)認為董事具備財務專長是重要的，且 Fich (2005)指出董事的商業知識及經驗是重要

的。過去許多文獻指出，同屬於董事會下之功能性委員會，較多研究著重於審計委員會的專業性。例如：Farber (2005)發現審計委員具備財務專長，公司發生財務舞弊顯著下降。Dhaliwal et al. (2010)發現審計委員會具有會計專長和應計品質顯著正相關。薪酬委員會之成員提供專業知識和經驗，使薪酬契約中的獎金與過度冒險之激勵得到適當平衡(Yeh, Chung, and Liu, 2011)。

綜上所述，本研究認為公司更換薪酬委員從不具備財務或會計更換成具備財務或會計之薪酬委員，使薪酬委員會專業性提升，將更有效發揮薪酬委員會之諮詢功能，市場將給予正面評價，相反地，公司更換薪酬委員從具備財務或會計更換成不具備財務或會計之薪酬委員，使薪酬委員會專業性下降，將無法有效發揮薪酬委員會之諮詢功能，市場將給予負面評價因此建立 H2a 及 H2b 如下：

H2:薪酬委員會委員不具有財會專長，更換成具有財會專長，薪酬委員會之專業性提升，宣告日市場反應為正。

H2b:薪酬委員會委員從具有財會專長，更換成不具有財會專長，薪酬委員會之專業性下降，宣告日市場反應為負。

## 第參章 研究設計

### 第一節 研究期間、資料來源與樣本選取

#### 一、研究期間

本研究以 2011 年至 2015 年有發生更換薪酬委員事件之公司為樣本。金管會強制上市櫃公司於 2011 年底完成薪酬委員會之設置，因此以 2011 年為本研究之起始年份。

#### 二、樣本選取與資料來源

本研究採用台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ)資料庫取得薪酬委員會委員名單，以及公司財務、股價、宣告日及公司治理方面等相關資料，並依據公開資訊觀測站之股東會年報資訊、報章雜誌及網路搜尋，自行蒐集薪酬委員會學經歷資料及公司所公告之薪酬委員會委員更換日之事件，並加以彙總及分類。

本研究所採用 2010 年至 2015 年間台灣上市(櫃)公司中，發生更換薪酬委員事件為初步觀察值，共 4817 筆。觀察所蒐集之樣本後，將下列幾項影響實證結果之樣本予以排除：(1)金融業中更換薪酬委員之觀察值數 157 筆、(2)換出及換入薪酬委員日期不同之觀察值數 1713 筆、(3)換出及換入薪酬委員人數超過一人 1269 筆、(4)僅換入或換出薪酬委員 88 筆、(5)缺乏身分別資料之觀察值數 14 筆、(6)更換薪酬委員當天及前後三天有其他事件宣告之觀察 1332 筆，最後實際分析資料共有 87 筆之公司年度(firm-year)觀察值。觀察值篩選過程列式如表 1。

表 1 觀察值篩選過程

觀察值篩選過程	觀察值
初步觀察值：	4817
減：	
金融業中更換薪酬委員之觀察值數	(157)
換出及換入薪酬委員日期不同之觀察值數	(1713)
換出及換入薪酬委員人數超過一人	(1269)
僅換入或換出薪酬委員	(88)
缺乏身分別資料之觀察值數	(14)
更換薪酬委員當天及前後三天有其他事件宣告之觀察值數	(1,332)
2011 年至 2015 年間同一日換入與換出薪酬委員事件之觀察值數	<u>244</u>
2011 年至 2015 年間同一日換入與換出薪酬委員事件之公司家數	122
減:缺乏股價資訊及控制變數資料之觀察值數	(35)
最終觀察值數	<u>87</u>

## 第二節 事件研究法

本研究透過事件研究法，探討投資人對公司更換薪酬委員會委員事件宣告時，該公司之股價異常報酬。首先，以公司更換薪酬委員當天之日期作為事件日，本研究以 Gupta and Fields (2009)所採用之估計期，以更換薪酬委員會委員之事件日前 20 天至前 201 天(-201,-20)，共 180 天為估計期，並以估計期最小估計期樣本數為 100 天，建立公司報酬率之預期模式，並參考 Luo (2005)所採用之事件期，以事件日前 1 天及後 7 天[-1,7]，共計 9 天為事件期。接著，採用台灣經濟新報資料庫之事件研究系統，選擇 OLS 風險調整模式(Risk-Adjusted Returns Model)，再以更換薪酬委員當天之實際報酬率減去預期報酬率。更進一步計算計算出公司更換薪酬委員之累積異常報酬。本研究計算公司更換薪酬委員會委員之累積異常報酬列示如下：

$$CAR_{(-1,+7)} = \sum_{t=-1}^{+7} MAR_t$$

式(1)

其中，

$$MAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{+7} AR_{it}$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$t = -1, -2 \dots +7$$

$R_{it}$  = 為公司*i*於事件期之實際報酬

$E(R_{it})$  = 為*i*公司在事件期之預期報酬

Kothari and Wasley (1989)計算累積異常報酬(CAR)的t統計量，公式如下：

$$\overline{CAR}_{(-1,+7)} / (s(\overline{CAR}_{(-1,+7)}) / \sqrt{n})$$

式(2)

其中，

$$\overline{CAR}_{(-1,+7)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAR_{(-1,+7)}$$

$$s(\overline{CAR}_{(-1,+7)}) = \sqrt{\sum_{i=1}^n (CAR_{(-1,+7)} - \overline{CAR}_{(-1,+7)})^2 / (n-1)}$$

$\overline{CAR}_{(-1,+7)}$  = 事件期之平均累積異常報酬

$s(\overline{CAR}_{(-1,+7)})$  = 平均異常報酬之標準差

$n$  = 樣本公司數量

### 第三節 變數定義與衡量

#### 一、應變數

##### 1. 累積異常報酬( $CAR_i$ )

本研究計算公司更換薪酬委員會委員以事件日前 1 天及後 7 天 $[-1,7]$ ，共計九天之累積異常報酬。

#### 二、自變數

##### 1. 薪酬委員會獨立性提升( $UPIND$ )

若公司薪酬委員會委員組成分從身分別為非獨立董事換成獨立董事為 1，否則為 0。根據金管會出具之「薪資報酬委員會運作效益之衡量與評估」調查報告，指出台灣上市(櫃)公司中，薪酬委員會委員之組成包含以下幾種：(1)董

