

東海大學管理學院企業管理研究所  
碩士論文

大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之影響

The Relationship between Blockholder Monitoring  
and CEO Pay-Performance Sensitivity

指導教授：蕭慧玲 博士

研究生：呂昀儒

中華民國 100 年 7 月

## 摘要

本研究探討大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之影響。有關績效的指標本研究以股票報酬率來衡量，並將績效分為外部環境績效與內部能力績效兩部分來探討。本研究加入了大股東監督效果，觀察加入強化監督作用的大股東持股比率，及弱化監督作用的大股東變動比率，CEO 薪酬績效敏感度是否會受到影響。並延續績效拆解的概念，觀察大股東持股與變動對 CEO 薪酬與外部環境績效、內部能力績效敏感度之關係。

本研究將 CEO 薪酬分為 CEO 總薪、分紅及現金薪酬，實證結果顯示，無論是只分析總體績效，或是將績效拆解成外部環境績效及內部能力績效，績效對 CEO 薪酬都具有正向關係。說明無論是總體績效、外部環境績效及內部能力績效，都具有高度薪酬績效敏感度。

本研究亦發現台灣之上市櫃公司對大股東持股比例的正向監督效果並不明顯，原因有可能是台灣上市櫃公司之間互相交互持股為大股東，造成較弱的監督作用；但台灣之上市櫃公司對大股東變動的弱化監督效果十分明顯，大股東變動越頻繁，監督效果越弱，原因在於大股東變動越頻繁，對公司的 CEO 經營存在資訊不對稱的問題，無法抑制外部環境績效與 CEO 薪酬的連結性；在上述結果顯示，CEO 總薪酬與 CEO 分紅具有較類似的結果，而 CEO 現金薪酬的結果與總薪酬及分紅不同，正說明 CEO 分紅相對 CEO 現金薪酬，較具誘因效果也較具彈性，因此公司傾向使用分紅調整 CEO 薪酬。

在績效拆解方面，應當強化內部能力績效與 CEO 薪資的連結性，降低外部環境績效與薪資的關連性，如此才能凸顯 CEO 在經營管理能力的重要性；而在大股東監督效果方面，大股東變動對監督效果較大股東持股明顯，因此降低大股東的變動相較增加大股東持股比率來得有效率，並能夠對大股東的監督產生正向影響。

**【關鍵字】：**薪酬績效敏感度、大股東監督、大股東持股、大股東變動

## Abstract

This study investigated the effect of blockholder monitoring the impact of CEO pay performance sensitivity. For this study, the performance indicators to measure by stock returns, and performance is divided into the external environment performance and internal capabilities performance. This study added a blockholder monitoring, blockholder ratio can strengthen the monitoring effect, and rate of change in blockholder can weaken the monitoring effect, observations CEO pay performance sensitivity will be affected. Divide the concept of performance into the external environment performance and internal capabilities performance and continue to observe the blockholder monitoring and CEO compensation and performance of the external environment, the performance sensitivity of the relationship between internal capabilities.

In this study, the total CEO compensation, dividends into equity compensation and cash compensation, empirical results show that both the overall performance analysis only, or the performance down into external and internal environmental performance capability performance, performance on CEO pay has a positive relationship. Shows the overall performance of both the external and internal environmental performance capability performance, performance pay has highly pay performance sensitivity.

The study also found that Taiwan's companies to blockholder ratio of positive results is not obvious, because there may be among Taiwan companies as blockholder holding interaction, resulting in weak oversight role; but Taiwan's blockholder turnover of listed companies weaken monitoring results are obvious, the more frequent changes in blockholder, monitoring results weaker, due to more frequent changes in blockholder, the CEO of the company's business there is the problem of asymmetric information, can not suppress the external environmental performance and CEO compensation connectivity; in the above results, CEO total compensation and CEO equity have similar results, but the result of CEO cash is difference, because CEO equity has more incentive effect and more flexible.

In the performance divide, should strengthen the internal capacity of the link performance and CEO pay, reduce external environmental performance, so that it can highlight the CEO in the management of the importance of capacity; and changes in blockholder significantly larger, thus reducing the change in major shareholders to increase shareholder ownership rate compared to more efficient and be able to monitor blockholder have positive effects.

**【Keywords】**: Pay performance sensitivity, blockholder monitoring, blockholder, blockholder turnover

## 目錄

摘要.....	I
Abstract.....	II
目錄.....	III
圖目錄.....	V
表目錄.....	VI
<b>第一章 緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究架構與流程.....	4
<b>第二章 文獻探討</b> .....	<b>6</b>
第一節 薪酬績效敏感度.....	6
第二節 大股東監督.....	8
<b>第三章 研究方法</b> .....	<b>11</b>
第一節 研究假說建立.....	11
一、薪酬績效敏感度.....	11
二、大股東持股對薪酬績效敏感度之影響.....	12
三、大股東變動對薪酬績效敏感度之影響.....	12
第二節 變數定義與衡量.....	13
一、薪酬與績效之衡量.....	13
二、大股東監督之衡量.....	17
三、控制變數的衡量.....	18
第三節 研究方法設計.....	20
一、薪酬績效敏感度.....	20
二、大股東持股對薪酬績效敏感度之影響.....	22
三、大股東變動對薪酬績效敏感度之影響.....	25
第四節 研究樣本與資料來源.....	27
第五節 研究限制.....	28
<b>第四章 實證結果與分析</b> .....	<b>30</b>
第一節 基本敘述統計量分析.....	30
一、相關變數之敘述統計.....	30
二、相關變數之相關係數分析.....	33
第二節 薪酬績效敏感度.....	33

一、薪酬對績效之單變量分析.....	33
二、薪酬績效敏感度之回歸分析.....	36
第三節 大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響—大股東持股.....	39
第四節 大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響—大股東變動.....	43
第五節 大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響.....	47
<b>第五章 結論與建議.....</b>	<b>52</b>
第一節 結論.....	52
第二節 建議.....	54
<b>參考文獻.....</b>	<b>55</b>
一、中文部分.....	55
二、英文部分.....	55

## 圖目錄

圖 1-1 研究流程圖.....	5
------------------	---

## 表目錄

表 3-1 樣本篩選過程彙總表	28
表 3-2 八大產業分類標準表	29
表 4-1 樣本公司 CEO 薪酬之敘述統計量	32
表 4-2 全部樣本公司之敘述統計量	32
表 4-3 樣本公司相關變數的 Pearson Correlation 相關係數表	34
表 4-4 績效對變動薪酬之單變量分析	35
表 4-5 薪酬績效敏感度之迴歸分析	38
表 4-6 大股東持股比率對 CEO 薪酬績效敏感度之迴歸分析	41
表 4-7 大股東變動對 CEO 薪酬績效敏感度之迴歸分析	45
表 4-8 大股東監督對 CEO 薪酬績效敏感度之迴歸分析	50

## 第一章 緒論

### 第一節 研究背景與動機

自從金融海嘯爆發以來，引發許多金融業界及企業界高階主管之高薪問題，外界稱之為「肥貓(Fat Cat)」，意指坐領高薪，但績效不彰的企業董監及經營階層，即使如此，在企業需要紓困之時，企業董監及經營階層仍然握有極高的薪酬及分紅。以股東及投資人角度而言，公司績效佳，CEO 才有資格領取高額的報償，但實務上往往違反此項原則，此將傷害小股東及投資人之權益，因此如何監督經營階層是否在經營管理上有所成效，並保護所有股東及投資人權益，並依據績效制定合理薪酬將更為重要。此乃有賴公司治理程度的高低，公司治理較完善之公司，其董監事和大股東較具監督效果，將會減少與互利共生的情形發生，使公司得以獲得長期成長的經營績效。

而公司治理在早期是較少人所關注的一塊領域，但由於經歷過美國安隆(Enron)、世界通訊以至於國內的力霸、博達掏空案件等會計弊案後，讓大眾了解公司治理的重要性，也使得公司治理與代理理論之相關研究一度成為相當熱門之議題，在經營權與所有權的分離之下，但是主理人與代理人之間的目標衝突，使得如何避免產生代理問題的產生，在金融海嘯發生之後，將顯得相當重要。

薪酬績效敏感度在公司治理研究中是重要議題之一，過去研究指出，多數公司之經理人薪資是依據經理人的績效加以衡量，即使以不同的方式衡量會計績效，薪酬與會計績效之間仍具有顯著正向關係(Antle and Smith, 1986；辜秋屏, 1997；傅鍾仁 2000；Core et al., 1999；Hanlon et al., 2003；Kato and Long, 2004；Lilling, 2006)。因此，高階經理人為提高自身薪資可能會有操縱盈餘的行為發生。且現金薪資不再是現在企業給付薪資的唯一方式，可能透過發放分紅的方式以激勵企業內部員工的工作效率，使個人薪資將隨著企業的整體獲利成長因而提升價值。過去在績效領域的相關研究，大都關注在高階經理人績效與薪酬的影響，因為經營權和代理權的分離，造成目標和利益的衝突，為解決此衝突，將主理人對誘因



與代理人之成果進行連結，便可降低代理人自利行為所衍生的代理成本 (Holmstrom,1979; Fama and Jensen,1983)，因此薪酬與績效間產生高度連結性。

監督機制的的方法有很多種，其中包含董事會的規模與董事會持股比率，Pukthuanthong et al.(2004)研究指出董事會規模越大，則會增加 CEO 的現金薪酬，原因在於董事會規模越大較能處理各類問題，增加董事會整體的有效性，而當董事會持股比例越大時，董事會有較大的誘因監督高階經理人以保護自身利益；除此之外，獨立董事席次比例也是重要的監督機制，董事可分為外部董事與內部董事，Core, Holthausen and Larcker(1997)實證結果顯示外部董事的比例與高階經理人的薪酬具有正向影響；而股權較集中也可看出大股東持股比例越高，公司治理較完善之企業，股東會的監督效果將越好。

擁有多數股權之股東可影響公司的經營策略，過去文獻提到股權越集中時，最大股東的監督力量越大，管理者所做決策將傾向於追求股東財富極大化。而 Agrawal (1990) 也提出積極監督假說 (Active Monitoring Hypothesis)，指出當股權集中於某些最大股東手中時，最大股東越有誘因去監督管理當局，以提高公司之價值，正說明擁有較多股權之大股東對公司的監督效果將帶來影響，且影響力不亞於董監事及獨立董監事，增加對薪酬績效敏感度的影響。

Kim(2010)將績效分為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，同時發現大股東具有正向監督效果，也有可能具有弱化監督效果；大股東持股比例越高對公司較有監督效果，但如果大股東投資期間相當短暫，對公司的監督效果較沒幫助。研究結果顯示大股東持股比例與內部能力績效(Skill)具有高度連結時，其 CEO 薪酬敏感度比較高；但大股東變動與外部環境績效(Luck)具有高度連結時，也會增加 CEO 薪酬績效敏感度。

國內與監督效果相關研究集中在董監事及獨立董監事的監督與薪酬上，對於大股東監督與 CEO 薪酬間的研究較少，且在績效衡量上，大多文獻僅以總績效作為衡量。本論文將 CEO 薪酬分為 CEO 總薪、分紅和現金薪資，並將績效進行拆解，觀察拆解過後的內部能力績效(Skill)與外部環境績效(Luck)對 CEO 薪酬的

關聯性，另外觀察台灣上市櫃公司之十大股東持股比例及變動，對總體績效(Ret)、內部能力績效(Skill)與外部環境績效(Luck)間之關聯性。最後希望能運用周延的變數與實證模型進行深入的探討與台灣上市櫃公司之實證研究。

## 第二節 研究目的

根據以上研究背景與動機，本論文將針對大股東監督效果和 CEO 薪酬績效敏感度的議題作進一步的探討，本研究目的如下：

- (一) 探討 CEO 薪酬績效敏感度：當公司績效越佳，是否會給予 CEO 較高的薪酬、分紅或現金薪酬，而當公司績效拆解為外部環境績效與內部能力績效時，內部能力績效是否具有較高的 CEO 薪酬績效敏感度，而外部環境績效應該有較低的薪酬績效敏感度。
- (二) 探討大股東監督對 CEO 薪酬績效敏感度之影響：當加入大股東監督效果中的大股東持股，大股東持股具有正向的監督效果，在外部環境績效較好的時候是否有較低的 CEO 薪酬績效敏感度；而當內部能力績效較好的時候是否亦有較高的 CEO 薪酬績效敏感度。而當加入大股東監督效果中的大股東變動，大股東變動具有弱化的監督效果，在外部環境績效較好的時候是否有較高的 CEO 薪酬績效敏感度；而當內部能力績效較好的時候是否有較低的 CEO 薪酬績效敏感度。

### 第三節 研究架構與流程

本研究的架構共分為緒論、相關理論與文獻探討、研究方法、實證結果分析、結論等五個章節，本文的架構以及各章節內容摘要如下：

#### 第一章 緒論：

本章內容共分成三小節，依序為研究背景與動機、研究目的及研究架構和流程，從本章可以了解本研究的主要議題。

#### 第二章 相關理論與文獻探討：

在本章文獻回顧中包含三個小節，首先在第一節中，主要為薪酬績效敏感度之相關文獻。在第二節中，主要探討大股東監督程度的相關文獻。

#### 第三章 研究方法：

在本章中包含五個小節，第一節主要為本研究之研究假說建立；第二節為變數定義；第三節為針對研究假說所設計之研究方法；第四節為研究樣本與資料來源；最後一節為研究限制。

#### 第四章 實證結果分析：

在第四章實證研究中主要分成五小節，第一節為基本統計量分析；第二節為薪酬績效敏感度；第三節為大股東持股對薪酬績效敏感度之影響；第四節為大股東變動對薪酬績效敏感度之影響；第五節為大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響。

#### 第五章 結論：

在本章結論與建議中包含二個小節，首先，第一節為本研究之結論。第二節為本研究提出之建議。

本研究欲探討大股東監督程度和 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係。研究流程圖如圖 1-1 所示。

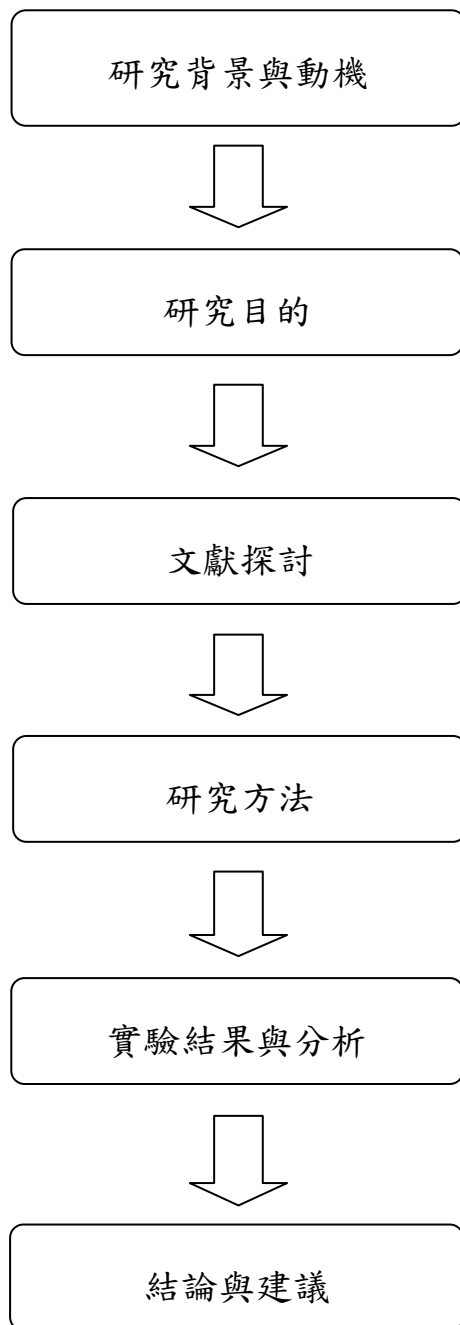


圖 1-1 研究流程圖

## 第二章 文獻探討

### 第一節 薪酬績效敏感度

本研究主要探討大股東監督效果與 CEO 薪酬績效敏感度間之關係。彙整過去國內外相關文獻，共分成兩小節。第一節中，主要為績效與薪酬相關文獻，及薪酬績效敏感度之探討。在第二節中，主要根據大股東監督的效果及目的進行介紹，包含有關大股東監督之相關文獻和衡量方式。

