

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

朱炫璉* 劉乃瑩** 陳彥綺*** 吳品萱****

摘要：本研究主要探討薪酬委員會的監督品質對於高階經理人的現金紅利薪酬與企業績效之影響。研究對象為我國上市及上櫃公司，樣本期間主要為 2011 年與 2012 年，本研究以五項品質特性衡量薪酬委員會的監督品質（薪酬委員會委員之董事年資、規模、每年開會次數、委員出席率與獨立董事比例），採用兩階段估計方法（two-stage method）探討薪酬委員會的品質對於高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之影響。研究結果指出當薪酬委員會品質提高時，在薪酬合約制定可降低現金紅利薪酬的權重達到相同的企業績效。本研究之結果除可彌補相關文獻之不足外，亦可作為企業未來在調整薪酬委員會的功能及制定高階經理人薪酬時之參考。

關鍵詞：薪酬委員會品質、現金紅利薪酬、企業績效

* 臺北大學會計學系教授
** 臺灣大學會計系博士班
*** 臺北大學會計系博士班
**** 中華郵政股份有限公司營運職

The Association between Quality of Compensation Committee, Managers' Cash Bonuses and Firm Performance

Hsuan-Lien Chu^{*} Nai-Yng Liu^{**}
Yen-Chi Chen^{***} Pin-Hsuan Wu^{****}

Abstract: The objective of this study is to discuss the substitution effect of managers' cash bonuses and the quality of compensation committee on firm performance. In this study we used public listed companies in Taiwan as our study sample and our sample period is from Jan. 2011 to Dec. 2012. Cash bonus were used as a proxy for managers' incentive compensation, and five quality characteristics (directors' seniority, size of compensation committee, frequency of meetings, members attendance rate and proportion of independent directors) were used to measure the quality of compensation committee. We used two-stage least squared regression to examine the effect of the quality of compensation committee on the association between managers' cash bonuses and firm performance. Our results found that there is a substitution relationship exists between managers' cash bonuses and the quality of the compensation committee. This provides evidence for the supposition that companies with a high quality compensation committee could reduce cash bonuses and still achieve the same business performance.

Keywords: compensation committee quality, cash bonuses, performance

* Professor, Department of Accountancy, College of Business, National Taipei University

** Ph.D student, Department of Accounting, College of Management, National Taiwan University

*** Ph.D. Student, Department of Accountancy, College of Business, National Taipei University

**** Chunghwa Post Co., Ltd. Coordinator

壹、緒論

近年來大環境從次貸風暴撼動全球經濟後，雖然各國皆端出搶救經濟之政策，但由國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 持續下修全球經濟成長預測，可知景氣並未見起色。此外，不斷惡化的歐債危機以及全球股市大跌，造成許多企業也不堪虧損紛紛撤資關廠與裁員，於此同時卻仍頻傳企業高階經理人坐領高薪，這些被稱為肥貓的高階經理人領著與企業績效不相符的優渥薪酬，不但加深了民眾的相對剝奪感，主理人與代理人之間存有資訊不對稱及目標不一致之代理問題也因此再度浮上檯面，不滿的社會大眾開始尋求更能夠有效監督與激勵高階經理人的方法。代理理論指出主理人與代理人可能擁有互相衝突的目標，當目標不一致就可能出现代理人投機的情況，這時如何降低利益分歧、設計具有監控及誘因功能的薪酬合約就顯得更加重要，因此政府機構以及企業股東開始更加關注高階經理人薪資結構之合理性與企業績效之連結性，期望藉由良好的薪酬制度趨使高階經理人對企業貢獻更多。因此，如何解決代理問題，使高階經理人與股東利益一致，一直為金融監督管理委員會 (以下簡稱金管會) 領域所關注之議題。