事、(2)獨立董事、(3)外部專業人士，其中，身分別為董事或外部專業人士更換成身分別為獨立董事之委員歸類為獨立性提升。

## 2. 薪酬委員會獨立性下降(DNIND)

若公司薪酬委員會委員組成分從身分別為獨立董事換成非獨立董事為 1，否則為 0，其中，非獨立董事其身分別包含董事或外部專業人士之薪酬委員會委員。

## 3. 薪酬委員會專業性提升(UPEXP)

若公司薪酬委員會委員從不具有財務或會計專長換成具有財務或會計專長為 1，否則為 0。Güner, Malmendier, Tate (2008)研究分析指出具備財務專長的董事會成員影響公司決策。採用財務專家隱含其了解一般公認會計準則和財務報表，使董事會產生更好的監督和更符合股東利益。

## 4. 薪酬委員會專業性下降(DNEXP)

若公司薪酬委員會委員組成分從具有財務或會計專長換成不具有財務或會計專長為 1，否則為 0。

### 三、 控制變數

此迴歸模型包含個控制變數，參考 Singhvi et al.(2013)的模型，用以控制可能影響公司更換薪酬委員或可能影響更換薪酬委員的市場反應之可能因素：

#### 1. 薪酬委員辭職(RESIGN)

本研究以舊任薪酬委員辭任為虛擬變數，若舊任薪酬委員非由公司解雇而是自行辭任為 1，否則為 0。薪酬委員辭任屬於證交所所規定應辦理訊息公開的重大訊息，公司應在收到薪酬委員辭呈日起算的 2 天內發布薪酬委員辭任的重大訊息。薪酬委員會之獨立性規範與獨立董事相同，獨立董事辭任可能意味

著公司隱含嚴重問題，而薪酬委員辭任可能表示其意見與公司董事會理念不符且無力改變，因而辭任以維護自身聲譽。

## 2. 公司規模(SIZE)

本研究以公司更換薪酬委員會委員前一年之總資產取自然對數用以衡量公司規模。Klock (1994)認為公司訊息的可用性愈大，事件中所含曾和資訊量愈少。由於公司規模常被作為公司訊息可用性的代理變數(Collins and Kothari, 1989)，預期公司規模與異常報酬之間存在負向關係(Freeman, 1987)。

$$SIZE_{it} = \ln(TA_{it})$$

## 3. 高階經理人及董事持股比例(OWN)

高階經理人及董監事在更換薪酬委員會委員前一年持股百分比。Elson(1993)指出公司有較高的董事持股，較不可能給予高階經理人過多的報酬，藉由提高董事持股，能解決經理人報酬過多的問題。

## 4. 負債淨值比(D/E ratio)

本研究使用總負債除以總淨值，作為負債淨值比(D/E ratio)。

$$D/E \text{ ratio} = \frac{Debt}{Equity}$$

## 5. 資產報酬率(ROA)

本研究選用稅後息前折舊前資產報酬率作為會計績效衡量指標，計算方式如(5)式。當公司之資產報酬率愈高時，表示公司績效愈佳，可推論對於績效優良之公司，投資人預期所獲之異常報酬為正。因此，本研究預期資產報酬率與公司異常報酬呈正相關。



$$ROA_{it} = \frac{\text{稅後息前折舊前常續性淨利}}{\text{平均資產總額}} \times 100\%$$

其中，下標  $i$  為公司別； $t$  為年度別。

#### 6. 市價淨值比(MB)

本研究使用市值除以股東權益總額，作為市價淨值比(Market-to-book)，計算方式如下。

$$MB_{it} = \frac{MV}{EQUITY}$$

### 第四節 實證模型

本研究 H1a 為檢驗公司更換薪酬委員會委員，從非獨立董事更換成獨立董事，預期更換日異常股票報酬為正。實證模型如式(3)所示，本研究預期  $\alpha_1 > 0$ ，表示當公司更換薪酬委員會委員，從非獨立董事更換成獨立董事，薪酬委員會委員獨立性提升，市場將給予正面評價，異常報酬為正。

本研究 H1b 為檢驗公司更換薪酬委員會委員，從獨立董事更換成非獨立董事，預期更換日異常股票報酬為負。實證模型如式(3)所示，本研究預期  $\alpha_2 < 0$ ，表示當公司更換薪酬委員會委員，從獨立董事更換成非獨立董事，薪酬委員會委員獨立性下降，市場將給予負面評價，異常報酬為負。

本研究 H2a 為檢驗公司更換薪酬委員會委員，從不具有財務或會計專長換成具有財務或會計專長，預期更換日異常股票報酬為正。實證模型如式(4)所示，本研究預期  $\beta_1 > 0$ ，表示當公司更換薪酬委員會委員，從不具有財務或會計專長換成具有財務或會計專長，薪酬委員會委員專業性提升，市場將給予正面評價，異常報酬為正。

本研究 H2b 為檢驗公司更換薪酬委員會委員，從具有財務或會計專長換成不具有財務或會計專長，預期更換日異常股票報酬為負。實證模型如式(4)所示，本研究預期 $\beta_2 < 0$ ，表示當公司更換薪酬委員會委員，從具有財務或會計專長換成不具有財務或會計專長，薪酬委員會專業性下降，市場將給予負面評價，異常報酬為負。

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 UPIND_i + \alpha_2 DNIND_i + \alpha_3 RESIGN_i + \alpha_4 SIZE_i + \alpha_5 OWN_i + \alpha_6 D/E$$

$$ratio_i + \alpha_7 ROA_i + \alpha_8 MB_i + v_i$$

式(3)

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 UPEXP_i + \beta_2 DNEXP_i + \beta_3 RESIGN_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 OWN_i + \beta_6 D/E$$

$$ratio_i + \beta_7 ROA_i + \beta_8 MB_i + v_i$$

式(4)

其中，

$CAR_i$  = 薪酬委員會委員更換日前 1 天及後 7 天，共計 9 天之累積異常報酬；

$UPIND_i$  = 若公司薪酬委員會委員組成分，從身分別為非獨立董事換成獨立董事為 1，否則為 0；

$DNIND_i$  = 若公司薪酬委員會委員組成分，從身分別為獨立董事換成非獨立董事為 1，否則為 0；

$UPEXP_i$  = 若公司薪酬委員會委員組成分，從不具有財務或會計專長換成具有財務或會計專長之薪酬委員會委員為 1，否則為 0；

$DNEXP_i$	=	若公司薪酬委員會委員組成分，從具有財務或會計專長換成不具有財務或會計專長之薪酬委員會委員為 1，否則為 0；
$RESIGN_i$	=	舊任薪酬委員會委員辭職為虛擬變數，若舊任薪酬委員非由公司解雇而是自行辭任為 1，否則為 0；
$SIZE_i$	=	總資產取自然對數用以衡量公司規模；
$OWN_i$ (%)	=	更換薪酬委員會委員前一年經理人及董監事之持股百分比，用以衡量經理人及董監持股百分比；
$D/E\ ratio_i$ (%)	=	更換薪酬委員會委員前一年之負債總額除以股東權益總額，用以衡量負債淨值比；
$ROA_i$ (%)	=	淨利除以更換薪酬委員會委員前一年資產總額，用以衡量資產報酬率；
$MB$ (%)	=	更換薪酬委員會委員前一年市場價值與帳面價值百分比，用以衡量市價帳值比；
$v_i$	=	迴歸殘差。