#### 一、績效與薪酬績效敏感度

績效(Performance)是用來呈現管理階層的經營管理成果，績效可以分為絕對績效評估(Absolute Performance Evaluation, APE)與相對績效(Relative Performance Evaluation, RPE)；前者較能反映出管理單位即時的經營成果，後者則是考慮同產業間的相對標準去做衡量及調整(e.g. Jensen and Murphy, 1990 ; Rosen, 1992 ; Hall and Liebman, 1997 ; Core et al.1999 ; Cordeiro and Veliyath, 2003 ; Lilling, 2006)。一般研究較常使用絕對績效去衡量公司績效，但絕對績效容易受到外部不確定因素影響(如：產業不景氣之影響)，故可能會造成偏差(Bias)。

過去文獻提出可以避免此偏差的方法，使用不同衡量公司績效的方式(Bertrand and Mullainathan, 2001; Garvey and Milbourn, 2006; Kim, 2010)，Coughlan and Schmidt(1985)指出經營績效可分為會計績效指標和市場績效指標兩大類，其中市場績效指標是指公司股票報酬率，為衡量管理當局績效的指標，根據市場效率假說，良好的管理一定會反映到股價上，因此股票價格可以有效反映公司未來獲利能力，所以股票報酬也可以做為衡量管理當局創造公司價值的重要指標。Kim (2010)將績效用買入並持有的股票當作衡量的方法，甚至將績效分為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)兩部分，外部環境績效(Luck)指的是由於如產業成長等外部因素導致公司績效提升，內部能力績效(Skill)則是由於公司擁有獨特能力使得公司績效提升。由於考慮到外部因素的影響，排除絕對績效可能會產生的偏差。

過去在績效領域的相關研究，大都關注在高階經理人績效與薪酬的影響，而薪酬與績效的影響必須先行說明代理理論，代理理論意指代理人與主理人之間的利益不一致而產生的衝突，過去文獻也驗證了代理理論內容，實證結果顯示公司價值與薪酬呈現正向關係(Core et al., 1999 ; Hanlon et al., 2003 ; Kato and Long, 2004 ; Lilling, 2006)。

過去文獻顯示，當高階經理人報酬與股東利益一致，薪資與公司績效呈現正向關係(Carpenter and Sanders,2002; 楊朝旭, 2004)，因此相關文獻提出薪酬績效敏感性(Pay-Performance Sensitivity, PPS)，用來衡量薪酬與績效之間的關聯程度，過去文獻多用盈餘變動與薪酬變動去衡量(Murphy 1985; Antle and Smith 1986; Bryan and Hwang 1997)。Vafeas(1998)和 Aleksandar(2002)研究結果指出在增加管理當局薪酬揭露規定後，會提升高階經理人薪酬和公司績效間的連結。國內大多文獻將薪酬績效敏感性(Pay-Performance Sensitivity, PPS)與公司治理議題做結合，用以衡量與盈餘管理間之關聯性，楊朝旭與吳幸蓁(2003)參考使用不同的衡量方式制定薪酬績效敏感性(Pay-Performance Sensitivity, PPS)，分析在績效門檻的限制下是否具有雙重誘因去進行盈餘管理，發現高階經理人薪酬績效敏感性(Pay-Performance Sensitivity, PPS)越高，經理人越會採用裁決性應計項目進行盈餘管理，使公司帳面盈餘提升，進而達成個人薪資提升的效果。Hartzell and Starks(2003)研究證實在控制公司規模、產業、投資機會和績效之情況之下，機構投資人之股權集中度和管理者之薪酬績效敏感度成正比，並與薪酬水準成反比。說明機構股權集中度將會刺激薪酬的改變，而機構投資人所持有的股份越多，就具有越大的影響力，Almazam et al. (1998)認為機構投資人持股高雖然與管理者薪酬之間具有反向關係，但是這些影響可能會隨著股權流動性增加而降低。

## 二、績效、運氣與能力

運氣(Luck)和能力(Skill)之名詞原本來自於共同基金相關文獻(Cuthbertson, 2005)，用以衡量共同基金經理人的績效，在此績效是指共同基金之報酬，當共同基金經理人具備高績效表現，是源自於基金經理人本身具有優秀的操作能力，

還是只是因為共同基金經理人的個別運氣，高蘭芬和陳安琳等人(2007)運用拔靴法(Bootstrapped)，進行共同基金之績效衡量，了解基金經理人是否真的因為操作策略而導致共同基金的優異報酬績效。拔靴法由 Efron 在 1979 年提出，是一種無母數的統計推論方法，使用從有限的真實樣本進行隨機重複抽樣，創造與真實母體樣本數相等的人工樣本，可避免因為樣本數太少而造成標準誤過大之情形，再利用 Carhart(1997)所提出的四因子模型迴歸分析，計算出基金具有異常報酬的部分，基金經理人需具備高於拔靴法下的基金績效才能證明基金經理人具備基金操作能力，而非運氣使然。

Kim(2010)運用此概念，對績效之衡量是採用買入持有之股票報酬作為標準，可以將績效(Ret)分為兩個部分，即是運氣與能力，本研究將運氣與能力分別定義為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，更能了解字面上之涵義。由內部能力績效(Skill)所產生的績效是對公司而言是額外績效，對公司是持久的也是好的，因為是公司自身的能力所形成，只有因外部環境績效(Luck)所產生的異常績效才是我們需要特別該注意的部分。Kim(2010)研究當績效分為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)兩部份，大股東持股比例與大股東周轉率對薪酬績效的敏感性之關連性，研究結果顯示大股東周轉率高時，只有外部環境績效(Luck)所影響的薪酬績效敏感性會使薪酬提高；反之，大股東持股比例高時，只有內部能力績效(Skill)高，能使薪酬績效敏感性提高。

## 第二節 大股東監督

### 一、監督機制

由於經歷過美國安隆(Enron)、世界通訊以至於國內的力霸、博達掏空案件等會計弊案後，使得公司治理與代理理論變為相當重要，在經營權與所有權的分離之下，但是主理人與代理人之間的目標衝突，使得如何避免產生代理問題的產生將顯得相當重要。在公司治理由於經營權和所有權的分離之下，在此之下，也

必須建立起股東會的監督機制，而監督機制可分為許多方法加以衡量，包含設立內外部董事、監事、獨立董監、設立十大股東、機構投資人持股、法人持股等，從過去文獻可以了解監督機制對績效的影響。

根據 Schellenger、Wood & Tashakori(1989)之研究，以美國公司為樣本，董監事持股為自變數，ROA、ROI、ROE 為應變數，結果顯示外部持股比例與績效有關；而 Oswald & Jahera(1991)之研究結果顯示，董事持股比率越高，將會提升公司的績效(ROA、ROE)；Rosenstein & Wyatt (1990)的實證結果顯示，市場對聘任之外部董事有正向的反應，而在聘用內部董事方面，若內部董事持股比率小於 5%時，反應為負向，而當持股比率為 5%至 25%，反應為正向的，其餘無反應。國內也有關於董監事持股比率與經營績效間的實證，實證結果各個文獻不一致。國內文獻鄭文賢(1996)研究顯示，在公司上市後董事持股比率逐年降低，董事持股降低對公司而言代表是負面的警訊，在加入法人持股比例後進行研究，法人持股較高且董事持股低之新上市公司，經營績效衰退幅掉幅度較小。Laksmana(2008)研究指出當董事會監督機制較高時，可以增加高階經理人薪酬績效透明度，以降低資訊不對稱。Cronqvist and Fahlenbrach(2009)研究指出大股東的行為對公司的政策具有顯著的影響效果。Uzun, Szewczyk and Varma(2004)針對董事會組成結構和管理舞弊研究，發現當外部獨立董事在董事會，審計委員會、薪酬委員會的席次愈增加，公司高階經理人舞弊的可能性越小。

董監事為公司的經營者，董監事持股比率可以觀察出公司前景的好壞，許多國內外文獻顯示，擁有外部獨立董事也具有較好的監督效果，但是國內有多數公司之董監事與大股東或是 CEO 具有近親關係，有可能會對監督效果產生影響。

## 二、大股東監督

監督機制除了設立董監事及獨立董監事外，還有另一項指標，即是大股東之持股情形，根據國際證券交易所聯會(World Federation of Exchanges, WFE)定義為「係指一位股東累積擁有一家公司同一類股份百分之五以上。該名股東以第三人名義或旗下公司所擁有之股份，併計入在內。」而就台灣證券交易所公布之資訊，



定義「持股比例 10% 以上(不包括 10%)者為大股東，國內上市、櫃公司之年報、公開說明書上定義之大股東為持股前 10 名或持股率大於 5% 以上者」。許多過去文獻說明大股東為公司治理中公司營運一個重要的中介角色(Kahn and Winton, 1998; Gorton and Kahl, 2007)。Sheifer and Vishny (1986) 研究指出，股權越集中時，最大股東的監督力量越大，管理者所做決策將傾向於追求股東財富極大化。Brickley, Lease and Smith (1988) 研究指出最大股東持股比率越高，代理問題將會大大降低，而企業績效表現也會較好。最大股東由於持股比率高，因而比較有意願及誘因去花費時間與成本來監督企業的經營過程。而 Agrawal (1990) 也提出積極監督假說 (Active Monitoring Hypothesis)，指出當股權集中於某些最大股東手中時，最大股東越有誘因去監督管理當局，以提高公司之價值。但是國內的部分文獻顯示(牛廷苓, 2001)，在控制其他變數之後，大股東持股比例與公司績效間並未存有顯著關係。原因可能國內家族企業家數不少，董事會內部重要成員即內部大股東，與董事長或是 CEO 之間或多或少有親戚關係，這有違公司治理之基本原則。但是外部大股東擁有公司較多股權，且無法擔任董監事及經理人，為公司治理在監督機制上產生影響作用，若是外部大股東為投資機構法人或是自然人股東，由於公司之經營成敗與個人利益相關，會有較多之誘因去監督及影響管理者之決策。Jensen(1993)與 Hart(1995)研究亦顯示，當存在外部大股東，可以強化公司的監督功能。而 Stein(1988)研究指出投資的期間長短會影響監督的行為，投資時間越短越會降低關理的誘因。Anderson and Reeb(2003)，投資時間較長之大股東對公司經營管理更具效率性。Chen et al.(2007)指出獨立的機構投資人為大股東時，會在購併後持有大量的持股並長期投資。

大股東如同公司董事、經理人一般，對公司具有一定的控制權，因此大股東的監督會對 CEO 產生正向作用，以提高公司績效 Kim(2010)更進行進一步的分析績效與高階經理人薪酬間的關係，在大股東持股比例高時，是由於內部能力績效(Skill)影響的薪酬績效感性提升使得 CEO 薪資提高；大股東變動越頻繁時，是由於外部環境績效(Luck)影響的薪酬績效敏感性提升使得 CEO 薪資提高。

### 第三章 研究方法

本研究主要探討大股東監督效果與 CEO 薪酬績效敏感度的關係。本章節說明本研究之實證模型及方法，共包含五個小節，第一節為本研究之研究假說建立；第二節為本研究所使用的變數之變數定義；第三節為根據研究假說所設計之研究方法；第四節為研究樣本與資料來源；接著第五節為研究限制。

#### 第一節 研究假說建立

本研究主要探討大股東持股與變動對 CEO 薪酬績效敏感度之影響，首先以未加入大股東監督變數情況，探討公司總體績效(Ret)、外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)對 CEO 薪酬變動是否具有高薪酬績效敏感度。接著進一步分析，當加入大股東監督變數—大股東持股比率後，是否會與公司之總體績效(Ret)、外部環境績效(Luck)及內部能力績效(Skill)產生交互作用，對 CEO 薪酬敏感度產生影響。另外也單獨加入弱化監督效果之變數—大股東變動，觀察是否會與公司之總體績效(Ret)、外部環境績效(Luck)及內部能力績效(Skill)產生交互作用，對 CEO 薪酬績效敏感度造成影響。因此本節將針對以上探討之主題，建立以下假說：

##### 一、薪酬績效敏感度

本研究探討大股東持股與變動對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係。當未加入大股東監督效果時，過去文獻實證結果顯示，由於董事會制定 CEO 薪酬會參考許多因素，其中最重要的一項因素是 CEO 在這家公司當年度之經營能力，而最能表現公司經營能力的好壞是公司績效，公司績效越好，代表 CEO 擁有優秀的管理能力，董事會給予 CEO 更高的薪酬，期望 CEO 能夠繼續提升公司經營績效，因此 CEO 薪酬與績效具有正向關係。然而績效的衡量方式有很多種，其中一種是股票報酬率，Kim(2010)研究股票報酬率和 CEO 薪酬之間具有正向關係，更將總體績效(Ret)分為外部環境績效(Luck)與內部能力績效(Skill)，觀察績效的個別拆解是否一樣會和 CEO 薪酬保持正向關係。故進行台灣實證，建立假說 1-1、

1-2、1-3：

**假說 1-1：公司總體績效對公司 CEO 薪資變動具有正向關係**

**假說 1-2：公司外部環境績效對公司 CEO 薪酬變動具有正向關係**

**假說 1-3：公司內部能力績效對公司 CEO 薪酬變動具有正向關係**

## 二、大股東持股對薪酬績效敏感度之影響

探討過績效與 CEO 薪酬之間的關係後，必須加入大股東監督效果—大股東持股，大股東持股比率為正向的大股東監督效果，對於 CEO 薪酬績效敏感度應該越高，代表公司真正運用績效去訂定 CEO 薪酬。大股東持股比率越高，代表進入股東會後，由於有心長期經營企業，因此能夠看出公司真實的經營績效，不會因為外部大環境此種僥倖的績效提升而給予 CEO 高額的報酬，希望能夠在公司內部能力績效(Skill)較高的時候，提升 CEO 薪酬，給予薪酬誘因讓 CEO 能夠提升公司內部能力績效(Skill)。故建立假說 2-1、2-2、2-3：

**假說 2-1：當大股東持股越高，CEO 薪酬與公司總體績效敏感度越高**

**假說 2-2：當大股東持股越高，CEO 薪酬與公司外部環境績效敏感度越高**

**假說 2-3：當大股東持股越高，CEO 薪酬與公司內部能力績效敏感度越低**

## 三、大股東變動對薪酬績效敏感度之影響

除此之外，我們加入大股東監督效果—大股東變動，此項變數為弱化監督效果之變數，因此大股東變動越頻繁，代表大股東投資期間較短，對公司之長期經營情況並不甚了解，無法觀察到公司之真實績效，因此會降低 CEO 薪酬績效敏感度。而當總體績效(Ret)區分為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)時，由於大股東變動較為頻繁，而誤認為 CEO 具有較高的經營管理能力，進而給予較高的薪酬，因此降低了大股東應有的監督效果，反而在公司內部能力績效(Skill)較佳的時候，卻無法給予 CEO 較多薪酬。於是本研究建立了假說 3-1、3-2、3-3：

**假說 3-1：當大股東變動越頻繁，CEO 薪酬與公司總體績效敏感度越低**

**假說 3-2：當大股東變動越頻繁，CEO 薪酬與公司外部環境績效敏感度越高**

**假說 3-3：當大股東變動越頻繁，CEO 薪酬與公司內部能力績效敏感度越低**

## 第二節 變數定義與衡量

本研究探討大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係，本節先進行變數之衡量，包含績效、薪酬、大股東監督效果，以及其餘相關控制變數，都加以進行定義及衡量；接著下一節再依各研究假說設計研究方法。