為了強化公司治理與健全經理人薪資制度，我國行政院金融監督管理委員會證券期貨局 (以下簡稱證期局) 於 2010 年依據增訂的證券交易法第 14-6 條制定「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」，要求上市櫃公司於 2011 年底完成設立薪資報酬委員會 (以下簡稱薪酬委員會)，同時監督董事與高階經理人之薪酬政策、程序及作業。許多文獻指出高階經理人薪酬資訊透明度之提升，可增強高階經理人薪酬與企業績效之連結性 (Vafeas and Afentiu, 1998; Perry and Zenner, 2001; Park, Nelson, and Huson, 2001)，並有許多研究證實薪酬委員會具有監督經理人、確立薪酬適當且公平、促使管理階層為股東利益努力而提升企業價值之激勵效果 (Canyon, Paul, and Machin, 1995; Anderson and Bizjak, 2003; Landsberg, 2007; Sun and Cahan, 2009, 2012)。如今我國期盼藉由強制上市櫃公司設置薪酬委員會增加高階經理人薪酬制訂之合理性與透明度，以使高階經理人與股東利益一致。

國內探討薪酬委員會之相關研究，並未考慮薪酬委員會品質高低對其監督能力所造成的差異。Sun and Cahan (2009) 指出薪酬委員會的治理品質能夠提升監督效果、降低盈餘管理程度並增加企業價值，Vafeas (2000) 更表示無效的薪酬委員會，反而使經理人獲得過多津貼並壯大其聲勢。因此本研究認為，現今我國上市櫃公司皆已設置薪酬委員會，倘若能透過高品質的薪酬委員會來管控高階經理人，應該比高階經理人漫天喊價的誘因獎勵更能降低代理成本。雖然本國強制上市櫃公司設立薪酬委員會，但大部分企業尚未體會到委員會實質運作所帶來的效益，且過去文獻指出即使公司皆設置薪酬委員會，治理品質高低之不同會造成其影響力強弱之差別

(Sun, Cahan, and Emanuel, 2009)，無效的薪酬委員會反而會壯大經理人之勢力與聲望 (Vafeas, 2000)。

依據代理理論之觀點，解決代理問題可利用誘因薪酬激勵高階經理人與企業股東利益一致的方式，降低經理人因利益衝突而為害股東權益的風險；或透過良好的監督機制，預防高階經理人損害企業價值，確保其對企業目標之努力，有效降低代理成本。過去相關研究結果發現監督機制與高階經理人薪酬呈顯著負相關 (林淑惠與胡星陽，2003；Lambert and Larcker, 1995; Brown and Lee, 2010)，可知監督機制與高階經理人誘因薪酬皆可減少代理成本，欲達到一定的企業績效，主理人可選擇建立良好的監督機制或給予高階經理人具誘因之薪酬，監督效果高即可減少誘因薪酬之權重。此外，Vafeas and Afxentiou (1998)也認為可藉由設立薪酬委員會提升薪酬資訊透明度，使市場進行外部監督，而過去文獻指出企業的揭露品質可視為監督機制，使企業管理階層選擇對企業較有利之投資活動，進而改善未來績效提高企業價值 (Bens and Monahan, 2004)。因此，依據上述文獻推論當企業的薪酬委員會品質越佳時，則越不需要設計較高權重的誘因薪酬來激勵高階經理人提升企業績效。

另外，Banker, Darrough, Huang, and Plehn-Dujowich (2013)研究薪酬誘因與企業績效之連結時，發現現金薪酬 (即薪資、獎金及特支、現金股利) 與企業績效無顯著關係，認為應該將薪資 (salary) 與紅利 (bonus) 分開探討。Michaud and Gai (2009) 在探討高階經理人薪酬與企業績效關聯性時，使用六種衡量薪酬方式，僅有現金紅利對企業績效有顯著正向影響。因此本研究所謂的誘因薪酬僅限於現金紅利，亦即將高階經理人誘因薪酬定義為現金獎金、特支與現金股利之總數。