## 第肆章 實證結果與分析

### 第一節 敘述性統計與 Pearson 相關性分析

表 2 列示更換薪酬委員會委員之敘述性統計結果，全部更換薪酬委員會委員之觀察值共 87 筆，本研究將樣本區分為以下六種，其中，18 筆(20%)為獨立性上升(*UPIDP*)、4 筆(4%)為獨立性下降(*DNIDP*)、65 筆(74%)不涉及獨立性變動之更換(*OTHERIDP*)、14 筆(16%)為專業性上升(*UPEXP*)、20 筆(23%)專業性下降(*DNEXP*)、53 筆(61%)不涉及專業性變動之更換(*OTHEREXP*)。從表中發現，觀察值之資產總額(*Total Assets*)平均為 605 百萬元、總資產取自然對數(*SIZE*)平均為 14.91、經理人與董監是持股(*OWN*)平均約為 26%、負債淨值比(*D/E ratio*)平均約為 86%、資產報酬率(*ROA*)約為 4.99%、市價帳值比(*MB*)約為 1.62%。

在更換薪酬委員會委員涉及獨立性變動方面，獨立性提升(*UPIDP*)之公司平均總資產為 438 百萬元，獨立性下降(*DNIDP*)之公司平均總資產為 476 百萬元，獨立性維持不變(*OTHERIDP*)之公司平均總資產為 660 百萬元。總資產取自然對數(*SIZE*)分別為 14.78、14.57 及 14.97，表示更換薪酬委員會委員獨立性提升之公司規模較更換薪酬委員會委員獨立性下降之公司規模大。經理人與董監是持股(*OWN*)平均分別為 26.20%、24.67%及 26.63%，更換薪酬委員會委員獨立性提升之公司，其持股百分比比較更換薪酬委員會委員獨立性下降之公司高。負債淨值比(*D/E ratio*)平均分別為 92.13%、56.63%及 85.80%。資產報酬率(*ROA*)分別為 2.65%、0.20%及 5.93%，表示更換薪酬委員會獨立性提升之公司相較於獨立性下降之公司，其會計績效較佳。市價帳值比(*MB*)分別為 1.86、2.07 及 1.52。

在更換薪酬委員會委員涉及專業性變動方面，專業性提升(*UPEXP*)之公司平均總資產為 377 百萬元，專業性下降(*DNEXP*)之公司平均總資產為 607 百萬元，專業性維持不變(*OTHEREXP*)之公司平均總資產約為 665 百萬元。總資產取自然對數(*SIZE*)分別為 14.65、14.73 及 15.05。經理人與董監是持股(*OWN*)平均分別為 22.61%、23.52%及 28.58%。負債淨值比(*D/E ratio*)平均分別為 85.30%、61.01%及 95.24%。資產報酬率(*ROA*)分別為 5.41%、6.40%及 4.34%。市價帳值比(*MB*)分別為 1.17、1.67 及 1.71。

表 3 呈現 Pearson 相關性分析，一般而言，若變數間的相關係數大於 0.7，則可能存在共線性問題，由表 3 中得知，相關係數皆小於 0.7，自變數之共線性問題並不嚴重。本研究另以變異數膨脹因子測試自變數間有無共線性問題，檢驗後發現，各 VIF 值皆小於 10，表示共線性問題並不嚴重。由表中發現，公司規模 (*SIZE*) 與獨立性提升 (*UPIDP*)、獨立性下降 (*DNIDP*)、專業性提升 (*UPEXP*)、專業性下降 (*DNEXP*) 此四種更換情況皆呈現負相關；資產報酬率 (*ROA*) 與獨立性提升及獨立性下降皆呈現負相關，而資產報酬率 (*ROA*) 與專業性提升及專業性下降皆呈現正相關。



表 2 敘述性統計量

		更換類型							
		<i>UPIDP</i>	<i>DNIDP</i>	<i>OTHERIDP</i>	<i>FULL</i>	<i>UPEXP</i>	<i>DNEXP</i>	<i>OTHEREXP</i>	<i>FULL</i>
	觀察值之個數	18	4	65	87	14	20	53	87
<i>RESIGN</i>	平均數	0.20	0.00	0.15	0.14	0.14	0.20	0.09	0.14
	中位數	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	標準差	0.41	0.00	0.36	0.33	0.36	0.41	0.30	0.33
	平均數	4,384,982	4,763,399	6,597,448	6,055,372	3,777,750	6,074,584	6,649,758	6,055,372
<i>Total Assets</i>	中位數	3,457,480	3,321,700	2,990,963	2,990,963	2,876,887	2,266,030	3,293,875	2,990,963
	標準差	4,553,159	5,407,752	9,227,204	8,328,437	3,697,621	9,692,2450	8,672,739	8,328,437
	平均數	14.78	14.57	14.97	14.91	14.65	14.73	15.05	14.91
<i>SIZE</i>	中位數	15.12	14.87	14.65	14.81	14.58	14.54	14.99	14.81
	標準差	1.01	1.76	1.40	1.33	0.95	1.31	1.43	1.33
	平均數	26.20	24.67	26.63	26.46	22.61	23.52	28.58	4.52
<i>OWN (%)</i>	中位數	25.52	16.92	22.58	22.58	19.84	21.01	27.53	3.02
	標準差	10.12	23.30	16.09	15.23	9.65	12.54	17.06	4.72
<i>D/E ratio</i> (%)	平均數	92.13	56.63	85.80	85.77	85.30	61.01	95.24	85.77
	中位數	75.22	41.45	44.82	48.79	79.85	34.30	47.36	48.79
	標準差	82.38	54.06	179.57	159.65	45.33	83.03	196.96	159.65
<i>ROA (%)</i>	平均數	2.65	0.20	5.93	4.99	5.41	6.40	4.34	4.99
	中位數	3.30	5.07	5.04	4.48	4.86	6.05	4.07	4.48
	標準差	14.02	13.02	9.13	10.47	4.14	11.40	11.33	10.47
<i>MB</i>	平均數	1.86	2.07	1.52	1.62	1.17	1.67	1.71	1.62
	中位數	1.32	1.88	1.18	1.19	0.85	1.30	1.24	1.19
	標準差	1.44	1.46	1.07	1.17	0.72	1.10	1.27	1.17