### 一、薪酬與績效之衡量

#### 1、薪酬的衡量

過去文獻大多使用 CEO 總薪作為衡量之變數，本研究參考(Kim, 2010)之研究，使用薪酬變動做為應變數，原因在於薪酬變動比起單純的薪酬資料較能看出影響方向的改變，亦能看出對薪酬績效敏感度之影響，由於只看 CEO 總薪酬變動單項變數較不具說服力，因此加入 CEO 總薪酬的拆解，分為 CEO 分紅及 CEO 現金薪資，期望能夠得到預期的結果。薪酬資料取自於台灣經濟新報(TEJ)公司治理資料庫中之「高階主管員工配股」部分，定義亦是參考台灣經濟新報(TEJ)之薪酬定義，以下將分別列出各個薪酬之衡量方式。

#### (1) CEO 總薪酬與總薪酬變動

依照台灣經濟新報(TEJ)之總薪酬定義為「分紅」、「董監酬勞」和「現金薪資」之合計，單位為千元，其中董監酬勞為 CEO 同時擔任董監所獲得之酬勞。CEO 職等以下之經理人及董監事薪資皆是以總額揭露，故其薪酬資料為平均值，無法看出其實際薪酬高低，但 CEO 與董事長薪酬為單獨揭露，故沒有薪酬高估或低估的問題。其中平均董監酬勞為當 CEO 兼任董監事額外所獲得之酬勞，並不在本研究之研究範圍，故不加以累述。CEO 總薪酬變動之衡量方式為，「t 期之總薪酬」減「t-1 期總薪酬」，旨在觀察大股東監督對 CEO 薪酬增減之影響，衡量公式如下：

$$\Delta \text{Total Comp}_{i,t} = \text{Total Comp}_{i,t} - \text{Total Comp}_{i,t-1} \dots\dots\dots(1)$$

其中， $\Delta \text{Total Comp}_{i,t}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t 年之總薪酬變動；

$\text{Total Comp}_{i,t}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t 年之總薪酬；

$\text{Total Comp}_{i,t-1}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t-1 年之總薪酬。

### (2) CEO 分紅與分紅變動

分紅為除了現金薪資以外之給付薪酬的方式，透過給予高階經理人及員工分紅配股，由於自身的努力能夠讓分紅價值提升，故採用分紅薪酬方式有效提升工作效率，進而增加公司整體績效。依照台灣經濟新報(TEJ)之分紅定義為「設算員工配股\*除權參考價」，其中設算員工配股衡量方式為：(除權後持股)-[除權前持股\*(1 + 配股率)]+除權後轉讓股數。CEO 分紅變動之衡量方式為，「t 期之分紅」減「t-1 期分紅」，旨在觀察大股東監督對 CEO 分紅增減之影響，衡量公式如下：

$$\Delta \text{Equity Comp}_{i,t} = \text{Equity Comp}_{i,t} - \text{Equity Comp}_{i,t-1} \dots\dots\dots(2)$$

其中， $\Delta \text{Equity Comp}_{i,t}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t 年之分紅變動；

$\text{Equity Comp}_{i,t}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t 年之分紅；

$\text{Equity Comp}_{i,t-1}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t-1 年之分紅。

### (3) CEO 現金薪資與現金薪資變動

現金薪資為公司直接給予員工與高階經理人應有的實質現金報償，依照台灣經濟新報(TEJ)之現金薪資之衡量為：(薪資+獎金及特支)/經理人領薪人數。其中薪資包括薪資、職務加給、退職退休金、離職金；獎金及特支包含各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等。CEO 現金薪資變動之衡量方式為，「t 期之現金薪資」減「t-1 期現金薪資」，旨在觀察大股東監督對 CEO 現金薪資增減之影響，衡量公式如下：

$$\Delta \text{Cash Comp}_{i,t} = \text{Cash Comp}_{i,t} - \text{Cash Comp}_{i,t-1} \dots\dots\dots(3)$$

其中， $\Delta \text{Cash Comp}_{i,t}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t 年之現金薪資變動；

$\text{Cash Comp}_{i,t}$ ：為公司 i 之 CEO 在 t 年之現金薪資；

Cash Comp<sub>i,t-1</sub>：為公司 i 之 CEO 在 t-1 年之現金薪資；

## 2、績效的衡量

本研究參考文獻使用衡量績效的公式(Kim,2010；Bertrand and Mullainathan, 2001；Garvey and Milbourn, 2006)，績效除了可以使用資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)外，公司之股票報酬率亦可作為衡量績效的指標變數之一，文獻中提到總體績效(Ret)衡量方法為台灣上市、櫃公司過去一年買入並持有之股票報酬率。並根據參考文獻衡量方式，總體績效(Ret)尚可分成兩大區塊，分別為「外部環境績效 (Luck) 」和「內部能力績效 (Skill)」。

外部環境績效(Luck)是企業以外所產生的績效，如產業成長帶動公司整體績效成長，或是股市一片看好的情況下使得績效也同步成長，由於此績效為總體績效(Ret)中比較屬於非公司自身能力的部分，而是由於環境的影響，故本篇論文將「Luck」稱為「外部環境績效」；而內部能力績效(Skill)代表的是企業內部所產生的績效，如公司擁有獨特且不易被模仿的核心能力，或是 CEO 擁有較優秀的經營管理及領導能力，因此使得績效優於同產業的其他公司，由於此績效為總體績效(Ret)中不屬於依賴大環境、產業或運氣的部分，故本篇論文將「Skill」稱為「內部能力績效」，本研究將外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)同時納入回歸變數，欲尋找出個別對 CEO 薪酬之薪酬績效敏感度之影響。

衡量方式為先尋找樣本公司與其產業過去 12 個月內買入並持有的股票報酬率(Ret、IndRet)，即為本論文之總體績效(Ret)，本研究參考過去文獻(Kim,2010；Bertrand and Mullainathan, 2001；Garvey and Milbourn, 2006)衡量方式，透過兩階段之方式將總體績效(Ret)拆解為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，第一階段之參數估計值，使用最小平方法(OLS)迴歸分析，納入產業及年度變數，分別求出 $\beta_0$ 和 $\beta_1$ 之估計值，將估計出來的參數值代入原公式，求得樣本公司外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)數值。本研究所使用的詳細計算方法如下：

### (1) 訂定回歸模型

$$\text{Ret}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IndRet} + \text{Year dummies} + \mu \dots\dots\dots(4)$$

其中， $\text{Ret}_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年之股票年報酬率；

$\text{IndRet}$ ：公司 i 在所處產業的平均年度產業股票報酬率，產業分類方法依照過去文獻分為八大產業<sup>1</sup>，；

$\text{Year dummies}$ ：為時間的虛擬變數。

(2) 外部環境績效(Luck)之衡量

$$\overline{\text{Ret}}_{i,t} = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 \text{IndRet} + \text{Year dummies} \dots\dots\dots(5)$$

其中， $\overline{\text{Ret}}_{i,t}$ ：公司所獲得之外部環境績效(Luck)的部分

使用使用最小平方方法(OLS)回歸模型公式進行估計，得到每個產業參數估計值

$\beta_0$ 和 $\beta_1$ ，估計出的參數值依產業別代入方程式(5)後，因此可求出個別樣本公司 i

在 t 期的買入並持有報酬率 $\overline{\text{Ret}}_{i,t}$ ， $\overline{\text{Ret}}_{i,t}$ 代表的是公司 i 的外部環境績效(Luck)，

即是使用參數估計值 $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 和產業績效(IndRet)算出每家公司的 $\overline{\text{Ret}}_{i,t}$ 得出每家公司外部環境績效(Luck)值。

(3) 內部能力績效(Skill)之衡量

$$\text{Ret}_{i,t} - \overline{\text{Ret}}_{i,t} = \mu_{i,t} \dots\dots\dots(6)$$

其中： $\text{Ret}_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年之股票年報酬率；

$\overline{\text{Ret}}_{i,t}$ ：公司所獲得之外部環境績效(Luck)的部分；

$\mu_{i,t}$ ：公司所獲得之內部能力績效(Skill)的部分。

---

1.本研究採考目前文獻(張文滄、周玲臺與林修葺, 2003b; 張瑞當與方俊儒, 2006)之作法將股票產業分為八大類, 所以本研究主要分類步驟如下: (1)排除特行業性質及財務結構之產業, 如金融、證券、壽險和航運業; (2)排除性質異於一般民營企業之國營企業; (3)部分產業因樣本數過少, 且性質特殊無法和其他產業合併之產業, 最後, 產業分類為: 1. 水泥、鋼鐵、建材營造(11,20,25,50,55); 2. 食品(12,42); 3. 塑膠、化學、橡膠(13,17,21,43,47,51); 4. 紡織(14,44); 5. 電機、機械、電器電纜(15,16,45,46); 6. 電子(23,24,30-33,52-54,61,62,80-82); 7. 觀光、貿易百貨(27,29,57,59); 8.其他。

由於 $Ret_{i,t}$ 代表的是公司買入並持有股票報酬，即是總體績效(Ret)，而 $\overline{Ret}_{i,t}$ 代表的是公司因為產業所產生的報酬，在本文中稱之為外部環境績效(Luck)。所以當 $Ret_{i,t}$ 扣除 $\overline{Ret}_{i,t}$ 後的部分為  $\mu$ ，意指公司實際股票報酬率扣除因為產業所產生的股票報酬率，剩下的是公司依靠自身能力或 CEO 經營能力所獲取的股票報酬率，此即為公司內部獨特能力的部分，本文將此稱之為內部能力績效(Skill)，因此 $\overline{Ret}_{i,t}$ 和  $\mu$  分別代表公司的外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)。

## 二、大股東監督之衡量

### 1、大股東定義

本研究採用台灣經濟新報(TEJ)之大股東之定義，其定義為「TSE 公佈之大股東持股數」+「年報或公開說明書揭露之主要股東持股數」+「該年排名前 10 名之主要股東持股數」，若為董監事本人及經理人本人持股則不納入計算，此為台灣經濟新報(TEL)對大股東較廣義之定義。國外對大股東的定義如根據國際證券交易所聯會(World Federation of Exchanges, WFE)定義為「係指一位股東累積擁有一家公司同一類股份百分之五以上。該名股東以第三人名義或旗下公司所擁有之股份，併計入在內」；國內對大股東定義如台灣證券交易所(TSE)公布之資訊，定義「持股比例 10%以上(不包括 10%)者為大股東，國內上市、櫃公司之年報、公開說明書上定義之大股東為持股前 10 名或持股率>5%以上者」。雖然亦有使用國內外對大股東的定義作為大股東衡量，但是符合條件之樣本數極少，故不予以採用，改採 TEJ 對大股東之定義作為本研究之大股東。

### 2、大股東持股(Blockholder Level) 之衡量

本研究定義大股東持股為公司股東會之十大股東持股合計，其中十大股東並不限制其持股比率，只要為公司前十大持股比例者則為本研究定義之大股東。國內文獻對股權結構相關議題，無論是作為虛擬變數或控制變數，對於大股東之衡量大多使用十大股東或是最大持股股東，十大股東對公司股東會具有較大之影響力。大股東持股之衡量方式參考 Kim(2010)並用公式(7)進行衡量，其中  $\ln$  為自然對數(natural log)，大股東持股比例單位為百分比：



$$\text{Level}(\%) = \ln(1 + 10 \text{ 大股東持股比例}) \dots \dots \dots (7)$$

### 3、大股東變動(Blockholder Turnover)之衡量

本變數說明大股東的進入股東會與退出股東會之頻繁程度，亦是說明股權變動的程 度，大股東變動越頻繁則代表其投資期間較為短暫，本變數衡量方式採用 Kim(2010)之衡量公式，由公式(8)可以看出 $\sum_{j=1}^p B_{j,t}$ 為 t 年十大股東之持股合計； $\sum_{k=1}^q B_{k,t+1}$ 為 t+1 年之十大股東持股合計； $\sum_{h=1}^l B_{h,t}$ 為十大股東在 t+1 年退出前，其在 t 年所擁有之持股比例合計； $\sum_{i=1}^m B_{i,t+1}$ 為十大股東之中在 t+1 年新加入的大股東所擁有之持股比率，因此公式(8)分子為十大股東退出的持股比例和進入股東會的新持股比例之合計數，而分母為兩年度之持股比例之合計數，本公式可以看出十大股東持股比例的股權變動狀況，若值越高，代表大股東進出股東會越頻繁，若值越低代表大股東多數待在原股東會<sup>2</sup>，組成相當穩定，其值會落在 0 至 1 之間，以下為大股東變動之衡量方式：

$$\text{Turnover}(\%) = \ln(1 + \text{大股東股權變動}) \dots \dots \dots (8)$$

$$\text{大股東股權變動}(\%) = \frac{\sum_{h=1}^l B_{h,t} + \sum_{i=1}^m B_{i,t+1}}{\sum_{j=1}^p B_{j,t} + \sum_{k=1}^q B_{k,t+1}} \dots \dots \dots (9)$$

其中 $B_{h,t}$ ：10 大股東在 t 年還在股東會但在 t+1 年退出之股權比例；

$B_{i,t+1}$ ：10 大股東在 t 年未在股東會但在 t+1 年進入之股權比例；

$B_{j,t}$ ：10 大股東在 t 年擁有之股權比率；

$B_{k,t+1}$ ：10 大股東在 t+1 年擁有之股權比例。

### 三、控制變數的衡量

本研究主要探討大股東監督與薪酬績效敏感度之間的關係，CEO 薪酬變動 (CEO 總薪酬、分紅和現金薪酬)為應變數，大股東監督與公司績效則為本研究主要探討之自變數，除此之外影響 CEO 薪酬的相關因素很多，以下為有可能對 CEO 薪酬產生影響之相關變數，如公司規模、CEO 任職期間、CEO 更換及流通在外

2.大股東變動最大值為 1，說明 10 大股東完全撤換之情況，t 年之 10 大股東在 t+1 年完全退出股東會，並產生新的 10 大股東，此時 $B_{j,t} = B_{h,t}$ 且 $B_{k,t+1} = B_{i,t+1}$ ，故其值為 1；反之大股東變動最小值為 0，說明 10 大股東完全留在原股東會之情況，且 t+1 年無大於 10 大股東持股比率之股東進入股東會，此時分子之 $B_{h,t} = B_{i,t+1} = 0$ ，故其值為 0。

股數之變動，都有可能影響公司 CEO 薪酬，因此加入回歸模型成為控制變數。

### 1、公司規模(Size<sub>i,t</sub>)

公司規模大小不同，會影響公司 CEO 的薪資和薪資變動量。根據過去許多文獻顯示，多數都用公司規模做為公司治理領域研究的控制變數之一，至於公司規模衡量方式，大多使用銷貨收入及資產總額作為公司規模的替代變數。本研究參考大多數文獻取得當年年底之總資產(單位：百萬元)，並取其自然對數值作為控制公司規模的代理變數，其衡量方式如下：

$$\text{Size}_{i,t} = \ln (\text{Asset}_{i,t}) \dots\dots\dots(10)$$

其中，Size<sub>i,t</sub>：公司 i 在 t 期的公司規模

Asset<sub>i,t</sub>：公司 i 在 t 期的公司資產總額

### 2、CEO 任職期間(CEO Tenure<sub>i,t</sub>)

由於員工薪酬多半和年資呈現正相關，即公司工作年數越長，薪酬便越高，此變數專指擔任 CEO 總共的任期。CEO 任職期間代表公司 CEO 在該樣本公司 i 中擔任 CEO 職位的總年資，而非公司員工之總年資。例如，公司 i 之 CEO 在 t 年接任 CEO，則該變數為 0；若公司 i 之 CEO 在 t+1 年仍然擔任公司 i 之 CEO，則該變數為 1，公司 i 之 CEO 在 t+2 年仍然擔任公司 i 之 CEO，則變數為 2，以此類推，倘若 CEO 被替換，則從 0 開始計算，因此變數數值最小值為 0，單位為年。

### 3、CEO 更換(CEO Turnover<sub>i,t</sub>)

此變數為虛擬變數，根據 CEO 任職期間(CEO Tenure<sub>i,t</sub>)之資料內容進行調整，說明公司 i 之 CEO 在該公司 t-1 年擔任 CEO，但是到 t 年職位被撤換，則該變數值為 1，若沒被撤換則為 0，以此類推。