由於國內尚未有相關文獻探討薪酬委員會品質、高階經理人的誘因薪酬與公司績效間之關係，因此，藉由探討薪酬委員會品質所產生的監督效果與高階經理人誘因薪酬的關係，除能彌補國內相關文獻之不足外，且由於國內的薪酬委員會制度才剛建立，本研究結果可亦作為國內企業未來在調整薪酬委員會的運作及制定高階經理人薪酬時之參考，提供企業評估如何利用改善薪酬委員會屬性及配合高階經理人薪酬結構的設計，營造良好的公司治理文化來提升委員會效能，進而創造出最大的股東利益。

貳、文獻探討與假說發展

一、高階經理人薪酬與企業績效之連結性

代理理論 (agency theory) 的觀點起源於 1960、1970 年代，當時經濟學家探討個人與團體間的風險分攤問題，當合作的成員有著不同的目標就會產生目標衝突 (goal conflict) 而引起代理問題。而在商業經營中，股東 (主理人) 聘請高階經理人 (代理人) 來協助提升企業績效以獲取最大利潤，但若主理人與代理人皆只追求個人利益最大化，則風險趨避的代理人將不會以主理人的利益為優先考量，在追求

自身利益最大化時可能會犧牲主理人之利益，因此主理人與代理人之間存有利益衝突的問題 (Jensen and Meckling, 1976)。薪酬契約之制定乃主理人將風險移轉予代理人之方式之一，其中激勵性薪酬被視為將薪酬與績效結合的一項工具 (例如：現金分紅、受限制股票及認股權等)，通常被用以降低代理成本，並消除主理人與代理人間利益不一致之情形 (Iyengar, Williams, and Zampelli, 2005; Ozkan, 2011)，在實務上，誘因薪酬於薪酬契約中所佔比例逐漸攀升 (Rost and Osterloh, 2009; Filatotchev and Allcock, 2010)，因為薪酬契約中對於高階經理人配置之誘因薪酬比例越高，被認為導致高階經理人薪酬與績效關聯性越高，理應能使高階經理人做出創造股東利益最大化之決策、為企業帶來正向的績效 (Becker, 2006)。

過去許多研究指出，激勵性薪酬能增加代理人之努力及生產力 (Banker, Lee, Potter, and Srinivasan, 2000; Baber, Daniel, and Robert, 2002; Shaw and Zhang, 2010)，故在薪酬契約釋出誘因之機制下，能使高階經理人與股東利益一致，進而激勵經理人為股東的利潤努力，有效提升企業績效 (Lilling, 2006; Bruce, Skovoroda, Fattorusso, and Buck, 2007; Shaw and Zhang, 2010; Matolcsy and Wright, 2011)。Mehran (1995)實證結果顯示，激勵性薪酬可與公司績效連結，當激勵性薪酬比例越高，與公司績效呈正相關。Mishra, McConaughy, and Gobeli (2000)指出，薪酬契約中激勵性薪酬與績效連結性越高且所能提供之誘因越大，能降低代理問題，為企業未來績效帶來正向影響。Bouwens and Lent (2006)亦指出，誘因之強度與員工對公司績效之貢獻呈正相關。而也有過去研究指出，薪酬契約中具激勵誘因者，相較於無激勵誘因之企業得以有較佳之財務績效 (Leonard, 1990; Banker, Lee, and Potter, 1996)。由過去文獻可知高階經理人誘因薪酬與企業績效間確存有正向連結。

二、薪酬委員會品質與高階經理人誘因薪酬對企業績效之影響

解決代理問題除了利用誘因薪酬方式使高階經理人與股東的利益一致外，亦可透過監督，預防高階經理人損害企業價值，有效降低代理成本。過去公司治理文獻在探討監督機制時鮮少有考慮到誘因薪酬的交互影響，Hermalin and Weisbach (1998)表示董事會與誘因契約之間的關係是需要釐清的，應該進一步檢測是替代關係或者互補關係。經理人的所有權的增加會提升經理人極大化股東價值的誘因 (Jensen and Meckling, 1976)，過去有文獻顯示經理人的所有權與公司績效是呈正相關 (Mehran, 1995; Singh and Davidson, 2003)。再者，有研究發現經理人所有權與董事會的外部股東比例是負相關，表示在解決代理問題時內部所有權持有者和外部監督機制是替代的方法 (Hermalin and Weisbach, 1998)，Lambert and Larcker (1995)更進一步指出監督機制與管理階層紅利佔薪資的比率呈顯著負相關，林淑惠與胡星陽 (2003)與 Brown and Lee (2010)亦發現監督機制與高階經理人總薪酬具負向關係，可知監督機制與高階經理人誘因薪酬皆可減少代理成本。欲達到一定的企業績效，企業主理人可選擇建立良好的監督機制或給予高階經理人高誘因之薪酬。另一方面，Liao (2011)