註：以上變數分別代表薪酬委員由非獨立董事更換為獨立董事(*UPIDP*)、薪酬委員由獨立董事更換獨立董事(*UPIDP*)、薪酬委員更換不涉及身分別變動(*OTHERIDP*)、薪酬委員由不具財會專長更換為具財會專長(*UPEXP*)、薪酬委員由具財會專長更換為不具財會專長(*DNEXP*)、薪酬委員更換不涉及專業性變動(*OTHEREXP*)、薪酬委員辭職(*RESIGN*)、總資產(*Total Assets*)、總資產取自然對數(*SIZE*)、經理人及董監持股(*OWN*)、負債淨值比(*D/E ratio*)、資產報酬率(*ROA*)、市價帳值比(*MB*)。

表 3 Pearson 相關係數表

	<i>UPIDP</i>	<i>DNIDP</i>	<i>UPEXP</i>	<i>DNEXP</i>	<i>RESIGN</i>	<i>SIZE</i>	<i>OWN</i>	<i>D/B ratio</i>	<i>ROA</i>	<i>MB</i>
<i>UPIDP</i>	1									
<i>DNIDP</i>	-0.1121	1								
<i>UPEXP</i>	-0.0692	0.0532	1							
<i>DNEXP</i>	-0.1442	0.1409	-0.2393	1						
<i>RESIGN</i>	-0.1089	-0.0835	0.0216	0.1209	1					
<i>SIZE</i>	-0.0498	-0.0562	-0.0873	-0.0737	-0.1479	1				
<i>OWN</i>	-0.0085	-0.0258	-0.1111	-0.1057	0.1264	-0.1375	1			
<i>D/B ratio</i>	0.0205	-0.0403	-0.0013	-0.0852	0.0337	-0.0152	-0.2020	1		
<i>ROA</i>	-0.1148	-0.1009	0.0179	0.0744	0.0096	0.2119	0.0037	-0.2855	1	
<i>MB</i>	0.1066	0.0858	-0.1691	0.0248	0.1003	-0.1680	-0.0018	-0.0011	0.0088	1

## 第二節 單變量分析

本研究將公司更換薪酬委員會委員依據其獨立性及專業性，區分為六種情況，並分別檢驗其累積異常報酬(CAR)，表 4 報導公司更換薪酬委員會委員事件日宣告時，其累積異常報酬之結果。表 4 之 Panel A 呈現公司更換薪酬委員會委員時，涉及獨立性變動之情況時，其累積異常報酬之結果。其中，獨立性變動之情況區分為(1)公司更換薪酬委員會委員身分別從非獨立董事更換成獨立董事：獨立性提升(*UPIDP*)、(2)公司更換薪酬委員會委員從獨立董事更換成非獨立董事：獨立性下降(*DNIDP*)及(3)公司更換薪酬委員會委員身分別沒有變動：獨立性不變(*OTHERIDP*)。初步顯示，獨立性提升為正的累積異常報酬為 0.8241，獨立性下降為負的累積異常報酬為-0.1638，獨立性不變為正的累積異常報酬為 0.7731。表示投資人對於公司更換薪酬委員會委員其獨立性提升時，實際報酬大於預期報酬，累積異常報酬為正，而對於公司更換薪酬委員會委員其獨立性下降時，實際報酬小於預期報酬，累積異常報酬為負，但未達統計顯著性。

表 4 之 Panel B 呈現公司更換薪酬委員會委員事件日宣告時，涉及專業性變動，其累積異常報酬之結果。其中，專業性變動之情況區分為(1)公司更換薪酬委員會委員，從不具備財務或會計專長更換成具備財務或會計專長之委員：專業性提升(*UPEXP*)、(2)公司更換薪酬委員會委員，從具備財務或會計專長換成不具備財務或會計專長：專業性下降(*DNEXP*)、(3)公司更換薪酬委員會委員專業性不變(*OTHEREXP*)。初步顯示，專業性提升為正的累積異常報酬為 0.6056，專業性下降為負的累積異常報酬為-0.0036，專業性不變為正的累計異常報酬為 0.9534。表示投資人對於公司更換薪酬委員會委員其專業性提升時，實際報酬大於預期報酬，累積異常報酬為正，而對於公司更換薪酬委員會委員其專業性下降時，實際報酬小於預期報酬，累積異常報酬為負。由表 4 可知，身分別由非獨立董事更換成獨立董事之情況，其異常報酬最高；由獨立董事更換成非獨立董事之情況，其異常報酬最低。由結果可知，資本市場對於公司更換薪酬委員會委員之資訊有所反應，同時對於不同更換方式有不同的反應，單變量檢驗結果支持公司更換薪酬委員會委員涉及獨立性及專業性之變動，對於薪酬委員會委員之市場反應有所影響，但不具統計顯著性，本研究接續進行迴歸分析。



表 4 更換薪酬委員會事件日之異常報酬

Panel A: 非獨立董事換成獨立董事及獨立董事換成非獨立董事之單變量檢定

	<u>UPIDP</u>	<u>DNIDP</u>	<u>OTHERIDP</u>	<u>FULL SAMPLE</u>
CAR	1.5911	-1.2556	0.7178	0.8050
t-value	0.8241	-0.1638	0.7731	0.9534
p-value	(0.2110)	(0.4402)	(0.2212)	(0.1716)
觀察值數量	18	4	65	87

Panel B: 不具財會專長換成具財會專長及具財會專長換成不具財會專長之單變量檢定

	<u>UPEXP</u>	<u>DNEXP</u>	<u>OTHEREXP</u>	<u>FULL SAMPLE</u>
CAR	1.676	-0.0050	0.5129	0.8050
t-value	0.8241	-0.1638	0.7731	0.9534
p-value	(0.2785)	(0.4986)	(0.3408)	(0.1716)
觀察值數量	14	20	53	87

註：

1.表中 *p-value*，\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準，以單尾檢定表示。

2.以上變數分別代表累積異常報酬(CAR)、薪酬委員由非獨立董事更換為獨立董事(UPIDP)、薪酬委員由獨立董事更換成非獨立董事(DNIDP)、薪酬委員更換不涉及身分別變動(OTHERIDP)、薪酬委員由不具財會專長更換為具財會專長(UPEXP)、薪酬委員由具財會專長更換為不具財會專長(DNEXP)、薪酬委員更換不涉及專業性變動(OTHEREXP)。