### 4、流通在外股數變動( $\Delta$ Common Shares<sub>i,t</sub>)

由於績效的衡量是經過股票報酬率調整再乘上市值，故流通在外之股數將會對績效產生影響，且本研究探討大股東持股及變動對薪酬績效敏感度之影響，流通在外股數亦會對變數產生影響。此變數衡量方式為「本期流通在外股數」，減

「前期流通在外在外股數」，單位為千股。衡量公式如下所示：

$$\Delta \text{Common Shares}_{i,t} = \text{Common Shares}_{i,t} - \text{Common Shares}_{i,t-1} \dots\dots\dots(11)$$

其中  $\text{Common Shares}_{i,t}$  為公司  $i$  在  $t$  年之流通在外股數合計

$\text{Common Shares}_{i,t-1}$  為公司  $i$  在  $t-1$  年之流通在外股數合計

### 5、年度虛擬變數(Year Dummies)

樣本年度  $t$  之虛擬變數，本文以西元 2002 年為基準年度，即若為西元 2002 年的樣本，其他控制年度之虛擬變數均為 0。若屬於西元 2002 年之樣本，則 Year2002 為 1，其他為 0，其餘類推。

### 6、產業虛擬變數(Industry dummies)

為產業之虛擬變數，將台灣之上市櫃產業分為八大類，如第一類為水泥、鋼鐵、建材營造產業，若樣本公司屬於第一類產業，則 Industry 01 為 1，其他產業為 0，其餘類推。

## 第三節 研究方法設計

### 一、薪酬績效敏感度

本主題欲探討績效對薪酬是否具有正向影響，在績效方面，分為兩個部份做衡量，一是總體績效(Ret)，二是外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，在應變數薪酬方面，則是利用三種薪酬變動來衡量，分別是 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)。當使用股票年報酬率作為公司的績效指標時，對薪酬變動會有正向影響。本主題使用迴歸分析及控制變數，探討總體績效(Ret)與總體績效(Ret)的拆解對 CEO 薪酬變動(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之影響。

本研究欲探討薪酬與績效間之關係，即公司績效是否與 CEO 薪酬呈現正向關係，即 CEO 薪酬高低會與公司績效的好壞呈現同向變動。所使用的迴歸模型如下所示：

$$\begin{aligned} \text{Comp}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ret}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_4 \text{CEO Turnover}_{i,t} \\ & + \beta_5 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} \\ & + \varepsilon_i \dots \dots \dots (12) \end{aligned}$$

其中， $\text{Comp}_{i,t}$ ：公司 i 在 t-1 年至 t 年的 CEO 薪酬變動，分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；

$\text{Ret}_{i,t}$ ：為公司整體績效，衡量方式為公司 i 在 t 年之的股票報酬率；

$\text{size}_{i,t}$ ：為公司 i 在 t 年之公司規模，衡量方式為  $\ln(\text{Asset}_{i,t})$ ；

$\text{CEO Tenure}_{i,t}$ ：CEO 任職期間，為公司 i 之 CEO 在樣本公司中擔任 CEO 職位的總年資；

$\text{CEO Turnover}_{i,t}$ ：CEO 更換，為虛擬變數，說明公司 i 之 CEO 職位在 t 年被撤換，則該變數值為 1，其餘為 0；

$\Delta \text{Common Shares}_{i,t}$ ：為流通在外股數之變動，說明 Common Shares 從 t-1 年到 t 年之變動量，單位為千股；

Year Dummies：樣本年度 t 之虛擬變數，若屬於該年度之樣本，則為 1，其餘為 0；

Industry dummies：樣本之產業虛擬變數，若公司 i 屬於該分類產業則為 1，其餘為 0。

根據上述回歸式(12)，探討公司績效與 CEO 變動薪酬之間的關係，當公司的總體績效(Ret)越大時，代表公司的獲利有所成長，董事會會給予公司 CEO 更多的報償，使 CEO 變動薪酬增加。因此，預期公司總體績效(Ret)與 CEO 薪酬變動(包含 Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)會呈現正向關係，也代表兩者之間具有高薪酬績效敏感度，因此預期 $\beta_1$ 為正，符合假說 1-1。

$$\begin{aligned} \text{Comp}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Luck}_{i,t} + \beta_2 \text{Skill}_{i,t} + \beta_3 \text{size}_{i,t} + \beta_4 \text{CEO Tenure}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_6 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} + \text{Year Dummies} \\ & + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i \dots \dots \dots (13) \end{aligned}$$

其中， $Comp_{i,t}$ ：公司  $i$  在  $t-1$  年至  $t$  年的 CEO 薪酬變動，分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；

$Luck_{i,t}$ ：為公司  $i$  在  $t$  年的總體績效(Ret)中屬於外部環境績效的部分；

$Skill_{i,t}$ ：為公司  $i$  在  $t$  年的總體績效(Ret)中屬於內部能力績效的部分；

根據上述回歸式(13)，探討公司績效與 CEO 變動薪酬之間的關係，如同上段所提到的，當公司的總體績效(Ret)越大時，代表公司的獲利有所成長，董事會會給予公司 CEO 更多的報償，使 CEO 變動薪酬增加，在此處將公司之總體績效(Ret)分為兩個部分，一為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，觀察當總體績效(Ret)拆解成這兩部分時，由於內部能力績效(Skill)代表公司真實的經營能力，因此 CEO 會因為能力受到肯定而獲得較高的薪酬，而外部環境績效(Luck)代表的是公司績效隨著市場景氣好壞而起伏，雖然並非公司本身的內部能力績效(Skill)，但也會使 CEO 薪酬因此提升，因此本論文預期外部環境績效(Luck)與 CEO 薪酬變動之間為正向關係。本研究預期公司內部能力績效(Skill)與 CEO 薪酬變動(包含 Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)會呈現正向關係，也代表兩者之間具有高薪酬績效敏感度，因此預期 $\beta_2$ 為正，符合假說 1-3；而公司外部環境績效(Luck)與 CEO 薪酬變動(包含 Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之間，本論文也預期為正向關係，代表兩者之間具有薪酬績效敏感度，因此預期 $\beta_1$ 為正，符合假說 1-2。

## 二、大股東持股對薪酬績效敏感度之影響

本主題欲探討大股東持股與績效對 CEO 變動薪酬的影響，在績效方面，亦是分為兩個部份做衡量，一是總體績效(Ret)，二是外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，在應變數薪酬方面，則是利用三種薪酬變動來衡量，分別是 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)。

$$\begin{aligned} \text{Comp}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ret}_{i,t} + \beta_2 \text{Level}_{i,t} + \beta_3 \text{Ret}_{i,t} * \text{Level}_{i,t} + \beta_4 \text{size}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_6 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_7 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} \\ & + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i \dots \dots \dots (14) \end{aligned}$$

其中， $\text{Comp}_{i,t}$ ：公司 i 在 t-1 年至 t 年的 CEO 薪酬變動，分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；

$\text{Ret}_{i,t}$ ：為公司整體績效，衡量方式為公司 i 在 t 年之的股票報酬率；

$\text{Level}_{i,t}$ ：為公司 i 在 t 年年底之大股東持股，大股東為公司之 10 大股東，  
衡量方式為  $\ln(1 + \text{外部大股東持股比例})$

根據上述回歸式(14)，除探討公司績效與 CEO 變動薪酬之間的關係外，加入大股東監督效果，大股東監督效果加入大股東持股(Level)，，因此本回歸式主要探討加入大股東監督效果與對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係。根據過去文獻(Kim, 2010)指出，由於大股東持股(Level)具有正面的大股東監督效果，故當公司的總體績效(Ret)越大時，代表公司的獲利有所成長，而股東會之大股東有可能會增加持股比率，增加公司投資比例，期望公司可以不斷成長獲利，而 CEO 變動薪酬也會因此增加。因此，預期公司總體績效(Ret)與 CEO 薪酬變動(包含 Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)會呈現正向關係，也代表兩者之間在正面的大股東監督效果之下具有高薪酬績效敏感度，因此預期 $\beta_3$ 為正，符合假說 2-1。

$$\begin{aligned} \text{Comp}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Luck}_{i,t} + \beta_2 \text{Skill}_{i,t} + \beta_3 \text{Luck}_{i,t} * \text{Level}_{i,t} + \beta_4 \text{Skill}_{i,t} * \text{Level}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{size}_{i,t} + \beta_6 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_7 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_8 \\ & \Delta \text{Common Shares}_{i,t} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} \\ & + \varepsilon_i \dots \dots \dots (15) \end{aligned}$$

其中， $\text{Comp}_{i,t}$ ：公司 i 在 t-1 年至 t 年的 CEO 薪酬變動，分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；

$Luck_{i,t}$ : 為公司  $i$  在  $t$  年的總體績效(Ret)中屬於外部環境績效的部分；

$Skill_{i,t}$ : 為公司  $i$  在  $t$  年的總體績效(Ret)中屬於內部能力績效的部分；

$Level_{i,t}$ : 為公司  $i$  在  $t$  年年底之大股東持股，大股東為公司之 10 大股東，

衡量方式為  $\ln(1 + \text{外部大股東持股比例})$

根據上述回歸式(15)，除探討公司績效與 CEO 變動薪酬之間的關係外，加入大股東監督效果，大股東監督效果加入大股東持股(Level)，，因此本回歸式主要探討加入大股東監督效果與對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係。根據過去文獻(Kim, 2010)指出，由於大股東持股(Level)可以強化大股東監督效果，故當公司的總體績效(Ret)越大時，代表公司的獲利有所成長，而股東會之大股東有可能會增加持股比率，增加公司投資比例，期望公司可以不斷成長獲利，因此 CEO 變動薪酬也會因此增加；而在回歸式(15)總體績效(Ret)拆解為兩個部分，一為外部環境績效(Luck)，二是內部能力績效(Skill)，觀察當總體績效(Ret)拆解成這兩部分時，由於內部能力績效(Skill)代表公司真實的經營能力，在大股東持股(Level)比較高的情況之下，因為大股東對公司經營狀況較了解，如果知道 CEO 在經營能力上確實對公司績效產生正面效果，也會投注公司更多的資金，看好公司的未來發展，因此 CEO 受到肯定而獲得較高的薪酬；反之外部環境績效(Luck)代表的是公司績效隨著市場景氣好壞而起伏，並非是 CEO 的個人能力使得公司績效成長，對持股較高之大股東，因為了解公司績效成長並非公司內部 CEO 真實的經營能力，就長期來看，若公司績效必須要穩定成長並不能只依靠外部景氣提升，而 CEO 的經營能力相對重要，所以持股較高之大股東若發現公司績效長期以來是因為景氣好而成長，則會維持或降低持股比率，因此當大股東持股比率高時，而外部環境績效(Luck)也很高，則 CEO 的薪酬績效敏感度會越低。因此本論文預期外部環境績效(Luck)高在大股東持股比率高時，CEO 薪酬績效敏感度為負向關係。本論文也預期內部能力績效(Skill)高在大股東持股比率高時，CEO 薪酬績效敏感度為正向關係，也代表在正向大股東監督效果之下，公司內部能力績效(Skill)越高，CEO 的薪酬績效敏感度越高，因此預期 $\beta_4$ 為正，符合假說 2-3。

本論文也預期外部環境績效(Luck)高在大股東持股比率高的時候，CEO 薪酬績效敏感度為負向關係或是關係不顯著，也代表在正向大股東監督效果之下，公司外部環境績效(Luck)越高，CEO 的薪酬績效敏感度越低，因此預期 $\beta_3$ 為負，符合假說 2-2。

### 三、大股東變動對薪酬績效敏感度之影響

本主題欲探討大股東監督效果對 CEO 變動薪酬的影響，在績效方面，亦是分為兩個部份做衡量，一是總體績效(Ret)，二是外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，在應變數薪酬方面，則是利用三種薪酬變動來衡量，分別是 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)。

$$\begin{aligned} \text{Comp}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ret}_{i,t} + \beta_2 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_3 \text{Ret}_{i,t} * \text{Turnover}_{i,t} + \beta_4 \text{size}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_6 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_7 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} \\ & + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i \dots \dots \dots (16) \end{aligned}$$

其中， $\text{Comp}_{i,t}$ ：公司 i 在 t-1 年至 t 年的 CEO 薪酬變動，分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；

$\text{Ret}_{i,t}$ ：為公司整體績效，衡量方式為公司 i 在 t 年之的股票報酬率；

$\text{Turnover}_{i,t}$ ：為大股東變動，為公司 i 在 t 年之 10 大股東股權變動，衡量方式為  $\ln(1 + \text{外部大股東股權變動})$

根據上述回歸式(16)，除探討公司績效與 CEO 變動薪酬之間的關係外，加入大股東監督效果，大股東監督效果加入大股東變動(Turnover)，因此本回歸式主要探討加入大股東監督效果與對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係。根據過去文獻(Kim, 2010)指出，由於大股東變動(Turnover)具有弱化大股東的監督效果，故當公司的總體績效(Ret)越大時，代表公司的獲利有所成長，而大股東變動則代表大股東進出股東會的頻繁程度，大股東進出越頻繁代表投資期間越短，因此對公司的長期經營並不感興趣，也對公司 CEO 薪酬績效敏感度較低。所以當投資



期間較短，即大股東變動較高時，對 CEO 變動薪酬會有負向影響。因此，預期當大股東變動(Turnover)高，公司總體績效(Ret)高時，與 CEO 薪酬變動(包含 Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)會呈現負向關係，也代表兩者之間在負面的大股東監督效果之下具有低薪酬績效敏感度，因此預期 $\beta_3$ 為負，符合假說 3-1。

$$\begin{aligned} \text{Comp}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Luck}_{i,t} + \beta_2 \text{Skill}_{i,t} + \beta_3 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_4 \text{Luck}_{i,t} \\ & * \text{Turnover}_{i,t} + \beta_5 \text{Skill}_{i,t} * \text{Turnover}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{CEO Tenure}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_9 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} + \text{Year Dummies} \\ & + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i \dots \dots \dots (17) \end{aligned}$$

其中， $\text{Comp}_{i,t}$ ：公司 i 在 t-1 年至 t 年的 CEO 薪酬變動，分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；

$\text{Luck}_{i,t}$ ：為公司 i 在 t 年的總體績效(Ret)中屬於外部環境績效的部分；

$\text{Skill}_{i,t}$ ：為公司 i 在 t 年的總體績效(Ret)中屬於內部能力績效的部分；

$\text{Turnover}_{i,t}$ ：為大股東變動，為公司 i 在 t 年之 10 大股東股權變動，衡量方式為  $\ln(1 + \text{外部大股東股權變動})$

根據上述回歸式(17)，除探討公司績效與 CEO 變動薪酬之間的關係外，加入大股東監督效果，大股東監督效果加入大股東變動(Turnover)，因此本回歸式主要探討加入大股東監督效果與對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係。在回歸式(17)總體績效(Ret)拆解為兩個部分，一為外部環境績效(Luck)，二是內部能力績效(Skill)，觀察當總體績效(Ret)拆解成這兩部分時，由於內部能力績效(Skill)代表公司真實的經營能力，在大股東變動(Turnover)比較高的情況之下，因為大股東進出越頻繁，代表投資期間越短，也較無心參與公司的長期經營，自然對公司的經營狀況不了解，同時也對 CEO 的經營能力較不注重，只專注在公司的短期績效和市場績效，因此當總體績效(Ret)拆解成外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)時，在大股東變動(Turnover)較高的情況下，且外部環境績效(Luck)高時，CEO 薪酬績效敏感度會較高；反而在大股東變動(Turnover)較高的情況下，且內

部能力績效(Skill)高時，如果景氣較差，即使公司內部能力績效(Skill)還是成長，進出頻繁之大股東依舊認為公司沒有前景，故 CEO 薪酬績效敏感度會較低。因此本論文預期外部環境績效(Luck)高且大股東變動(Turnover)高的時候，CEO 薪酬績效敏感度為正向關係。本論文也預期內部能力績效(Skill)高在大股東變動(Turnover)高的時候，CEO 薪酬績效敏感度為負向關係或不顯著，也代表在弱化大股東監督效果之下，公司內部能力績效(Skill)越高，CEO 的薪酬績效敏感度越低，因此預期 $\beta_5$ 為負，符合假說 3-3。本論文也預期外部環境績效(Luck)高在大股東變動(Turnover)高的時候，CEO 薪酬績效敏感度為正向關係，也代表在大股東監督弱化效果之下，公司外部環境績效(Luck)越高，CEO 的薪酬績效敏感度越高，因此預期 $\beta_4$ 為正，符合假說 3-2。