探討經理人股權誘因與公司治理對於自願性揭露無形資產資訊之影響，研究結果顯示股權誘因與公司治理是互補的關係，即公司治理會加強權益誘因與自願性資訊揭露的關係。

此外，Vafeas and Afxentiou (1998)也認為可藉由設立薪酬委員會提升薪酬資訊透明度，使市場進行外部監督，而過去文獻指出企業的揭露品質可視為監督機制，使企業管理階層選擇對企業較有利之投資活動，進而改善未來績效提高企業價值(Bens and Monahan, 2004)，因此我國於「公開發行公司年報應行記載事項準則」中要求揭露薪酬委員會之運作情形，獲得薪酬制訂相關資訊的投資人便能發揮外部監督機制。Vafeas and Afxentiou (1998)表示設立薪酬委員會能有效提升薪酬資訊透明度，增加市場外部監督能力，Vafeas (2000)亦指出薪酬委員會的主要目的地為提升高階經理人對企業目標之關注，Landsberg (2007)證明薪酬委員會具有監督經理人、確立經理人薪酬適當與公平性之作用。然而，過去文獻指出即使現今上市櫃公司皆設置薪酬委員會，治理品質高低之不同會造成其影響力強弱之差別 (Sun et al., 2009)，無效的薪酬委員會反而會壯大經理人之勢力與聲望 (Vafeas, 2000)，故本研究認為當企業的薪酬委員會品質越佳時，則越不需要設計較高權重的現金紅利薪酬來激勵高階經理人提升企業績效。據此，本研究發展出以下之假說：

假說：薪酬委員會品質較高的企業，其高階經理人的現金紅利薪酬對未來績效的影響會相對低於薪酬委員會品質較低的企業。

參、研究設計

一、研究樣本與資料來源

本研究以我國上市櫃公司為研究對象，旨在探討強制設置薪酬委員會後，薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬對企業績效之影響。由於證交法要求上市櫃公司於 2011 年底完成設置薪酬委員會，因此本研究樣本期間為 2011 年 1 月至 2012 年 12 月，所使用之財務資訊及薪酬資訊來源皆係臺灣經濟新報資料庫 (TEJ) 及各上市櫃公司年報，並刪除金融業與資料缺漏的樣本公司後，最後樣本總計有 1,790 筆觀察值。

二、研究模型與變數說明

國外相關研究指出高階經理人薪酬存有內生性問題，因為高階經理人薪酬高低會受到企業績效好壞的影響，進而激勵其努力為企業創造最大價值 (Vafeas and Afxentious, 1998; Iyengar and Zampelli, 2008; Lee and Chen, 2011)。故在探討高階經理人薪酬誘因與企業績效之關係時，應將高階經理人薪酬視為內生性變數來探討，可避免結論產生偏誤，而得出較正確的研究結果。

因此本研究參考過去國內外文獻中影響高階經理人薪酬及企業績效之因素並考慮資料可取得性，採用兩階段估計方法（two-stage method）探討薪酬委員會的品質對於高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之影響。另外，也參酌 Sun et al. (2009)及 Sun and Cahan (2012)之做法，以主成分分析建立綜合指標，作為衡量薪酬委員會品質之代理變數。