### 第三節 多變量迴歸分析結果

#### 一、薪酬委員會委員更換涉及獨立性變動之市場反應

表 5 呈現多變量迴歸分析結果，以累積異常報酬(CAR)為依變數，檢驗公司更換薪酬委員會委員，涉及獨立性變動時，其累積異常報酬。結果顯示，公司更換薪酬委員會委員，若使薪酬委員會委員獨立性提升，其累積異常報酬為正，實證結果與假說 H1a 之預期相符。公司更換薪酬委員會委員，若使薪酬委員會委員獨立性下降，其累積異常報酬為負，實證結果與假說 H1b 預期相符。針對此實證結果，本研究推論投資人對於公司更換薪酬委員會委員時，身分別

的變動將影響薪酬委員會委員的獨立性，獨立性提升較能維護股東權益，而獨立性下降可能危及股東權益，因此，市場對於獨立性提升給予正向反應，而獨立性下降則給予負向反應，但未達統計顯著性。

在控制變數方面，薪酬委員辭職(*RESIGN*)係數為正，公司規模(*SIZE*)係數為負，與預期一致，公司規模與異常報酬之間存在負向關係(Freeman, 1987)。，經理人及董監持股(*OWN*)係數為正，負債淨值比(*D/E ratio*)係數顯著為正，資產報酬率(*ROA*)係數為正，市價帳值比(*MB*)係數為正。

表 5 薪酬委員會委員更換涉及獨立性變動之市場反應

Model 1		
	Mean	P-value
<i>INTERCEPT</i>	0.757	(0.472)
<i>UPIDP</i>	0.801	(0.353)
<i>DNIDP</i>	-1.384	(0.368)
<i>RESIGN</i>	1.063	(0.341)
<i>SIZE</i>	-0.212	(0.375)
<i>OWN</i>	0.015	(0.396)
<i>D/E ratio</i>	0.017**	(0.002)
<i>ROA</i>	0.049	(0.288)
<i>MB</i>	0.540	(0.233)
Observations	87	
Adjusted $R^2$	0.036	
F	1.403	

註：

- 1.表中 *p-value*，\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準，以單尾檢定表示。
- 2.以上變數分別代表薪酬委員由非獨立董事更換為獨立董事(*UPIDP*)、薪酬委員由獨立董事更換成非獨立董事(*DNIDP*)、薪酬委員辭職(*RESIGN*)、總資產取自然對數(*SIZE*)、經理人及董監持股(*OWN*)、負債淨值比(*D/E ratio*)、資產報酬率(*ROA*)、市價帳值比(*MB*)。

## 二、薪酬委員會委員更換涉及專業性變動之市場反應

表 6 呈現多變量迴歸分析結果，以累積異常報酬(CAR)為依變數，檢驗公司薪酬委員會委員，涉及專業性變動時，其累積異常報酬。結果顯示，公司更換薪酬委員會委員，若使薪酬委員會委員專業性提升，其累積異常報酬為正，實證結果與假說 H2a 之預期相符。公司更換薪酬委員會委員，若使薪酬委員會委員專業性下降，其累積異常報酬為負，實證結果與假說 H2b 之預期相符。針對此實證結果，本研究推論投資人對於公司更換薪酬委員會委員時，專業性的變動將影響薪酬委員會委員制定薪酬時，所採取的方法及制定時是否與績效相連結，具備財務或會計專長之薪酬委員，更具有判別公司營運績效之能力，使公司高階管理階層獲得合理之報酬，進而維護股東權益，因此，市場對於專業性提升給予正向反應，而專業性下降給予負向反應。

在控制變數方面，薪酬委員辭職(*RESIGN*)係數為正，公司規模(*SIZE*)係數為負，經理人及董監持股(*OWN*)係數為正，負債淨值比(*D/E ratio*)係數顯著為正，資產報酬率(*ROA*)係數為正，市價帳值比(*MB*)係數為正。

表 6 薪酬委員會委員更換涉及專業性變動之市場反應

	Model 2	
	Mean	P-value
<i>INTERCEPT</i>	-4.393	(0.393)
<i>UPEXP</i>	4.044**	(0.048)
<i>DNEXP</i>	-0.099	(0.481)
<i>RESIGN</i>	0.866	(0.367)
<i>SIZE</i>	-0.052	(0.469)
<i>OWN</i>	0.029	(0.307)
<i>D/E ratio</i>	0.017***	(0.001)
<i>ROA</i>	0.042	(0.308)
<i>MB</i>	0.803	(0.138)
Observations	87	
Adjusted $R^2$	0.070	

註：

1.表中  $p$ -value，\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準，以單尾檢定表示。

2.以上變數分別代表薪酬委員由不具財會專長更換為具財會專長( $UPEXP$ )、薪酬委員由具財會專長更換為不具財會專長( $DNEXP$ )、薪酬委員辭職( $RESIGN$ )、總資產取自然對數( $SIZE$ )、經理人及董監持股( $OWN$ )、負債淨值比( $D/E$  ratio)、資產報酬率( $ROA$ )、市價帳值比( $MB$ )。

#### 第四節 敏感性分析

##### 一、薪酬委員會委員更換涉及獨立性與專業性同時提升之市場反應

本研究認為薪酬委員會應具備監督及諮詢之功能，能更適切的建立薪酬制度，使得公司能夠在維護股東利益的情況下，制定出具有激勵效果的薪酬契約。當公司更換薪酬委員會委員，薪酬委員會獨立性及專業性同時提升，使薪酬委員會更能發揮其監督及諮詢功能。相反地，當公司更換薪酬委員會委員，薪酬委員會獨立性及專業性皆下降時，使薪酬委員會監督及諮詢功能減弱。

公司更換薪酬委員會委員時，若是從非獨立董事且不具有財會專長，更換成獨立董事且具有會計財會專長，則薪酬委員會委員之獨立性及專業性同時提升，預期市場將有所反應。相反地，公司更換薪酬委員會委員時，若是從獨立董事且具有財會專長，更換成非獨立董事且不具有會計財會專長，則薪酬委員會委員之獨立性及專業性同時下降，預期市場將有所反應。

表 7 呈現敏感性分析結果，以累積異常報酬( $CAR$ )為依變數，檢驗公司薪酬委員會委員，同時涉及獨立性及專業性變動時，其累積異常報酬。結果顯示，公司更換薪酬委員會委員，若使薪酬委員會委員獨立性及專業性同時提升( $UPIDP*UPEXP$ )，其累積異常報酬顯著為正。反之，公司更換薪酬委員會委員，若使薪酬委員會委員獨立性及專業性同時下降( $DNIDP*DNEXP$ )，其累積異常報酬為正，不具統計顯著性。針對此敏感性測試之結果，本研究推論投資人對於公司更換薪酬委員會委員時，獨立性及專業性的同時變動，在獨立性與專業性同時提升方面，具獨立董事身分之薪酬委員，其更能以公正客觀的角度，評