#### 第四節 研究樣本與資料來源

本研究探討大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之間的關係，樣本研究期間自西元 2002 年至 2009 年共 8 年，以台灣證券交易所上市及上櫃公司為研究的主要對象，資料選取自台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)之財務資料庫、公司治理資料庫與 CMoney 法人投資決策支援系統之財務報表資料庫，財務資料取自 TEJ finance 模組與 CMoney 合併財報模組，高階經理人薪資資料取自於 TEJ 公司治理模組。

本研究以一般產業之上市、上櫃公司為研究對象，其中所需變數之變數資料若有缺漏者之樣本將予以排除。為避免影響研究結果，本研究排除以下樣本：(1)特殊行業性質及財務結構之產業，如金融、證券、壽險與航運業；(2)性質異於一般民營企業之國營事業；(3)為避免部分產業樣本數目過少，且性質特殊無法和其他產業合併之產業，如玻璃陶瓷業、汽車業以及造紙業，而航運業的行業特性與財務結構和一般產業不同，無法和其他產業合併，故也將航運業樣本加以排除；(4)由於 TEJ 資料庫在公司治理模組之薪資缺漏資料較多，加上台灣一般上

市櫃公司對於經理人薪酬資料較不會揭露，所以樣本資料較少。資料篩選過程如表 3-1 所示，3-2 為八大產業是分類標準。最後完整的上市與上櫃公司總樣本共計 2773 筆公司年資料。

## 第五節 研究限制

本論文由於是研究公司 CEO 薪酬與績效間之關係，一般變數可以從上市櫃財務資料庫找到完整資料，但是經理人薪酬資料較為缺乏，原因在於國內薪酬揭露方式採總額揭露，只有部分上市櫃公司進行個別揭露，所以會導致樣本數過少，如果往後能像國外公布經理人的個別詳細薪酬資料，相信能夠補足資料不足的問題，減少實證上的偏誤。

部分樣本公司 CEO 任期未滿一年，可能在年初後任職 CEO，卻在年底前被替換的情況發生，任職期間較短，在薪酬的給付上，顯示之薪酬資料無法確認是由哪一位 CEO 所領取，恐怕資料會有所偏誤。

表 3-1 樣本篩選過程彙總表

資料篩選過程	樣本數
初步取得之樣本數(包含上市櫃各行業)	9228 筆
排除金融保險業(28,58,60)	480 筆
排除國營事業(中石化(1314)、中鋼(2002)、中工(2515)、壽險、航運業(26、56)、玻璃陶瓷(18、48)、汽車業(22)、造紙業(19)	283 筆
上市薪酬(總薪酬、現金薪酬、分紅薪酬)資料缺漏	2381 筆
上櫃薪酬(總薪酬、現金薪酬、分紅薪酬)資料缺漏	1787 筆
其餘變數資料缺漏	1524 筆
總計之樣本家數	2773 筆

表 3-2 八大產業分類標準表

產業代碼	產業
11,20,25,50,55	水泥、鋼鐵、建材營造
12,42	食品
13,17,21,43,47,51	塑膠、化學、橡膠
14,44	紡織
15,16,45,46	電機、機械、電器電纜
23,24,30-33,52-54,61,62,80-82	電子
27,29,57,59	觀光、貿易百貨
	其它

## 第四章 實證結果與分析

本研究主要探討大股東監督效果與 CEO 薪酬績效敏感度的關係。本章節針對第三章所提出的各項假設與研究模型進行實證分析。第四章實證結果與分析中分成四小節，第一節為各變數之基本敘述統計分析；第二節為薪酬、績效與薪酬績效敏感度間之關係；第三節說明大股東持股與薪酬績效敏感度間之關係；第四節為大股東變動與薪酬績效敏感間之關係；第五節則是加入第三節和第四節的效果，觀察大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響。

### 第一節 基本敘述統計量分析

#### 一、相關變數之敘述統計

表 4-1 為樣本公司 CEO 的薪資敘述統計量。CEO 總薪(Total Comp)平均數為 8,673,920 元，中位數為 3,725,000 元，平均數高於中位數兩倍之多，代表 CEO 總薪(Total Comp)可能有極端值的存在；反觀 CEO 現金薪資(Cash Comp)平均數為 2,918,420 元，中位數為 2,308,000 元，平均數與中位數差距不大；表中顯示樣本公司的 CEO 總薪(Total Comp)差距比 CEO 分紅(Equity Comp)及 CEO 現金薪資(Cash Comp)都還大，雖然 CEO 總薪(Total Comp)和 CEO 分紅(Equity Comp)的全距相當接近，但是從薪資的樣本標準差觀察卻是 CEO 總薪(Total Comp)最高，說明樣本公司的 CEO 總薪(Total Comp)之間較為離散；從 CEO 分紅(Equity Comp)可以看出有超過一半的樣本公司並沒有給付給公司 CEO 任何分紅。

在薪資的變動方面，表 4-1 可以看出樣本公司 CEO 總薪變動( $\Delta$ Total Comp)平均數為 -513,610 元，中位數為 0 元，CEO 分紅變動( $\Delta$ Equity Comp)平均數為 -476,750 元，中位數為 0 元，CEO 現金薪資變動( $\Delta$ Cash Comp)平均數為 32,230 元，中位數為 22,000 元。CEO 總薪變動( $\Delta$ Total Comp)超過 25% 樣本為正，代表超過 25% 樣本 CEO 總薪(Total Comp)與去年相比是增加的；CEO 現金薪資變動( $\Delta$ Cash Comp)則是超過 50% 樣本為正值，代表超過 50% 樣本 CEO 現金薪資(Cash Comp)與去年相比是增加的；而 CEO 分紅變動( $\Delta$ Equity Comp)超過 50% 樣本為

零，代表 50% 樣本 CEO 分紅(Equity Comp)並無任何變動；CEO 總薪變動( $\Delta$ Total Comp)標準差最大，則代表樣本 CEO 總薪變動( $\Delta$ Total Comp)資料較為離散，而 CEO 現金薪資變動( $\Delta$ Cash Comp)標準差最低，則代表該樣本變數間的資料較為集中。

表 4-2 為全部樣本公司之敘述統計量，從表中可以看出 Ret 為樣本公司 t 年的股票報酬率乘上樣本公司 t 年的市值，本研究將股票報酬率乘上市值作為績效的衡量指標；接著看到 Ret 的拆解，分為外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，其中 Luck 中可以看出平均數為 26.54 百萬，超過 50% 樣本的 Luck 為正，代表大環境的影響相當大；而 Skill 平均數為 2.99 百萬，超過 50% 樣本的 Skill 為負數；接著看到大股東監督變數，大股東持股(Level)最小總持比例趨近於 0，最大持股比例達 74%，平均數為 17%，與中位數相當接近，其中第 3 四分位數為 22%，與最大值 74% 持股比例差距相當的大；大股東變動(Turnover)平均為 14%，從第 1 四分位數可以看出，至少有 25% 的樣本公司 10 大股東並無更換，而最大值為 1，代表 10 大股東完全更換，同樣也與第 3 四分位數差距相當大；size 為公司規模，衡量方法為  $\ln(\text{Asset})$ ，其中 Asset 為樣本公司在 t 年的總資產， $\ln$  為 natural log，size 即是總資產取自然對數；CEO 任職期間(CEO\_Tenure)為公司 CEO 在該樣本公司中擔任 CEO 職位的總年資，從表中可以看出樣本公司之 CEO 平均擔任 CEO 的時間為 8.59 年，年資最多長達 44 年，說明台灣上市櫃公司 CEO 的任職時間都相當長；CEO 變動(CEO\_Turnover)為虛擬變數，說明公司 CEO 在該樣本公司 t-1 年擔任 CEO，但是到 t 年職位被撤換，則該變數值為 1，若沒被撤換則為 0，有超過 75% 的樣本公司在該樣本年度都沒有撤換 CEO，因此更能說明台灣上市櫃公司不常撤換 CEO 且 CEO 任職期間較長； $\Delta$ Common Shares 為流通在外股數之變動，從表中可以看出超過 75% 樣本的流通在外股數是增加，增加最多達 687,090 股。

表 4-1 樣本公司 CEO 薪資之敘述統計量

下表包含樣本年度為 2002 年至 2009 年，共 2773 筆公司年樣本。變數定義如下：Equity Comp 為樣本公司在 t 年的給予 CEO 的分紅合計，為 CEO 之配股乘上除權參考價；Cash Comp 為樣本公司在 t 年的給予現金薪資合計，總共包括薪資、職務加給、退職退休金、離職金、各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等；Total Comp 為樣本公司在 t 年給予 CEO 的總薪資合計，包含 Equity Comp 和 Cash Comp，如果 CEO 兼任董監，則總薪資將包含 Equity Comp、Cash Comp 及董監薪酬； $\Delta$ Total Comp 為樣本公司在 t-年至 t 年的 Total Comp 變動量； $\Delta$ Equity Comp 為樣本公司在 t-年至 t 年的 Equity Comp 變動量； $\Delta$ Cash Comp 為樣本公司在 t-年至 t 年的 Cash Comp 變動量。以上所有 CEO 薪資資料單位皆為千元。

	個數	平均數	中位數	Q1	Q3	最小值	最大值	標準差
$\Delta$ Total Comp	2773	-513.61	0	-1386	979.5	-387496	473813	20432.97
$\Delta$ Equity Comp	2773	-476.75	0	-372	0	-388226	472787	17978.17
$\Delta$ Cash Comp	2773	32.23	22	-316.5	519	-133446	128926	5150.31
Total Comp	2773	8673.98	3725	2249	7289.75	0	515130	21045.56
Equity Comp	2773	4435.3	0	0	1846.75	0	510386	18250.43
Cash Comp	2773	2918.42	2308	1548	3450	0	136339	4960.84

表 4-2 全部樣本公司之敘述統計量

下表包含樣本年度為 2002 年至 2009 年，共 2773 筆公司年樣本。Ret 為樣本公司在 t 年的股票報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元；Luck 為 Ret 屬於由於公司運氣所獲得的公司績效，單位為百萬元；Skill 為 Ret 中屬於由公司實際能力所獲得的公司績效，單位為百萬元；Level 為大股東持股，衡量方法 10 大股東持股比例；Turnover 為大股東變動，衡量方法參照第三章變數定義；size 代表是公司規模，衡量方法為  $\ln(\text{Asset})$ ，其中 Asset 為樣本公司在 t 年的總資產， $\ln$  為 natural log，size 即是總資產取自然對數；CEO\_Tenure 為公司 CEO 在該樣本公司中擔任 CEO 職位的總年資，而非公司員工之總年資；CEO\_Turnover 為虛擬變數，說明公司 CEO 在該樣本公司 t-1 年擔任 CEO，但是到 t 年職位被撤換，則該變數值為 1，若沒被撤換則為 0； $\Delta$ Common Shares 為流通在外股數之變動，說明 Common Shares 從 t-1 年到 t 年之變動量，單位為千股。

	個數	平均數	中位數	Q1	Q3	最小值	最大值	標準差
Ret	2773	29.53	9.28	-21.64	53.89	-84.08	821.43	85.38
Luck	2773	26.54	18.43	-18.06	47.04	-53.64	186.63	58.46
Skill	2773	2.99	-4.82	-26.53	19.35	-265.52	774.39	63.07
Level	2773	0.17	0.16	0.10	0.22	0.00	0.74	0.10
Turnover	2773	0.14	0.08	0.00	0.21	0.00	1.00	0.17
size	2773	15.33	15.12	14.36	15.99	11.74	20.74	1.38
CEO Tenure	2773	8.59	6.00	2.00	13.00	0	44	8.279
CEO Turnover	2773	.09	0	0	0	0	1	.293
$\Delta$ Common Shares	2773	13.40	10.00	4.27	18.82	-79.36	687.09	21.42

## 二、相關變數之相關係數分析

表 4-3 為相關變數的相關係數表，由表 4-3 可以發現公司 CEO 薪資變動(包含總薪變動、分紅變動及現金薪資變動與績效(Ret)、外部環境績效(Luck)、內部能力績效(Skill)呈現正相關；公司規模(Size)與 CEO 薪資變動(包含總薪變動、分紅變動及現金薪資變動)及內部能力績效(Skill)呈現負相關，但與績效(Ret)、外部環境績效(Luck)呈現正相關。變數之間皆低於 0.7 以下，避免自我回歸的情況發生。

## 第二節 薪酬績效敏感度

本研究主要探討大股東持股與變動對 CEO 薪酬績效敏感度間之關係，首先在第一部分先以單變量分析檢視薪酬與績效間之關係，接下來在利用迴歸分析加入控制變數進行探討。

### 一、薪酬對績效之單變量分析

表 4-4 之 Panel A 為將總體績效(Ret)之中位數進行切割，分成高於總體績效(Ret)中位數和低於總體績效(Ret)中位數兩大群，測試不同的樣本公司是否在 CEO 薪酬變動(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)上也會有所差異，平均數差異性檢定採用獨立樣本 T 檢定，而中位數檢定採用無母數檢定。Panel A 顯示在三項中，平均數之差異性檢定皆是無顯著差異，但是中位數在 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)有顯著差異。

表 4-4 之 Panel B 為將外部環境績效(Luck)之中位數進行切割，分成高於外部環境績效(Luck)中位數和低於外部環境績效(Luck)中位數兩大群，測試不同的樣本公司是否在 CEO 薪酬變動(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)上也會有所差異，平均數差異性檢定採用獨立樣本 T 檢定，而中位數檢定採用無母數檢定。Panel B 顯示在三項中，平均數之差異性檢定皆是無顯著差異，但是中位數在 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)有顯著差異。



表4-3 樣本公司相關變數的Pearson Correlation相關係數表

下表包含樣本年度為2002年至2009年，共2773筆公司年樣本。因為變動為本論文主要變數，為簡化表示方法，本段之後Total Comp即是代表 $\Delta$ Total Comp、Equity Comp即是代表 $\Delta$ Equity Comp、Cash Comp即是代表 $\Delta$ Cash Comp；Total Comp為樣本公司在t-1年至t年的Total Comp變動量；Equity Comp為樣本公司在t-年至t年的Equity Comp變動量；Cash Comp為樣本公司在t-年至t年的Cash Comp變動量。以上所有CEO薪資資料單位皆為千元。Ret為樣本公司在t年的股票報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元，Luck為Ret屬於由於公司運氣所獲得的公司績效，單位為百萬元；Skill為Ret中屬於由公司實際能力所獲得的公司績效，單位為百萬元；size代表是公司規模，衡量方法為 $\ln(\text{Asset})$ ；CEO\_Tenure為公司CEO在該樣本公司中擔任CEO職位的總年資；CEO\_Turnover為虛擬變數，說明公司CEO在該樣本公司t-1年擔任CEO，但是到t年職位被撤換，則該變數值為1，其餘為0； $\Delta$ Common Shares為Common Shares從t-1年到t年之變動量，單位為千股。

\*\*\*表示1%之顯著水準，\*\*表示5%之顯著水準，\*表示10%之顯著水準。

	Total Comp	Equity Comp	Cash Comp	Ret	Luck	Skill	Turnover	Level	size	CEO Tenure	CEO Turnover
Equity Comp	.950***										
Cash Comp	.293***	.018									
Ret	.177***	.142***	.024								
Luck	.105***	.095***	-.017	.827***							
Skill	.104***	.065***	.068***	.184***	-.400***						
Turnover	.028	.028	.003	.006	.001	.007					
Level	.015	.016	-.006	.025	.008	.027	.101***				
Size	-.045**	-.046**	-.032*	.077***	.098***	-.046**	-.020	-.018			
CEO Tenure	.010	.013	.000	.004	-.002	.010	-.109***	.051***	-.018		
CEO Turnover	.004	.005	-.013	.003	-.012	.025	.095***	.014	-.036*	-.311***	
$\Delta$ Common Shares	-.020	-.020	-.013	-.001	-.004	.006	.048**	-.168***	-.007	-.037*	.014