本研究之模型包含兩個部分，迴歸式(1)探討薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬對企業績效之影響，迴歸式(2)探討影響高階經理人薪酬之因素。其模型如下：

$$ROE_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CCQ_t + \alpha_2 COMP_t + \alpha_3 (CCQ_t \times COMP_t) + \alpha_4 SIZE_{t+1} + \alpha_5 LEV_{t+1} + \alpha_6 BSIZE_{t+1} + \alpha_7 ROE_t + \alpha_8 AGE_{t+1} + \alpha_9 IND_{t+1} + \varepsilon \quad (1)$$

$$COMP_t = \beta_0 + \beta_1 ROE_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 MB_t + \beta_4 BSIZE_t + \beta_5 MEMBER_t + \beta_6 INDEPENDENT_t + \beta_7 IND_t + \gamma \quad (2)$$

其中，

ROE_t	=	企業第 t 期淨利/普通股權益帳面價值
ROE_{t+1}	=	企業第 $t+1$ 期的淨利/普通股權益帳面價值
CCQ_t	=	企業第 t 期薪酬委員會品質綜合指標
$COMP_t$	=	企業第 t 期高階經理人現金紅利之金額取自然對數
$SIZE_t$	=	企業第 t 期總資產取自然對數
$SIZE_{t+1}$	=	企業第 $t+1$ 期總資產取自然對數
LEV_{t+1}	=	企業第 $t+1$ 期負債總額/資產總額
$BSIZE_t$	=	企業第 t 期董事席次
$BSIZE_{t+1}$	=	企業第 $t+1$ 期董事席次
AGE_{t+1}	=	企業第 $t+1$ 期時成立年數
IND_t	=	企業第 t 期若為電子產業為 1，否則為 0
IND_{t+1}	=	企業第 $t+1$ 期若為電子產業為 1，否則為 0
MB_t	=	企業第 t 期市價/帳面價值
$MEMBER_t$	=	企業第 t 期經理人董事席次/董事席次
$INDEPENDENT_t$	=	企業第 t 期獨立董事人數/董事會總人數

(一)薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬對企業未來績效之影響(迴歸式(1))

1. 應變數 (ROE_{t+1})

本研究的應變數為企業績效，過去研究指出企業績效分為兩種衡量方式，市場績效與會計績效，而相較於市場績效，會計績效對高階經理人獎酬更具有解釋力 (Ely, 1991; Kerr and Kren, 1992; Sun and Cahan, 2009)，因為市場績效受許多非屬高階經理人控制範圍之市場因素影響，而會計績效主要由企業自身因素影響，是高階經理人可

控制的。因此本研究使用會計績效並採多數研究使用之股東權益報酬率 (ROE_{t+1}) 作為企業績效之代理變數 (Vafeas and Afxentiou, 1998; Iyengar et al., 2005; Sun and Cahan, 2009; Gregorio, Samuel, and Encarnacion, 2010; Matolcsy and Wright, 2011)。此外，過去文獻 (Ittner and Lacker, 1998; Banker et al., 2000) 指出誘因薪酬與績效存有落後效應 (lead-lag effect) 之存在，因此，本研究使用後一期的企業績效作為應變數。

2. 自變數

(1) 薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t)

在如何衡量「薪酬委員會品質」上，因為單一委員會品質因素可能只反映某單一面向的治理品質，因此本研究依據過去相關文獻 (Sun et al., 2009; Sun and Cahan, 2012) 使用綜合指標 (CCQ_t) 來全面衡量薪酬委員會的品質。 CCQ_t 來自於五項指標採用主成分分析法所得出的分數，採主成分分析法可萃取出代表這五項薪酬委員會特性的共同組成因素 (Sun et al., 2009)。參考過去文獻並考量資料可取得性後，本研究將薪酬委員會委員之董事年資 ($SENIOR_t$)、薪酬委員會規模 ($CMSIZE_t$)、薪酬委員會每年開會次數 ($MEETING_t$)、委員出席率 ($ATTENDANCE_t$) 以及獨立董事比例 ($INDEPENDEN_t$) 此五項視為薪酬委員會之品質特性：

a. 薪酬委員會委員之董事年資 ($SENIOR_t$)