估公司的營運情況，且同時具有財務或會計專長，將影響薪酬委員會委員制定薪酬時，更能判別公司所提供之財務資訊的正確性，使公司高階管理階層獲得合理之報酬，進而維護股東權益，因此，市場對於獨立性與專業性同時提升給予正向反應。反之，在獨立性及專業性同時下降方面，獨立性下降的情況中，公司可能將身分別為獨立董事之薪酬委員會委員，更換成外部專業人士，在此以情況下，薪酬委員會雖然獨立性下降，但其公正客觀之立場，依然受到投資人的肯定。而專業性下降的情況中，薪酬委員會可能喪失一位具備財務或會計專長的薪酬委員，但其可能具有人力資源相關專長，具有制定薪酬機制之功能，投資人因此給予正面評價。

在控制變數方面，薪酬委員辭職(*RESIGN*)係數為負，公司規模(*SIZE*)係數為正，經理人及董監持股(*OWN*)係數顯著為正，負債淨值比(*D/E ratio*)係數為正，資產報酬率(*ROA*)係數為正，市價帳值比(*MB*)係數為負。

表 7 薪酬委員會委員更換涉及獨立性與專業性同時提升之市場反應

Model 3		
	Mean	P-value
<i>INTERCEPT</i>	16.160***	(0.002)
<i>UPIDP*UPEXP</i>	8.226*	(0.061)
<i>DNIDP*DNEXP</i>	1.702	(0.240)
<i>RESIGN</i>	-0.077	(0.451)
<i>SIZE</i>	0.029	(0.297)
<i>OWN</i>	0.017**	(0.001)
<i>D/E ratio</i>	0.028	(0.366)
<i>ROA</i>	0.482	(0.240)
<i>MB</i>	-1.940	(0.423)
Observations	87	
Adjusted $R^2$	0.160	
F	3.048	

註：

- 1.表中 *p-value*，\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準，以單尾檢定表示。
- 2.以上變數分別代表薪酬委員由不具財會專長更換為具財會專長(*UPEXP*)、薪酬委員由具財會專長更換為不具財會專長(*DNEXP*)、薪酬委員辭職(*RESIGN*)、總資產取自然對數(*SIZE*)、經理人及董監持股(*OWN*)、負債淨值比(*D/E ratio*)、資產報酬率(*ROA*)、市價帳值比(*MB*)。

## 二、換入及換出薪酬委員會委員之宣告日相同

本研究將公司更換薪酬委員會委員宣告日，限於換出及換入薪酬委員會委員於同一天宣告，進一步檢驗獨立性及專業性變動之市場反應。

初步顯示，同一天宣告該公司換入及換出之薪酬委員，其獨立性提升時，累積異常報酬為-5.2862，反之，獨立性下降時，僅一筆觀察值，則無統計量。獨立性不變時，累積異常報酬為 2.7921。表示投資人對於公司更換薪酬委員會委員其獨立性提升時，實際報酬大於預期報酬，累積異常報酬為正，但未達統計顯著性。

表 8 換入及換出薪酬委員會委員之宣告日相同

Panel A: 薪酬委員於同一宣告日涉及身分別變動之單變量檢定

	<i>UPIDP_SD</i>	<i>DNIDP_SD</i>	<i>OTHERIDP_SD</i>	<i>FULL SAMPLE_SD</i>
<i>CAR</i>	-5.2862	-	2.7921	1.9053
t-value	-1.5505	-	1.4692	1.1075
p-value	(0.8694)	-	(0.0777)*	(0.1389)
觀察值 數量	3	1	24	28

Panel B: 不具財會專長換成具財會專長及具財會專長換成不具財會專長之單變量檢定

	<i>UPEXP_SD</i>	<i>DNEXP_SD</i>	<i>OTHEREXP_SD</i>	<i>FULL SAMPLE_SD</i>
CAR	11.2561	0.1892	1.1173	1.9053
t-value	1.1089	0.4376	0.4951	1.1075
p-value	(0.1915)	(0.4986)	(0.3139)	(0.1389)
觀察值數量	3	9	16	28

註：

1.表中 *p-value*，\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準，以單尾檢定表示。

2.以上變數分別代表累積異常報酬(*CAR*)、薪酬委員於同一宣告日由非獨立董事更換成獨立董事(*UPIDP\_SD*)、薪酬委員於同一宣告日由獨立董事更換成非獨立董事(*DNIDP\_SD*)、薪酬委員於同一宣告日更換不涉及身分別變動(*OTHERIDP\_SD*)、薪酬委員於同一宣告日由不具財會專長更換為具財會專長(*UPEXP\_SD*)、薪酬委員於同一宣告日由具財會專長更換為不具財會專長(*DNEXP\_SD*)、薪酬委員於同一宣告日更換不涉及專業性變動(*OTHEREXP\_SD*)。

### 三、獨立性提升之薪酬委員會是否具有實質獨立性

本研究針對薪酬委員會獨立性提升時，市場無顯著反應，推測薪酬委員會委員可能與高階經理人為友好關係，即使獨立性相對提升，但是制定合適薪酬政策的功能，可能受限於與高階經理人的友好關係而無法完全發揮，因此進一步加以檢驗。

本研究採用 Hwang and Kim(2009) 的分類方式，檢驗薪酬委員會委員與高階經理人的友好關係。表 9 Panel A 呈現獨立性提升時，薪酬委員會委員與高

階經理人的友好情況。結果顯示，薪酬委員會獨立性提升時，薪酬委員會委員中，包含 23 位的與高階經理人友好之薪酬委員及 13 位的非與高階經理人友好之薪酬委員，其中，換出之薪酬委員中，與高階經理人友好之薪酬委員共 13 位，換入之薪酬委員中，與高階經理人友好之薪酬委員共 10 位。表 9 Panel B 呈現獨立性下降時，薪酬委員會委員與高階經理人的友好情況。結果顯示，薪酬委員會獨立性下降時，薪酬委員會委員中，包含 5 位的與高階經理人友好之薪酬委員及 3 位的非與高階經理人友好之薪酬委員，其中，換出之薪酬委員中，與高階經理人友好之薪酬委員共 2 位，換入之薪酬委員中，與高階經理人友好之薪酬委員共 3 位。