表 4-4 之 Panel C 為將內部能力績效(Skill)之中位數進行切割，分成高於內部能力績效(Skill)中位數和低於內部能力績效(Skill)中位數兩大群，測試不同的樣本公司是否在 CEO 薪酬變動(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)上也會有所差異，平均數差異性檢定採用獨立樣本 T 檢定，而中位數檢定採用無母數檢定。Panel C 顯示在三項中，平均數之差異性檢定皆是無顯著差異，但是中位數在 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)有顯著差異。由表 4-4 整體可以看出，無論是總體績效(Ret)、外部環境績效(Luck)或是內部能力績效(Skill)，都顯示樣本公司績效越高之群組，其 CEO 所領取的薪酬亦越高。

表 4-4 績效對變動薪酬之單變量分析

下表包含樣本年度為 2002 年至 2009 年，共 2773 筆公司年樣本。Total Comp 為樣本公司在 t 年給予 CEO 的總薪資合計，包含 Equity Comp 和 Cash Comp，如果 CEO 兼任董監，則總薪資將包含 Equity Comp、Cash Comp 及董監薪酬； $\Delta$ Total Comp 為樣本公司在 t-年至 t 年的 Total Comp 變動量； $\Delta$ Equity Comp 為樣本公司在 t-年至 t 年的 Equity Comp 變動量； $\Delta$ Cash Comp 為樣本公司在 t-年至 t 年的 Cash Comp 變動量。以上所有 CEO 薪資資料單位皆為千元。Ret 為樣本公司在 t 年的股票報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元。Luck 為 Ret 屬於由於公司運氣所獲得的公司績效，單位為百萬元。Skill 為 Ret 中屬於由公司實際能力所獲得的公司績效，單位為百萬元。Panel A 為總體薪酬(Ret)對變動薪酬之單變量分析；Panel B 為外部環境績效(Luck)對變動薪酬之單變量分析；Panel C 為內部能力績效(Skill)對變動薪酬之單變量分析。\*\*\*表示 1%之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

Panel A：總薪酬對變動薪酬之單變量分析						
Ret	Ret 高於中位數		Ret 低於中位數		差異性檢定	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
Total Comp	586.56	178	-1559.24	-174	2145.8	352.00***
Equity Comp	530.37	0	-1605.48	0	2135.48	0.00***
Cash Comp	-157.09	20	203.38	12	-360.47	8.00
Panel B：外部環境績效對變動薪酬之單變量分析						
Luck	Luck 高於中位數		Luck 低於中位數		差異性檢定	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
Total Comp	190.30	53	-1161.06	-28	1351.36***	71.00***
Equity Comp	299.92	0	-1373.24	0	1673.16**	0.00***
Cash Comp	-220.74	7	266.80	25	-487.54	-18
Panel C：內部能力績效對變動薪酬之單變量分析						
Skill	Skill 高於中位數		Skill 低於中位數		差異性檢定	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
Total Comp	543.01	139	-1514.04	-146	2057.05	285.00***
Equity Comp	322.82	0	-1396.16	0	1718.98	0.00***
Cash Comp	124.58	46	-78.78	0	203.36	46.00***

## 二、薪酬績效敏感度之迴歸分析

表 4-5 為薪酬績效敏感度之迴歸分析，觀察績效的類型對薪酬之影響。模型一為績效(Ret)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之影響。模型二加入控制變數(公司規模、CEO 任職期間、CEO 更換和流通在外股數變動)，觀察加入控制變數會是否增加或降低績效(Ret)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)的薪酬績效敏感度。模型三將績效(Ret)區分為兩個區塊，分別是外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，外部績效為因為大環境影響所產生的績效，內部績效是因為公司實際能力所擁有的績效，此模型可以看出外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之薪酬績效敏感度是否有差異。模型四為模型三加入控制變數，欲觀察是否加入控制變數後會對原本的效果產生影響。

實證結果顯示，由表 4-5 的模型一和模型二可以發現，績效(Ret)對 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)具有高度正相關，符合許多過去文獻研究結果，績效對分紅和薪資具有高度正向關係，但是績效(Ret)對 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)影響較不顯著。而模型三和模型四，可以看出內部能力績效(Skill)與 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)都具有高度的正相關，說明公司的經營能力越好，CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)也會隨之增加，但是外部績效(Luck)只對 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)呈現正相關，在 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)影響較不顯著，同時也說明外部環境績效(Luck)越好，CEO 的總薪和分紅會隨之增加，但是在 CEO 的現金薪資上無明顯變化。在控制變數方面，公司規模(size)對 CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)呈現負相關，說明公司規模越大，CEO 增加的薪資部分越小。

根據上述的實證結果，可以得知無論績效(Ret)有無區分為兩個區塊，即外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，幾乎都對 CEO 薪資具有高度正相關，亦即是績效(Ret)、外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)都對 CEO 變動薪資都

具有較高的薪酬績效敏感度。本研究結果亦與 Kim(2010)之研究結果相符合，績效(Ret)、外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)都對 CEO 變動薪資都具有薪酬績效敏感度，但是本研究得到更好的結果。此實證結果符合本論文之研究假說 1-1、1-2、1-3。

表4-5 薪酬績效敏感度之迴歸分析

此表包含樣本年度為2002年至2009年，共2773筆公司年樣本。探討績效對薪酬的影響，迴歸模型如下：

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ret}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_4 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_5 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i$$

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Luck}_{i,t} + \beta_2 \text{Skill}_{i,t} + \beta_3 \text{size}_{i,t} + \beta_4 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_5 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_6 \Delta \text{Common Shares}_{i,t} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i$$

變數定義如下：應變數為樣本公司CEO之薪資變動(Comp)，本研究將薪資變動(Comp)分為三大區塊，分別為總薪變動(Total Comp)、分紅變動(Equity Comp)以及現金薪資變動(Cash Comp)；公司績效(Ret)為樣本公司在t年的股票年報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元；Ret共可分成Luck和Skill兩大區塊；Luck為Ret中屬於由公司運氣所獲得的外部環境績效，單位為百萬元；Skill為Ret中屬於由公司實際能力所獲得的內部能力績效，單位為百萬元；size為公司規模，衡量方法為ln(Asset)，其中Asset為樣本公司在t年的總資產，ln為自然對數(natural log)，size即是總資產取自然對數；CEO\_Tenure為公司CEO在該樣本公司中擔任CEO職位的總年資，而非公司員工之總年資；CEO\_Turnover為虛擬變數，說明公司CEO在該樣本公司t-1年擔任CEO，但是到t年職位被撤換，則該變數值為1，若沒被撤換則為0；ΔCommon Shares為流通在外股數之變動，說明Common Shares從t-1年到t年之變動量，單位為千股。Year Dummies為年度虛擬變數，本研究共分為8個年度；Industry dummies為產業虛擬變數，本研究將樣本分為八大產業。下面括號表示為T-value值。\*\*\*表示1%之顯著水準，\*\*表示5%之顯著水準，\*表示10%之顯著水準。

	Total Comp				Equity Comp				Cash Comp			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	-614.550 (-1.580)	12111.019*** (2.674)	-573.873 (-1.478)	11321.085** (2.503)	-633.920* (-1.721)	10409.555** (2.427)	-613.107* (-1.665)	9999.069** (2.331)	18.168 (0.172)	2292.091* (1.863)	27.890 (0.264)	2116.574* (1.722)
Ret	9.482*** (9.242)	9.613*** (9.188)			7.149*** (7.358)	7.195*** (7.264)			.349 (1.251)	.464 (1.634)		
Luck			8.749*** (8.402)	8.818*** (8.285)			6.773*** (6.857)	6.783*** (6.718)			.174 (0.614)	.288 (0.994)
Skill			15.230*** (8.372)	15.325*** (8.373)			10.089*** (5.845)	10.164*** (5.854)			1.723*** (3.479)	1.733*** (3.484)
size		-908.011*** (-3.159)		-832.559*** (-2.897)		-822.132*** (-3.020)		-782.924*** (-2.871)		-147.658* (-1.892)		-130.893* (-1.675)
CEO Tenure		22.587 (0.454)		20.263 (0.408)		31.441 (0.667)		30.233 (0.642)		-4.834 (-0.358)		-5.350 (-0.396)
CEO Turnover		724.243 (0.477)		579.462 (0.383)		818.851 (0.570)		743.617 (0.518)		-280.946 (-0.682)		-313.115 (-0.761)
ΔCommon Shares		-30.176 (-1.289)		-30.512 (-1.307)		-29.924 (-1.350)		-30.099 (-1.359)		-3.399 (-0.535)		-3.473 (-0.547)
Year dummies		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
Industry dummies		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
N	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773
F值	85.416	5.955	50.228	6.408	54.143	4.333	29.228	4.338	1.566	2.059	6.412	2.445
Adj R <sup>2</sup>	3.10%	3.40%	3.60%	3.90%	2%	2.30%	2.10%	2.50%	0%	0.80%	0.40%	1.10%

### 第三節 大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響—大股東持股

表 4-6 為大股東持股比率對 CEO 薪酬及 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析，觀察加入大股東持股比率對變動薪酬之影響。模型一為績效(Ret)、大股東持股(Level)和績效與大股東持股的交互作用項(Ret\*Level)同時加入模型，觀察加入大股東持股(Level)變數是否對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)產生影響。模型二加入控制變數(公司規模、CEO 任職期間、CEO 更換和流通在外股數變動)，觀察加入控制變數會是否增加或降低績效(Ret)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)的薪酬績效敏感度，除此之外績效與大股東持股的交互作用項(Ret\*Level)也可以看出公司績效(Ret)與大股東持股(Level)間之關係。模型三除了加入外部環境績效(Luck)、內部能力績效(Skill)外，還加入兩者與大股東持股(Level)之交互作用項，分別是 Luck\*Level 和 Skill\*Level，期望看出將績效拆解為兩個部分後，個別對大股東持股(Level)和薪酬績效敏感度之影響。如同第二節模型加入績效的拆解—外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，此模型可以看出外部環境績效(Luck)、內部能力績效(Skill)和大股東持股(Level)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之薪酬績效敏感度的影響外，還加入兩者與大股東持股(Level)之交互作用項，分別是 Luck\*Level 和 Skill\*Level，期望看出將績效拆解為兩個部分後，觀察大股東持股(Level)對薪酬績效敏感度之影響。模型四為模型三加入控制變數，欲觀察是否加入控制變數後會對原本的效果產生影響。

實證結果顯示，由表 4-6 的模型一和模型二可以看出，再加入大股東持股(Level)後，績效(Ret)對 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)轉為負相關，而 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)則從原本的不顯著變成正相關顯著。在 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)為應變數時，從 Ret\*Level 可以看出總體績效(Ret)和大股東持股(Level)之間呈現正相關，代表大股東持股比率越高，總體績效為正時，CEO 薪酬績效敏感度越高；但是 CEO

現金薪資變動(Cash Comp)為應變數時，大股東持股卻和薪酬之間呈現負相關。

而從模型三和模型四可以看出，內部能力績效(Skill)與 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)依然都具有高度的正相關，說明公司的經營能力越好，CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)也會隨之增加，但是外部績效(Luck)只對 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)呈現正相關，在 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)影響較不顯著，同時也說明外部績效(Luck)越好，CEO 的總薪和分紅會隨之增加，但是在 CEO 的現金薪資上無明顯變化。

模型三和模型四方面，內部能力績效(Skill)與 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)依然都具有高度的正相關，說明公司的經營能力越好，CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)也會隨之增加，但是外部環境績效(Luck)卻在加入大股東持股(Level)後由高度正相關轉為高度負相關，說明公司外部環境績效(Luck)較多的情況下，對 CEO 薪酬會因此減少。而交互作用項 Luck\*Level，表中可以看出 Luck\*Level 為高度正相關，但是在 Skill\*Level 方面卻不顯著，這說明大股東持股越高，則外部環境績效(Luck)竟然與 CEO 薪酬產生高薪酬績效敏感度，卻與內部能力績效(Skill)產生負向無相關，這說明大股東持股(Level)在台灣上市櫃公司實證上並無法強化監督效果，有可能是台灣上市櫃公司之間互交叉持股比率相當高的緣故。另外可以看出 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)在模型三和模型四中，Luck\*Level 和 Skill\*Level 皆為負向顯著，這說明無論大環境或公司內部經營狀況再怎麼好，大股東持股也不具有強化的監督效果。在控制變數方面，公司規模(size)對 CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)呈現負相關，說明公司規模越大，CEO 增加的薪資部分越小。

與 Kim(2010)之研究結果相比較，Kim(2010)無論在績效拆解前後都得到正向顯著之結果，說明大股東持股(Level)確實能夠強化監督效果，並增加內部能力績效(Skill)與薪酬之間的連結性，本研究結果在大股東持股(Level)並無強化監督之效果，不符合假說二。

表4-6 大股東持股比率對CEO薪酬績效敏感度影響之迴歸分析(續)

上表包含樣本年度為2002年至2009年，共2773筆公司年樣本。探討大股東持股比率對CEO薪酬績效敏感度的影響，迴歸模型如下：

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ret}_{i,t} + \beta_2 \text{Level}_{i,t} + \beta_3 \text{Ret}_{i,t} * \text{Level}_{i,t} + \beta_4 \text{size} + \beta_5 \text{CEO Tenure} + \beta_6 \text{CEO Turnover} + \beta_7 \Delta \text{Common Shares} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i$$

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Luck}_{i,t} + \beta_2 \text{Skill}_{i,t} + \beta_3 \text{Luck}_{i,t} * \text{Level}_{i,t} + \beta_4 \text{Skill}_{i,t} * \text{Level}_{i,t} + \beta_5 \text{size} + \beta_6 \text{CEO Tenure} + \beta_7 \text{CEO Turnover} + \beta_8 \Delta \text{Common Shares} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i$$

變數定義如下：應變數為樣本公司CEO之薪資變動(Comp)，本研究將薪資變動(Comp)分為三大區塊，分別為總薪變動(Total Comp)、分紅變動(Equity Comp)以及現金薪資變動(Cash Comp)；公司績效(Ret)為樣本公司在t年的股票年報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元；Ret共可分成Luck和Skill兩大區塊；Luck為Ret中屬於由公司運氣所獲得的公司績效，單位為百萬元；Skill為Ret中屬於由公司實際能力所獲得的公司績效，單位為百萬元；Level為大股東持股比率，衡量方法為ln(1+十大股東持股比率合計)，ln為自然對數(natural log)；size為公司規模，衡量方法為ln(Asset)，其中Asset為樣本公司在t年的總資產，ln為自然對數(natural log)，size即是總資產取自然對數；CEO\_Tenure為公司CEO在該樣本公司中擔任CEO職位的總年資，而非公司員工之總年資；CEO\_Turnover為虛擬變數，說明公司CEO在該樣本公司t-1年擔任CEO，但是到t年職位被撤換，則該變數值為1，若沒被撤換則為0；ΔCommon Shares為流通在外股數之變動，說明Common Shares從t-1年到t年之變動量，單位為千股。Year Dummies為年度虛擬變數，本研究共分為8個年度；Industry dummies為產業虛擬變數，本研究將樣本分為八大產業。下面括號表示為T-value值。\*\*\*表示1%之顯著水準，\*\*表示5%之顯著水準，\*表示10%之顯著水準。