本研究將「董事年資」視為第一項衡量指標，因為長期服務的董事因其累積的經驗、較高的專門知識及權限而可能產生較高的治理品質 (Salancik, 1977; Vafeas, 2003)。Beasley (1996) 也發現長期服務的外部委員在抑制會計舞弊上更有效。Sun and Cahan (2009) 研究發現當薪酬委員會內擁有較多資深委員時，能夠提升經理人現金薪酬與企業會計盈餘之正向關聯性，因此本研究根據 Sun et al. (2009) 之作法，並參考資料可取得性將薪酬委員會中董事年資超過 5 年的委員比例 ($SENIOR_t$) 視為薪酬委員會品質的組成因素，並預期董事年資與薪酬委員會品質具正向關係。

b. 薪酬委員會規模 ($CMSIZE_t$)

Bushman, Chen, Engel, and Smith (2004) 主張規模較大的董事會擁有較多管理顧問及監督者，Agrawal and Knoeber (1999) 也提倡較大規模的董事會較容易獲得公司的資訊，相較於規模較小的薪酬委員會可能較難作為管理階層的顧問及監督者，在監督公司上可能扮演較重要的角色。Adams and Mehran (2003) 證明相較於董事會規模較小的公司，擁有較大規模董事會的績效較佳。且規模較大可能較不被 CEO 或公司其他高階管理者影響。Sun et al. (2009) 認為也許經理人較無法影響規模較大的薪酬委員會，因為擁有較多獨立薪酬委員會成員就有較多機會反對經理人不妥的行為，且其研究結果指出當薪酬委員會規模較大，未來營運收入與經理人股票選擇權之正向關係越強。因此本研究將委員會規模 ($CMSIZE_t$) 視為薪酬委員會品質衡量指標，並預期對薪酬委員會品質有正向影響。

c. 薪酬委員會每年開會次數 ($MEETING_t$)

設計高階經理人薪酬及進行監督皆是複雜的任務，薪酬委員會應要有較多的開會次數進行討論及決策來確保薪酬合約的有效性，「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」第 8 條明文規定薪酬委員會應至少每年召開 2 次。Vafeas and Afxentiou (1998)也認為開會次數越多的薪酬委員會其積極性與關切度越高，更能提升對企業經理人之監督能力。因此本研究將薪酬委員會開會次數 ($MEETING_t$) 視為薪酬委員會品質衡量指標，並預期與薪酬委員會品質呈正相關。

d. 薪酬委員會委員出席率 ($ATTENDANCE_t$)

除了考量薪酬委員會特性外，也應該考慮到委員的參與度，可衡量委員對於公司的投入程度 (Pozen, 2010)，由於薪酬委員會承擔企業董事、監察人及經理人之績效評估及薪資報酬決策等重要責任，最適薪酬合約須由委員們需經過多次討論並縝密計畫才能產生，故本研究認為薪酬委員會成員之出席率能作為委員對薪酬合約制定之關切及投入程度之參考，亦將委員出席率 ($ATTENDANCE_t$) 視為薪酬委員會品質之組成因素，並預期與薪酬委員會品質呈正向關係。

e. 薪酬委員會中獨立董事比例 ($INDIR_t$)

Vafeas and Afxentious (1998)發現當薪酬委員會內部委員比例減少且獨立董事委員比例增加時，企業績效與獎酬制度之連結性即顯著上升，代表獨立薪酬委員比例越高，薪酬制度就越具有激勵經理人之效果。此外，全國企業董事協會 (National Association of Corporate Directors) 及美國證券交易委員會 (SEC) 皆主張應設立獨立董事的薪酬委員會。許多文獻實證結果也顯示獨立董事較能有效的維護股東利益 (Byrd and Hickman, 1992; Mallette and Fowler, 1992; Hermalin and Weisbach, 1998; Xie, Davidson, and DaDalt, 2003)。因此本研究將薪酬委員會中獨立董事人數的比例 ($INDIR_t$) 視為薪酬委員會品質因素，並預期與薪酬委員會品質呈正相關。

(2) 企業規模 ($SIZE_{t+1}$)