由此可知，薪酬委員會獨立性提升時，超過一半以上的薪酬委員會委員與高階經理人為友好關係，因此，本研究推測公司更換薪酬委員會委員時，薪酬委員會獨立性提升，但是市場無顯著反應的原因，可能為薪酬委員與高階經理人的友好關係，使薪酬委員會即使獨立性有所提升，但是可能因為存在與高階經理人友好關係，使得薪酬的制定方針受到高階經理人的影響，進而導致投資人對於更換薪酬委員會委員之獨立性提升無顯著市場反應。反之，薪酬委員會獨立性下降時，超過一半以上的薪酬委員會委員與高階經理人為友好關係，因此，本研究推測公司更換薪酬委員會委員時，薪酬委員會獨立性下降，但是市場無顯著反應可能為換出之薪酬委員與高階經理人存在友好關係。

表 9 薪酬委員會獨立性提升及下降之友好薪酬委員

Panel A: 薪酬委員會提升之友好薪酬委員			
	薪酬委員會委員獨立性提升(UPIDP)	換出之薪酬委員為友好薪酬委員	換入之薪酬委員為友好薪酬委員
與高階經理人友好之薪酬委員	23	13	10
與高階經理人非友好之薪酬委員	13	-	-
觀察值數量	36	13	10



Panel B: 薪酬委員會下降之友好薪酬委員

	薪酬委員會委員獨立 性下降(DNIDP)	換出之薪酬委員 為友好薪酬委員	換入之薪酬委員 為友好薪酬委員
與高階經理人友好 之薪酬委員	5	2	3
與高階經理人非友 好之薪酬委員	3	-	-
觀察值數量	8	2	3

表 10 呈現公司更換薪酬委員會委員時，獨立性提升為實質獨立性提升之情況。公司更換薪酬委員會委員更換時，從非獨立董事更換成獨立董事，但更換後之獨立董事，其與高階經理人間可能存在友好關係，即身分別為獨立董事，但與高階經理人存在友好關係之薪酬委員(簡稱友好薪酬委員)，則此友好薪酬委員，雖然身分別為獨立董事，但實際上則不具有實質獨立性。

本研究為了進一步檢驗公司於更換薪酬委員時，實質獨立性之提升之市場反應。因此，排除更換後之薪酬委員為友好薪酬委員之情況，結果顯示，當公司更換薪酬委員，從身分別為非獨立董事，更換成身分別為獨立董事且非友好之薪酬委員(即具有實質獨立性之薪酬委員)時，則累積異常報酬為正，表示投資人對於公司更換薪酬委員時，當公司更換後之薪酬委員具有實質獨立性時，則市場反應為正。反之，檢驗實質獨立性之下降，當公司更換薪酬委員時，從身分別為獨立董事且非友好之薪酬委員(即具有實質獨立性之薪酬委員)，更換成身分別為非獨立董事之薪酬委員時，則累積異常報酬為負，表示投資人對於公司更換薪酬委員時，當公司更換前之薪酬委員具有實質獨立性時，則市場反應為負。

表 10 友好薪酬委員獨立性提升之單變量檢定

	<i>UPIDP_NONFRI</i>	<i>DNIDP_NONFRI</i>
<i>CAR</i>	3.6002	-10.1283
t-value	1.0074	-0.8218
p-value	(0.1737)	(0.7190)
觀察值數量	8	2

註：

1.表中 *p-value*，\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準，以單尾檢定表示。

2.以上變數分別代表累積異常報酬(*CAR*)、薪委由非獨立董事更換成非友好之獨立董事(*UPIDP\_NONFRI*)、薪委由非友好之獨立董事更換成非獨立董事(*DNIDP\_NONFRI*)。



## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究旨在探討公司更換薪酬委員會委員其市場反應。自金管會強制上市(櫃)公司設置薪酬委員會以來，公司更換薪酬委員會委員相當頻繁，薪酬委員會委員之設置乃協助公司制定經理人與董監事之績效考核制度及薪酬管理制度，同時使公司整理績效與經理人及董監事薪酬相互連結，使公司訂定更為合適的薪酬制度。公司是否可能透過更換薪酬委員會委員，企圖影響薪酬制度的制定，而投資人是否察覺此以現象的存在及公司的意圖。然而，過去沒有文獻探討薪酬委員會委員更換情況的變化，分析公司更換薪酬委員會委員之影響，缺乏此方面的研究，使我們無法瞭解市場是否反應公司更換薪酬委員會委員之資訊，公司也可能錯估更換薪酬委員會委員之成本，主管機關可能也忽略了對於異常更換薪酬委員會委員之公司的關注，使薪酬委員會的設置之功能性降低而股東承擔不少代價。

本研究以手工方式收集台灣 2010 年至 2015 年間，薪酬委員會委員之學經歷，及公司更換薪酬委員會委員之事件日，共計 4817 筆在公開資訊觀測站所公告公司更換薪酬委員會委員之觀察值為樣本，並分別就更換方式的不同加以分類，分析公司更換薪酬委員會委員時，其獨立性和專業性之變動，市場是否有所反應。實證結果顯示，公司更換薪酬委員會委員時，若涉及身分別變動，使薪酬委員會獨立性上升，則市場給予正面評價，不具統計顯著性；反之，公司更換薪酬委員會委員時，使薪酬委員會獨立性下降，則市場給予負面評價，不具統計顯著性。另一方面，公司更換薪酬委員會委員時，若涉及專業性變動，使薪酬委員會專業性上升，則市場給予顯著正面評價，具有統計顯著性；反之，公司更換薪酬委員會委員時，使薪酬委員會專業性下降，則市場給予負面評價，不具統計顯著性。

根據本研究之結果，發現公司更換薪酬委員會委員確實具有資訊內涵，其中對於更換方式的不同而給予不同評價。未來公司於作成更換薪酬委員會委員決策時，應考量薪酬委員會委員獨立性及專業性之變動，對於公司股價之影響。綜上所述，本研究期望此一實證結果，使主管機關、公司管理階層及投資人對於更換薪酬委員會委員有更多的瞭解，並作出更合適的決策。

## 第二節 後續研究建議

1. 建議後續學者，進一步針對公司更換薪酬委員會委員次數頻繁之原因，深入分析與探討。
2. 建議後續學者，探討當公司頻繁更換薪酬委員會委員，對於對公司整體而言將帶來哪些影響。
3. 公司更換薪酬委員會委員身分別從非獨立董事更換成獨立董事，市場卻無反應，是否因具有獨立董事身分別之薪酬委員會委員，實質上是友好的獨立董事，其公正之立場有待商榷。
4. 針對薪酬委員會委員之專業性，可依據薪酬委員會之學經歷，進一步區分具有人力資源專長、法律專長、或是風險控管專長之薪酬委員，並進一步檢驗。