	Total Comp				Equity Comp				Cash Comp			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	-949.112 (-1.162)	14258.124*** (3.077)	-325.385 (-0.404)	10994.577** (2.405)	-1013.565 (-1.318)	13179.731*** (3.021)	-505.855 (-0.664)	10479.095** (2.423)	72.416 (0.325)	1946.747 (1.543)	119.288 (0.535)	1747.865 (1.382)
Ret	-7.545** (-2.247)	-8.443** (-2.498)			-15.435*** (-4.879)	-16.517*** (-5.189)			4.076*** (4.452)	4.076*** (4.428)		
Luck			-30.586*** (-7.539)	-30.862*** (-7.578)			-34.198*** (-8.906)	-34.724*** (-9.014)			2.348** (20.89)	2.536** (2.251)
Skill			24.524*** (5.002)	23.315*** (4.690)			11.237** (2.422)	9.765** (2.077)			6.214*** (4.574)	6.010*** (4.370)
Level	16.917 (0.357)	3.713 (0.075)	-12.404 (-0.266)	-22.946 (-0.471)	18.212 (0.408)	7.333 (0.157)	-5.567 (-0.126)	-14.105 (-0.306)	-2.452 (-0.190)	-4.918 (-0.365)	-4.697 (-0.363)	-6.855 (-0.508)
Ret*Level	1.086*** (5.318)	1.156*** (5.612)			1.441*** (7.488)	1.519*** (7.827)			-.238*** (-4.270)	-.231*** (-4.120)		
Luck*Level			2.302*** (9.747)	2.324*** (9.814)			2.431*** (10.874)	2.467*** (11.013)			-.147** (-2.239)	-.151** (-2.305)
Skill*Level			-.171 (-0.592)	-.085 (-0.291)			.348 (1.270)	.450 (1.622)			-.299*** (-3.731)	-.286*** (-3.528)



大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之影響

表 4-6 大股東持股比率對 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析

size	-1077.130***	-767.799***	-1043.868***	-790.564***	-114.442	-94.247
	(-3.745)	(-2.697)	(-3.855)	(-2.935)	(-114.442)	(-1.196)
CEO	29.203	20.814	40.032	33.112	-5.990	-6.513
Tenure	(0.589)	(0.427)	(0.858)	(0.718)	(-0.444)	(-0.483)
CEO	747.447	440.496	847.642	608.812	-282.728	-309.064
Turnover	(0.495)	(0.297)	(0.597)	(0.434)	(-0.688)	(-0.753)
ΔCommon	-27.222	-25.960	-25.921	-24.845	-4.199	-4.138
Shares	(-1.163)	(-1.128)	(-1.176)	(-1.141)	(-0.659)	(-0.650)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2773	2773	2773	2773	2773	2773
F值	38.285	6.954	43.098	10.584	37.263	6.939
	37.091	9.421	6.643	2.697	5.633	2.758
Adj R <sup>2</sup>	4.10%	4.50%	7.40%	7.70%	4%	4.50%
	6.40%	6.80%	0.6%	1.30%	0.90%	1.50%

#### 第四節 大股東監督效果對薪酬績效敏感度之影響—大股東變動

表 4-7 為大股東股權變動比率對 CEO 薪酬及 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析，觀察加入大股東股權變動比率對薪酬之影響。模型一為績效(Ret)、大股東變動(Turnover)和績效與大股東變動的交互作用項(Ret\* Turnover)同時加入模型，觀察加入大股東變動(Turnover)變數是否對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)產生影響。模型二加入控制變數(公司規模、CEO 任職期間、CEO 更換和流通在外股數變動)，觀察加入控制變數會是否增加或降低總體績效(Ret)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)的薪酬績效敏感度，除此之外總體績效(Ret)與大股東變動(Turnover)之交互作用項(Ret\* Turnover)也可以看出公司績效(Ret)與大股東變動(Turnover)間之關係。模型三如同第二節模型加入績效的拆解—外部績效(Luck)和內部績效(Skill)，此模型可以看出外部績效(Luck)、內部績效(Skill)和大股東變動(Turnover)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之薪酬績效敏感度的影響，除此之外，還加入兩者與大股東變動(Turnover)之交互作用項，分別是 Luck\* Turnover 和 Skill\* Turnover，期望看出將績效拆解為兩個部分後，個別對大股東變動(Turnover)和薪酬績效敏感度之影響。模型四為模型三加入控制變數，欲觀察加入控制變數後是否會對原本的結果產生影響。

實證結果顯示，由表 4-7 的模型一和模型二可以看出，再加入大股東變動(Turnover)後，總體績效(Ret)和大股東變動(Turnover)對 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)皆不顯著，但 Ret\* Turnover 為正向顯著，這說明大股東變動頻率越高，且公司總體績效(Ret)越好時，則薪酬績效敏感度越高，會讓 CEO 的薪資(CEO 總薪、CEO 分紅和 CEO 現金薪資)提高，符合假說 3-1。

模型三實證結果同上一節，內部能力績效(Skill)與 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)依然都具有高度的正相關，說明公司的經營能力越好，CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)也會隨之增加，但是外部環境績效(Luck)

只對 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)呈現正相關，在 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)影響較不顯著，同時也說明內部能力績效(Skill)越好，CEO 的總薪和分紅會隨之增加，但是在 CEO 的現金薪資上無明顯變化。

接著看到模型四在內部能力績效(Skill)與 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)依然都具有高度的正相關，說明公司的經營能力越好，CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)也會隨之增加，但是外部績效(Luck)為高度負相關，原因在於加入大股東監督變數的交互作用項 Luck\*Turnover，表 4-9 中可以看出 Luck\*Turnover 為高度正相關，在 Skill\*Level 方面為高度負相關。這說明當大環境較差的情況下，會由於大股東變動較為頻繁高的情況下，且外部環境績效(Luck)越佳時，因為變動頻繁之大股東對公司較無心長期經營，對公司整體情況都不甚了解，並且變動頻繁之大股東因為資訊不對稱的情況下，因為景氣使績效提升，給與 CEO 較高薪資。因為大股東變動高，且外部環境績效高，CEO 獲得較多薪資，所以結果顯示確實不具有監督效果，這在本模型中得到驗證，說明大股東變動在台灣上市櫃公司中確實具有弱化監督作用，反而會使得 CEO 薪資因此提高，符合先前假說。

反之在 Skill\*Level 方面呈現高度負相關，這代表公司經營能力越好，在大股東變動越頻繁的情況下，因為缺少外部環境績效(Luck)的加成，讓進出頻繁的大股東誤以為公司之績效差，做出不提升 CEO 的薪酬之決定，也說明大股東變動並不具有監督效果，符合先前之假說。

另外可以看出 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)在模型三和模型四中，Luck\*Turnover 呈現正向顯著，Skill\*Turnover 並不顯著，這說明大股東變動具有弱化監督效果的情況發生，會在大環境較差的情況下提升 CEO 的薪酬。在控制變數方面，公司規模(size)對 CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)呈現負相關，說明公司規模越大，CEO 增加的薪資部分越小。本研究結果與 Kim(2010)之研究結果相符合，說明大股東變動(Turnover)確實會弱化監督效果，故除了現金薪資外，其餘符合研究假說三。

表4-7 大股東變動對CEO薪酬績效敏感度影響之迴歸分析(續)

此表包含樣本年度為2002年至2009年，共2773筆公司年樣本。探討大股東持股比率對CEO薪酬績效敏感度的影響，迴歸模型如下：

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ret}_{i,t} + \beta_2 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_3 \text{Ret}_{i,t} * \text{Turnover}_{i,t} + \beta_4 \text{size} + \beta_5 \text{CEO Tenure} + \beta_6 \text{CEO Turnover} + \beta_7 \Delta \text{Common Shares} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i$$

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Luck}_{i,t} + \beta_2 \text{Skill}_{i,t} + \beta_3 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_4 \text{Luck}_{i,t} * \text{Turnover}_{i,t} + \beta_5 \text{Skill}_{i,t} * \text{Turnover}_{i,t} + \beta_6 \text{size} + \beta_7 \text{CEO Tenure} + \beta_8 \text{CEO Turnover} + \beta_9 \Delta \text{Common Shares} + \text{Year Dummies} + \text{Industry dummies} + \varepsilon_i$$

變數定義如下：應變數為樣本公司CEO之薪資變動(Comp)，本研究將薪資變動(Comp)分為三大區塊，分別為總薪變動(Total Comp)、分紅變動(Equity Comp)以及現金薪資變動(Cash Comp)；公司績效(Ret)為樣本公司在t年的股票年報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元；Ret共可分成Luck和Skill兩大區塊；Luck為Ret中屬於由公司運氣所獲得的公司績效，單位為百萬元；Skill為Ret中屬於由公司實際能力所獲得的公司績效，單位為百萬元；Turnover為大股東股權變動比率，衡量方法為 $\ln(1 + \text{十大股東股權變動比率})$ ，十大股東股權變動比率計算方法參照第三章變數說明，ln為自然對數(natural log)；Level為大股東持股比率，衡量方法為 $\ln(1 + \text{十大股東持股比率合計})$ ，ln為自然對數(natural log)；size為公司規模，衡量方法為 $\ln(\text{Asset})$ ，其中Asset為樣本公司在t年的總資產，ln為自然對數(natural log)，size即是總資產取自然對數；CEO\_Tenure為公司CEO在該樣本公司中擔任CEO職位的總年資，而非公司員工之總年資；CEO\_Turnover為虛擬變數，說明公司CEO在該樣本公司t-1年擔任CEO，但是到t年職位被撤換，則該變數值為1，若沒被撤換則為0； $\Delta \text{Common Shares}$ 為流通在外股數之變動，說明Common Shares從t-1年到t年之變動量，單位為千股。Year Dummies為年度虛擬變數，本研究共分為8個年度；Industry dummies為產業虛擬變數，本研究將樣本分為八大產業。下面括號表示為T-value值。\*\*\*表示1%之顯著水準，\*\*表示5%之顯著水準，\*表示10%之顯著水準。

	Total Comp				Equity Comp				Cash Comp			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	-914.520*	12164.639***	-786.420	7744.979*	-951.049*	10321.088**	-848.545*	6377.558	24.036	2346.359*	37.638	2111.028*
	(-1.779)	(2.701)	(-1.557)	(1.772)	(-1.946)	(2.412)	(-1.765)	(1.534)	(.170)	(1.899)	(.267)	(1.705)
Ret	-.467	-.509			-.612	-.755			-.659	-.521		
	(-.284)	(-.307)			(-.392)	(-.479)			(-1.458)	(-1.144)		
Luck			-6.916***	-6.896***			-6.537***	-6.620***			-.989**	-.819*
			(-3.977)	(-3.977)			(-3.949)	(-4.016)			(-2.036)	(-1.668)
Skill			24.023***	23.481***			20.311***	19.834***			1.328	1.231
			(8.035)	(7.933)			(7.137)	(7.049)			(1.590)	(1.469)
Turnover	24.906	27.809	23.497	19.857	26.371	29.869	25.234	22.171	-.505	-.308	-.650	-.430
	(.874)	(.964)	(.840)	(.711)	(.974)	(1.090)	(.948)	(.835)	(-.064)	(-.039)	(-.083)	(-.054)
Ret*Turnover	.716***	.726***			.558***	.570***			.073***	.071***		
	(7.681)	(7.792)			(6.303)	(6.440)			(2.834)	(2.766)		
Luck*Turnover			1.107***	1.103***			.938***	.938***			.083***	.079***
			(10.961)	(11.078)			(9.757)	(9.904)			(2.951)	(2.800)
Skill*Turnover			-.318**	-.288**			-.430***	-.404***			.037	.043
			(-2.229)	(-2.048)			(-3.165)	(-3.021)			(.933)	(1.069)

表 4-7 大股東變動對 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析

size	-929.500***											
	(-3.270)											
CEO	33.849											
Tenure	(.686)											
CEO	731.010											
Turnover	(.486)											
ΔCommon	-29.680											
Shares	(-1.281)											
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773	2773
F值	49.451	8.514	51.083	15.491	32.242	6.072	38.592	13.079	3.208	2.233	4.322	2.379
Adj R <sup>2</sup>	5.20%	5.60%	8.70%	11.60%	3.40%	3.90%	6.60%	9.90%	0.20%	1%	0.60%	1.20%

## 第五節 大股東監持股與變動對薪酬績效敏感度之影響

表 4-8 為大股東監督效果對 CEO 薪酬及 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析，觀察同時加入大股東持股比率(Level)和大股東股權變動(Turnover)對薪酬之影響，分別觀察對應變數 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)、CEO 現金薪資變動(Cash Comp)之影響。模型一為總體績效(Ret)、大股東變動(Turnover)和績效與大股東持股(Level)同時加入模型，也加入績效(Ret)和大股東監督(大股東變動 Turnover、大股東持股 Level)的交互作用項，分別 Ret\* Turnover 和 Ret\* Level，可以看出公司績效(Ret)與大股東變動(Turnover)間、公司績效(Ret)與大股東持股(Level)之關係。模型二加入控制變數(公司規模、CEO 任職期間、CEO 更換和流通在外股數變動)，觀察加入控制變數會是否增加或降低績效(Ret)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)的薪酬績效敏感度。模型三如同第二節模型加入績效的拆解—外部績效(Luck)和內部績效(Skill)，除此之外，還加入兩者與大股東變動(Turnover)和大股東持股(Level)之交互作用項，總共分為四個交互作用項，分別是 Luck\* Turnover、Skill\* Turnover、Luck\* Turnover 和 Skill\* Turnover，期望看出將績效拆解為兩個部分後，以及加入大股東正向的監督效果和負向的監督效果後，對薪酬績效敏感度及整體迴歸模型之影響，此模型亦可看出外部績效(Luck)、內部績效(Skill)、大股東變動(Turnover)和大股東持股(Level)對 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)之薪酬績效敏感度的影響。模型四為模型五加入控制變數，欲觀察加入控制變數後是否會對原本的效果產生影響。

實證結果顯示，由表 4-8 的模型一和模型二可以看出，加入交互作用項 Ret\* Turnover 和 Ret\* Level 後，CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)之績效(Ret)由正向轉為負向顯著，而 Ret\* Turnover 和 Ret\* Level 皆為正向顯著，說明大股東變動(Turnover)和大股東持股(Level)皆能夠提升薪酬績效敏感度，符合預期結果。而 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)的績效(Ret)從不顯著轉為

正向顯著， $Ret * Turnover$  顯著為正， $Ret * Level$  為負向顯著，與預期結果不符，但參照文獻(Kim, 2010)，應變數為 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)亦是效果較不顯著。

模型三和模型四觀察到內部能力績效(Skill)與 CEO 變動薪資(Total Comp、Equity Comp、Cash Comp)依然都具有高度的正相關，說明公司的經營能力越好，CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)也會隨之增加，但是外部績效(Luck)在加入交互作用項之後轉變為高度負相關。CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)有類似的實證結果，可以發現  $Luck * Turnover$  呈現正向顯著符合預期結果，在大股東變動越頻繁的情況下，將會弱化監督結果並增加資訊不對稱性，於是 CEO 的薪酬會因此提高；在  $Luck * Level$  方面也是呈現正向顯著的結果，這說明台灣的上市櫃公司之大股東持股比率高不代表監督效果就越好，反而使得 CEO 薪資提升，因此可以看出台灣的大股東持股並不具有監督效果；而  $Skill * Turnover$  的在 CEO 總薪變動(Total Comp)和 CEO 分紅變動(Equity Comp)結果為負向顯著，此符合預期，因為公司經營能力好，但是由於大股東變動頻率高和投資期間較短，也比較不會考量公司的績效去制訂 CEO 薪酬，或是總體績效(Ret)差但內部能力績效(Skill)好的情況，讓大股東誤以為公司經營能力差，亦不會讓 CEO 薪酬提高；而  $Skill * Level$  效果不顯著，雖然 CEO 總薪變動(Total Comp)不甚顯著，但是在 CEO 分紅變動(Equity Comp)則為正向顯著，此說明大股東持股比率高在 CEO 分紅變動(Equity Comp)具有較佳的效果，由於大股東持股比率高，則大股東會因為公司經營能力好而讓 CEO 有較多的分紅，但不會有較多的 CEO 總薪和 CEO 現金薪資。而 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)除了  $Level * Turnover$  和  $Luck * Level$  符合預期外，其餘兩項交互作用不符合預期結果。在控制變數方面，公司規模(size)如同前幾節結果，對 CEO 之各項薪資(總薪、分紅和現金薪資)呈現負相關，說明公司規模越大，CEO 增加的薪資部分越小。