過去許多研究認為企業規模會影響企業之決策、獲利性和可承受風險之程度，進而影響企業之績效 (McWilliams and Siegel, 2000; Ittner, Lanen, and Larcker, 2002)。Banker, Bardhan, and Chen (2008)指出小公司能較快因應市場需求而改變，因此小公司績效應較大公司為佳。故本研究依循 Sun et al. (2009)作法，以總資產取對數作為企業規模的代表變數，並預期企業規模 ($SIZE_{t+1}$) 與企業績效間之關係為負相關。

(3) 負債比率 (LEV_{t+1})

Smith and Watts (1992)表示負債比率可調解企業破產的風險效果，許多文獻指出薪酬績效敏感度與舉債水準呈負相關 (Ryan and Wiggins, 2002; Sun et al., 2009)，因此本研究預期負債比率與企業績效為負相關。

(4) 董事會規模 (B_{SIZE}_{t+1})

過去有文獻表示當董事會規模越大時，反而無法充分發揮其監督功能，因為董事承擔責任的意願會降低，高階經理人更容易操控董事會，使得企業績效降低

(Bennedsen, Kongsted, and Nielsen, 2008; Fahlenbrach, 2009; Lee and Chen, 2011)。Singh and Davidson (2003)則表示規模較小的董事會較具彈性，比較不容易礙於形式而削弱對經理人的監督能力。因此，本研究預期董事會規模越大，企業績效越差。

(5) 企業第 t 期績效 (ROE_t)

過去研究表示企業本期績效受過去績效影響 (Ittner et al., 2002)，因此本研究設企業第 t 期績效為控制變數，並預期與企業第 $t+1$ 期績效有正向關係。

(6) 企業成立年數 (AGE_{t+1})

隨著企業成立時間越長，累積的經驗可能會為企業帶來更佳的經營策略，但企業也有可能維持既定狀態而停止成長，因此 Ittner et al. (2002) 及 Banker et al. (2008) 指出企業成立年數應為決定企業績效的因素之一，故本研究將其設為控制變數，但不預期對企業績效之影響方向。

(7) 產業別 (IND_{t+1})

過去研究發現不同的產業績效表現差異大 (McWilliams and Siegel, 2000; Ittner et al., 2002)，Sigler (2003) 也認為對於特性不同的產業，在研究設計上應有不同的考量。此外，歐陽豪與鄭雙喜 (2008) 表示我國競爭程度最高的產業為電子業，本研究為避免產業特性的差異影響研究結果，故設置一虛擬變數，將電子產業設為 1，其餘產業為 0。

(二) 影響高階經理人薪酬之因素 (迴歸式(2))

1. 應變數 ($COMP_t$)

本研究係參考過去文獻 (Bouwens and Lent, 2006; Gehrig, Lutje and Menkhoff, 2009; Lazear, 2000) 以獎金紅利的絕對金額作為薪酬誘因的代理變數。由於資料之可取得性，本研究探討的高階經理人誘因薪酬，係指總經理及副總級以上之經理人，以現金獎金及特支、現金股利之合計數計算其平均現金紅利薪酬。本研究參考過去研究使用現金紅利薪酬 (Gaver and Gaver, 1998; Finkelstein and Boyd, 1998; Leone, Wu, and Zimmerman, 2006)，有別於股價基礎薪酬依賴未來績效，現金薪酬可視為取決於過去及現在績效的事後薪酬。Sloan (1993) 指出高階經理人現金薪酬對盈餘的敏感度比股票報酬還高，而 Gaver (1998) 發現只要盈餘為正，盈餘與現金薪酬為正相關。除此之外，相較於權益基礎薪酬是屬於較長期的薪酬政策，現金則較可能反映短期薪酬政策的變化 (Vafeas and Afxentiou, 1998)，而本研究僅探討 2011 年與 2012 年強制上市櫃企業設立薪酬委員會後二年的變化，因此以現金薪酬作為高階經理人薪酬衡量較為合適。再者，Banker et al., (2013) 研究薪酬誘因與企業績效之連結時，發現完全現金薪酬 (即薪資、獎金及特支、現金股利) 與企業績效無顯著關係，認為將薪資 (salary) 與紅利 (bonus) 分開探討是相當重要的，而 Michaud and Gai (2009) 在探討高階經理人薪酬與企業績效關聯性時，使用六種薪酬衡量種類，僅有現金紅