## 第三節 研究限制

本研究之研究限制如下：

1. 透過公開資訊觀測站蒐集公司更換薪酬委員會委員的資訊，但無法確定公司更換薪酬委員會委員之訊息，是否於公告前早已被投資人所察覺，使得統計結果不具有顯著性。
2. 為確保研究之嚴謹，本研究排除公司更換薪酬委員會委員前後，同時發布其他公司訊息者，及同時有一位以上薪酬委員會委員同時更換之公司，使得觀察值數減少許多。

## 參考文獻

- 朱炫璉, 劉乃熒, 陳彥綺, 與吳品萱. 2016. 薪酬委員會品質, 高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之研究. *當代會計* 17 (1):63-89.
- 吳幸蓁, 謝佳純, 與梁書瑋. 2014. 薪酬委員會之設置及其品質對高階經理人薪酬績效敏感性之影響. *中華會計學刊 (Taiwan Accounting Review)* 10 (2):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* 32 (2):109-134.
- Adams, R. B., B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach. 2010. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature* 48 (1):58-107.
- Anderson, R. C., and J. M. Bizjak. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking & Finance* 27 (7):1323-1348.
- Boyle, G., and H. Roberts. 2013. CEO presence on the compensation committee: a puzzle. *Journal of Economics and Business* 70:16-26.
- Brick, I. E., and N. Chidambaran. 2008. Board monitoring, firm risk, and external regulation. *Journal of Regulatory Economics* 33 (1):87-116.
- Carter, M. E., and L. J. Lynch. 2012. Compensation committee attributes and the treatment of earnings management in bonuses: Working Paper.
- Chen, C.W., B. Yi, and B. J. Lin. 2013. Does Adoption of Compensation Committee Benefit Shareholders? Evidence from Taiwan. Evidence from Taiwan (July 26, 2013).

- Claessens, S., and J. P. Fan. 2002. Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance* 3 (2):71-103.
- Dahya, J., and J. J. McConnell. 2005. Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance* 11 (1):37-60.
- Davidson, W. N., B. Xie, and W. Xu. 2004. Market reaction to voluntary announcements of audit committee appointments: The effect of financial expertise. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 (4):279-293.
- DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. 2005. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research* 43 (2):153-193.
- Duchin, R., J. G. Matsusaka, and O. Ozbas. 2010. When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics* 96 (2):195-214.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics* 26 (2):301-325.
- Gibson, M. S. 2003. Is corporate governance ineffective in emerging markets? *Journal of financial and quantitative analysis* 38 (01):231-250.
- Gillan, S. L. 2006. Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance* 12 (3):381-402.
- Güner, A. B., U. Malmendier, and G. Tate. 2008. Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics* 88 (2):323-354.
- Gupta, M., and Fields, L. P. 2009. Board independence and corporate governance: Evidence from director resignations. *Journal of Business Finance & Accounting* 36(1-2), 161-184.

- Hermanson, D. R., J. G. Tompkins, R. Veliyath, and Z. S. Ye. 2012. The compensation committee process. *Contemporary Accounting Research* 29 (3):666-709.
- Kanapathippillai, S., S. K. Johl, and G. Wines. 2016. Remuneration committee effectiveness and narrative remuneration disclosure. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Knechel, W. R., V. Naiker, and G. Pacheco. 2007. Does auditor industry specialization matter? Evidence from market reaction to auditor switches. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 26 (1):19-45.
- Lee, C. I., S. Rosenstein, N. Rangan, and W. N. Davidson III. 1992. Board composition and shareholder wealth: The case of management buyouts. :58-72.
- Lee, Y. S., S. Rosenstein, and J. G. Wyatt. 1999. The value of financial outside directors on corporate boards. *International Review of Economics & Finance* 8 (4):421-431.
- Lilienfeld, D., J. Cannon, A. Gitlitz Bennett, and G. Spera. 2013. The NYSE and NASDAQ issue proposed rules to implement the SEC compensation committee independence and advisor rules. *Journal of Investment Compliance* 14 (2):42-49.
- Liu, Y., M. K. Miletkov, Z. Wei, and T. Yang. 2015. *Board independence and firm performance in China*. *Journal of Corporate Finance* 30:223-244.
- Minton, B., J. P. Taillard, and R. Williamson. 2011. Charles A. Dice Center for *Research in Financial Economics*.
- Minton, B. A., J. Taillard, and R. Williamson. 2011. Do independence and financial expertise of the board matter for risk taking and performance? Fisher College of Business working paper (2010-03):014.

- Minton, B. A., J. P. Taillard, and R. Williamson. 2014. Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. *Journal of financial and quantitative analysis* 49 (02):351-380.
- Morgan, A. G., and A. B. Poulsen. 2001. Linking pay to performance—compensation proposals in the S&P 500. *Journal of Financial Economics* 62 (3):489-523.
- Newman, H. A., and H. A. Mozes. 1999. Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial management*:41-53.
- Pearce, J. A., and S. A. Zahra. 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of management studies* 29 (4):411-438.
- Randolph-Williams, E. 2010. The changing role of the compensation committee: Five areas compensation committees should be addressing in 2010 and beyond. *Benefits Law Journal* 23 (2):17.
- Ryan, H. E., and R. A. Wiggins. 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73 (3):497-524.
- Singhvi, M., D. V. Rama, and A. Barua. 2012. Market reactions to departures of audit committee directors. *Accounting Horizons* 27 (1):113-128.
- Sun, J., and S. Cahan. 2009. The effect of compensation committee quality on the association between CEO cash compensation and accounting performance. *Corporate Governance: An International Review* 17 (2):193-207.
- Sun, J., and S. F. Cahan. 2012. The economic determinants of compensation committee quality. *Managerial finance* 38 (2):188-205.



- 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 & Finance* 33 (8):1507-1519.
- Teoh, S. H. 1992. Auditor independence, dismissal threats, and the market reaction to auditor switches. *Journal of Accounting Research*:1-23.
- Vafeas, N. 2000. The determinants of compensation committee membership. *Corporate Governance: An International Review* 8 (4):356-366.
- Waddell, G. R. 2000. Essays on executive compensation.
- White, J. T., T. Woidtke, H. A. Black, and R. L. Schweitzer. 2014. Appointments of academic directors. *Journal of Corporate Finance* 28:135-151.
- Woidtke, T., and Y.-H. Yeh. 2013. The role of the audit committee and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Pacific-Basin Finance Journal* 23:1-24.
- Yeh, Y. H., H. Chung, and C. L. Liu. 2011. Committee Independence and Financial Institution Performance during the 2007–08 Credit Crunch: Evidence from a Multi-country Study. *Corporate Governance: An International Review* 19 (5):437-458.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2):185-211.
- Yermack, D. 2004. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance* 59 (5):2281-2308.
- Luo, Yuanzhi, 2005. Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions. *The Journal of Finance* 60 (4):1951-1982.