根據上述實證結果，可以得知大股東監督對於薪酬績效敏感度有正相關，但將績效拆開為內部能力績效(Skill)和外部環境績效(Luck)後，由於台灣上市櫃公

司之大股東正向監督效果大多不顯著，所以 CEO 無論將公司經營得是好是壞都不會對自身薪資有太大影響，有可能是因為台灣上市櫃公司之間交互持股的因素，產生互利共生的反效果。反而負向的監督效果—大股東變動則是符合預期結果，大股東進出越頻繁，代表投資期間越短，也比較沒心參與公司的長期經營，自然對公司的經營狀況不了解，同時也對 CEO 的經營能力較不注重，只專注在公司的短期績效和市場績效，因此當總體績效(Ret)拆解成外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)時，在大股東變動(Turnover)較高的情況下，且外部環境績效(Luck)高時，大股東因為資訊不對稱，其 CEO 薪酬績效敏感度會較高；反而在大股東變動(Turnover)較高的情況下，且內部能力績效(Skill)高時，也會因為資訊不對稱的影響，使 CEO 薪酬績效敏感度會較低，因此不利於公司治理的監督機制。



表 4-8 大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析(續)

上表包含樣本年度為2002年至2009年，共2773筆公司年樣本。探討大股東監督效果對CEO薪酬績效敏感度的影響，迴歸模型如下：

$$Comp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ret_{i,t} + \beta_2 Turnover_{i,t} + \beta_3 Level_{i,t} + \beta_4 Ret_{i,t} * Turnover_{i,t} + \beta_5 Ret_{i,t} * Level_{i,t} + \beta_6 Control + Year Dummies + Industry dummies + \varepsilon_i$$

$$Comp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Luck_{i,t} + \beta_2 Skill_{i,t} + \beta_3 Turnover_{i,t} + \beta_4 Level_{i,t} + \beta_5 Luck_{i,t} * Turnover_{i,t} + \beta_6 Control + Year Dummies + Industry dummies + \varepsilon_i$$

變數定義如下：應變數分別為 CEO 總薪變動(Total Comp)、CEO 分紅變動(Equity Comp)以及 CEO 現金薪資變動(Cash Comp)；公司績效(Ret)為樣本公司在 t 年的股票年報酬率乘上樣本公司的市值，市值為流通在外股數乘上未調整收盤價，此變數單位為百萬元；Luck 為 Ret 中屬於由公司運氣所獲得的公司績效，單位為百萬元；Skill 為 Ret 中屬於由公司實際能力所獲得的公司績效，單位為百萬元；Turnover 為大股東股權變動比率，衡量方法為  $\ln(1+10 \text{ 大股東股權變動比率})$ ；Level 為大股東持股比率，衡量方法為  $\ln(1+10 \text{ 大股東持股比率合計})$ ；size 為公司規模，衡量方法為  $\ln(\text{Asset})$ ；size 即是總資產取自然對數；CEO\_Tenure 為公司 CEO 在該樣本公司中擔任 CEO 職位的總年資，而非公司員工之總年資；CEO\_Turnover 為虛擬變數，說明公司 CEO 在該樣本公司 t-1 年擔任 CEO，但是到 t 年職位被撤換，則變數為 1，其餘為 0； $\Delta \text{Common Shares}$  為流通在外股數之變動，單位為千股。Year Dummies 為年度虛擬變數；Industry dummies 為產業虛擬變數。以上所有  $\ln$  皆代表自然對數(natural log)。下面括號表示為 T-value 值。\*\*\*表示 1%之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

	Total Comp				Equity Comp				Cash Comp			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	-995.172 (-1.165)	13949.003*** (3.026)	-519.82 (-.621)	10493.730** (2.319)	-1097.631 (-1.359)	12882.556*** (2.956)	-709.016 (-.894)	9870.446** (2.301)	85.332 (0.364)	1924.65 (1.524)	117.035 (0.499)	1774.635 (1.4)
Ret	-11.606*** (-3.421)	-12.440*** (-3.646)			-18.185*** (-5.667)	-19.228*** (-5.961)			3.425*** (3.682)	3.454*** (3.695)		
Luck			-29.681*** (-7.396)	-29.996*** (-7.446)			-33.041*** (-8.681)	-33.603*** (-8.800)			2.263** (2.01)	2.449** (2.17)
Skill			24.917*** (4.891)	23.637*** (4.578)			13.851*** (2.867)	12.340** (2.521)			5.246*** (3.671)	5.024*** (3.474)
Turnover	20.781 (0.727)	23.52 (0.812)	20.469 (0.733)	23.33 (0.824)	19.784 (0.732)	22.557 (0.824)	19.589 (0.74)	22.442 (0.836)	1.139 (0.145)	1.697 (0.214)	1.031 (0.132)	1.614 (0.203)
Level	4.902 (-0.104)	-8.074 (-1.64)	-14.689 (-3.18)	-25.208 (-5.21)	9.072 (0.203)	-1.945 (-0.042)	-6.529 (-1.149)	-15.231 (-3.322)	-3.992 (-3.08)	-6.371 (-4.71)	-5.356 (-4.13)	-7.532 (-5.56)
Ret*Turnover	.639*** (6.715)	.643*** (6.763)			.437*** (4.858)	.442*** (4.916)			.101*** (3.861)	.098*** (3.777)		
Ret*Level	.779*** (3.752)	.838*** (3.999)			1.229*** (6.258)	1.297*** (6.549)			-.286*** (-5.017)	-.279*** (-4.864)		
Luck*Turnover			.8547*** (7.887)	.858*** (7.924)			.670*** (6.528)	.676*** (6.587)			.105*** (3.458)	.102*** (3.365)
Luck*Level			1.558*** (6.262)	1.574*** (6.307)			1.823*** (7.725)	1.853*** (7.83)			-.228*** (-3.260)	-.230*** (-3.289)
Skill*Turnover			-.300** (-2.082)	-.274* (-1.901)			-.458*** (-3.352)	-.436*** (-3.192)			0.061 (1.517)	0.065 (1.608)
Skill*Level			0.149 (0.512)	0.213 (0.723)			.690** (2.494)	.772*** (2.762)			-.300*** (-3.662)	-.289*** (-3.503)

表 4-8 大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度影響之迴歸分析

size	-1051.331*** (-3.686)	-729.429*** (-2.596)	-1024.811*** (-3.801)	-747.123*** (-2.806)	-110.89 (-1.419)	-95.403 (-1.212)
CEO_Tenure	37.633 (0.763)	33.112 (0.686)	46.772 (1.003)	43.529 (0.952)	-4.982 (-.369)	-5.278 (-.391)
CEO_Turnover	758.021 (0.506)	581.504 (0.397)	835.526 (0.59)	717.854 (0.516)	-275.348 (-.670)	-293.298 (-.714)
ΔCommon Shares	-28.091 (-1.208)	-30.412 (-1.337)	-26.843 (-1.221)	-29.228 (-1.356)	-4.236 (-.665)	-4.313 (-.677)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2773	2773	2773	2773	2773	2773
F-Value	32.63	8.51	37.473	12.607	24.478	7.497
Adj R <sup>2</sup>	5.60%	6.10%	9.90%	10.20%	4.80%	5.30%
	8.60%	9%	1.10%	1.80%	1.20%	1.90%

## 第五章 結論與建議

本研究欲探討大股東監督效果對 CEO 薪酬績效敏感度之影響，在本章結論與建議共包含兩小節，首先在第一節為本研究之結論；第二節為本研究所提出之建議。

### 第一節 結論

本研究觀察兩個部分的影響，第一部分觀察用股票年報酬率所衡量的績效及績效的拆解是否與 CEO 薪酬產生正向關係，第二部分觀察在大股東監督的情況下，對使用股票年報酬率所衡量的績效及績效的拆解是否與 CEO 薪酬產生薪酬績效敏感度。本研究將研究結果彙整如下：

#### 一、績效與薪酬之關連性

實證結果顯示，在以股票年報酬率作為績效之衡量，對 CEO 的各項薪酬都呈現高度薪酬績效敏感度，此項結果符合許多過去文獻，說明績效與薪酬呈現正向關係。接著將總體績效(Ret)分為兩個區塊，即外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)，兩者都對 CEO 薪資呈現高度薪酬績效敏感性，此結果說明無論是績效(Ret)、外部環境績效(Luck)還是內部能力績效(Skill)，都對 CEO 變動薪資都具有較高的薪酬績效敏感度，亦即是當股票具有高報酬率時，顯示公司持續成長並有良好的投資機會，CEO 薪酬會因此增加，而當外部環境績效(Luck)成長時，即大環境在景氣一片看好之下，也會增加 CEO 的薪酬，最後當內部能力績效成長(Skill)時，是 CEO 的經營管理能力收到高度的肯定，因此將獲得更高的報酬。

#### 二、大股東監督效果對薪酬績效敏感度影響

第二部分實證結果顯示，CEO 總薪酬和 CEO 分紅與總體績效(Ret)都與大股東持股(Level)呈現正向關係，代表大股東持股(Level)比率越高，會增加薪酬績效敏感度，以增加對公司 CEO 的監督效果，但是 CEO 薪酬(包含 CEO 總薪、分紅與現金薪資)都與大股東變動(Turnover)產生正相關，不符合預期假說，因為大股東變動越頻繁，代表的是對公司的投資時間越短暫，降低對 CEO 的監督作用，

所以對 CEO 的薪酬績效敏感度應該較低，但是透過將總體績效(Ret)拆解為內部績效(Skill)和外部績效(Luck)，此項結果將得到更好的解釋力。將總體績效(Ret)拆解為內部績效(Skill)和外部績效(Luck)後，研究結果顯示台灣上市櫃公司之大股東持股(Level)效果大多不顯著，代表大股東持股比率越高，對 CEO 的監督效果並沒有因此提高，所以 CEO 無論將公司經營得是好是壞都不會對自身薪資有太大影響，本研究推論有可能是因為台灣上市櫃公司之間交互持股的因素。反而弱化監督效果的大股東變動(Turnover)則是符合預期結果，大股東進出越頻繁，代表投資期間短，無心參與公司的長期經營，自然對公司的經營狀況不了解，同時也對 CEO 的經營能力較不重視，在此種情況下，增加了資訊不對稱性，因此當總體績效(Ret)拆解成外部環境績效(Luck)和內部能力績效(Skill)時，在大股東變動(Turnover)較高的情況下，且外部環境績效(Luck)高時，大股東因為資訊不對稱的情況，分不清楚是因為大環境還是 CEO 經營能力影響，因此提高 CEO 薪酬績效敏感度，而內部能力績效(Skill)，具有較低的薪酬績效敏感度，也會因為資訊不對稱的影響，使其不利於公司治理的監督機制。

## 第二節 建議

針對後續研究，本研究提出以下幾項建議：

- 1、希望加入衡量交互持股情形之變數作為控制變數，觀察研究結果包含大股東之持股情形是否會受到影響，另外希望也可以加入控制大股東股權變動之控制變數，期望後續研究者可以針對相關變數進行研究探討。
- 2、增長研究期間：本文在薪資方面，由於受限於資料庫收蒐的限制下，僅探討西元 2002 年到 2009 年間的資料，但薪酬資料缺漏許多，希望後續研究者可拉長研究期間，尋找更完整之薪酬資料，藉由擴大樣本數，來提高研究的穩健度，以及獲得更多研究意涵。
- 3、影響 CEO 薪酬因素有很多，可能還有其他影響 CEO 薪酬之相關變數，可以就本研究未考慮到之可能影響因素進行探討；另外部分樣本公司 CEO 任期未滿一年，可能在年初後任職 CEO，卻在年底前被替換的情況發生，任職期間較短，在薪酬的給付上，顯示之薪酬資料無法確認是由哪一位 CEO 所領取，恐怕資料會有所偏誤，期望往後能夠取得更為準確完整之 CEO 薪酬資料。
- 4、其他樣本對象：由於金融產業受到主管機關的管制比較嚴格，因此本研究排除了金融業、保險業及一些特殊產業，後續研究者可以加入受到管制的產業，進行更進一步的探討。

## 參考文獻

### 一、中文部分

- 1.吳幸蓁(2001)。總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究。未出版碩士，國立中正大學會計學研究所，嘉義縣
- 2.高惠松(2009)。計算智慧基礎之公司治理制度最適配置模型：極大化公司價值之董事會與股權結構。未出版博士，國立台北大學會計學系，台北縣
- 3.陳昱均(2009)。公司資訊揭露程度影響因素之探討。未出版碩士，臺灣大學財務金融學研究所，台北市
- 4.廖麗敏(2011)。企業環境資訊揭露影響因素之研究—以台灣上市電子公司為例。未出版博士，國立台北大學企業管理學系，台北縣
- 5.魏嘉雯(2006)。存在最終控制家族股東對於公司資本結構的影響---台灣上市公司為實證。未出版碩士，朝陽科技大學會計所，台中縣

### 二、英文部分

1. Agrawal, Anup and Gershon N. Mandelker. "Large Shareholders And The Monitoring Of Managers: The Case Of Antitakeover Charter Amendments," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990, v25(2), 143-162.
2. Anderson, Ronald C. and David M. Reeb. "Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, And Firm Leverage," Journal of Law and Economics, 2003, v46(2,Oct), 653-680.
3. Antle, Rick and Abbie Smith. "An Empirical Investigation Of The Relative Performance Evaluation Of Corporate Executives," Journal of Accounting Research, 1986, v24(1), 1-39.
4. Bertrand, Marianne and Sendhil Mullainathan. "Are CEOs Rewarded For Luck? The Ones Without Principles Are," Quarterly Journal of Economics, 2001, v116(3,Aug), 901-932.
5. Bryan, Stephen and Lee Seok Hwang. "CEO Compensation In A Regulatory Environment: An Analysis Of The Electric Utility Industry," Journal of Accounting, Auditing and Finance, 1997, v12(3,Summer), 223-251.
6. Chen, Xia, Jarrad Harford and Kai Li. "Monitoring: Which Institutions Matter?," Journal of Financial Economics, 2007, v86(2,Nov), 279-305.

7. Core, John E., Robert W. Holthausen and David F. Larcker. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, And Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 1999, v51(3,Mar), 371-406.
8. Cronqvist, Henrik and Rudiger Fahlenbrach. "Large Shareholders And Corporate Policies," *Review of Financial Studies*, 2009, v22(10), 3941-3976.
9. Garvey, Gerald T. and Todd T. Milbourn. "Asymmetric Benchmarking In Compensation: Executives Are Rewarded For Good Luck But Not Penalized For Bad," *Journal of Financial Economics*, 2006, v82(1,Oct), 197-225.
10. Hartzell, Jay C. and Laura T. Starks. "Institutional Investors And Executive Compensation," *Journal of Finance*, 2003, v58(6,Dec), 2351-2374.
11. Hyde, Stuart, Keith Cuthbertson and Dirk Nitzsche. "Resuscitating The C-CAPM: Empirical Evidence From France And Germany," *International Journal of Finance and Economics*, 2005, v10(4,Oct), 337-357.
12. Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy. "Performance Pay And Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 1990, v98(2), 225-264.
13. Jensen, Michael C.. "Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit, And The Failure Of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 1993, v48(3), 831-880.
14. Kahn, Charles and Andrew Winton. "Ownership Structure, Speculation, And Shareholder Intervention," *Journal of Finance*, 1998, v53(1,Feb), 99-129.
15. Kim, Kyonghee. "Blockholder monitoring and The efficiency of pay-performance benchmarking," *Journal of Corporate Finance*, 2010, v16(5), 748-766.
16. Lilling, Matthew S. "The Link Between CEO Compensation And Firm Performance: Does Simultaneity Matter?," *Atlantic Economic Journal*, 2006, v34(1,Mar), 101-114.
17. Rosenstein, Stuart and Jeffrey G. Wyatt. "Outside Directors, Board Independence, And Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 1990, v26(2), 175-192.
18. Uzun, Hatice, Samuel H. Szewczyk and Raj Varma. "Board Composition And Corporate Fraud," *Financial Analysts Journal*, 2004, v60(3,May/Jun), 33-43.