利對企業績效有顯著正向影響。因此本研究參考薪酬相關文獻後使用現金紅利，亦即將高階經理人誘因薪酬定義為現金獎金、特支與現金股利之總數。

2. 自變數

(1) 企業績效 (ROE_t)

由於高階經理人為企業績效努力的程度不易量化，股東們也難以觀察，因此使用企業的經營績效成果來評斷其應得之薪酬是較為方便且客觀，過去研究也指出企業經營績效越好時，經理人的薪酬會越高，高階經理人薪酬水準明顯會受到企業績效的影響（李馨蘋與鄭誌偉，2008；Vafeas and Afxentious, 1998; Coombs and Gilley, 2005）。因此本研究預期企業績效與高階經理人現金紅利薪酬具正相關。

(2) 企業規模 ($SIZE_t$)

規模越大的企業通常營運複雜程度會越高，較需要聘請能力較佳的高階經理人來管理，而較好的高階經理人當然會擁有較優渥的薪酬（Iyengar and Zampelli, 2008; Balsam, Fernando, and Tripathy, 2011; Lee and Chen, 2011）。李馨蘋與鄭誌偉（2008）及 Coombs and Gilley (2005)實證結果也發現公司規模愈大，則高階主管薪資愈高。本研究參照過去文獻，將企業規模納入控制變數（Newman and Mozes, 1999; Park et al., 2001; Perry and Zenner, 2001），且預期其與高階經理人薪酬呈正相關。

(3) 企業未來成長機會 (MB_t)

過去許多文獻將市價帳面值比作為企業未來成長機會的代理變數，並視為影響經理人薪酬的變數之一（Craighead, Magnan, and Thorne, 2004; Hutchinson and Gul, 2004; Iyengar and Zampelli, 2008）。Collins, Blackwell, and Sinkey (1995)認為高階經理人掌握未來投資機會的能力對於企業而言相當珍貴，因此企業會願意支付較高的薪酬給能創造未來機會的高階經理人。此外，當高階經理人採行具成長機會的投資決策時通常需要承擔較高的投資風險，而較優渥的薪酬就如同風險溢酬，可用來彌補高階經理人所承受的風險（Hutchinson and Gul, 2004）。因此，本研究預期企業未來成長機會與高階經理人薪酬存有正向關聯。

(4) 董事會規模 ($BSIZE_t$)

過去文獻指出當董事會人數越多股權越分散，稀釋了監督誘因，對高階經理人的監督能力就越弱，因為沒有清楚的分工，團隊不一定能合作，每個董事會越不願意做事和承擔責任，反而使得高階經理人更容易操縱董事會，降低企業的績效（Jensen, 1993; Bennedsen et al., 2008; Fahlenbrach, 2009; Lee and Chen, 2011）。Ozkan (2011)研究指出在 1998 年至 2001 年間，英國的企業董事會規模越大，其高階經理人薪酬與紅利顯著越高。依據上述文獻，本研究將董事會規模納入控制變數並預期與高階經理人薪酬呈正相關。

(5) 經理人董事比率 ($MEMBER_t$)

董事會的設立宗旨在於監督高階經理人並予以制衡，通常非高階經理人兼任之董事為了自身聲譽通常監督力較強 (Ozkan, 2011)，Renneboog and Zhao (2011) 也提到當董事會成員的組成要求較嚴格時，高階經理人薪酬通常會降低。然而過去文獻指出若高階經理人兼任董事會成員，則容易造成管理權與控制權混淆，使得董事會的監控機制較不易維持，甚至可能運用其對董事會成員的影響力，促使採用對高階經理人自身較有利的績效指標 (Jensen, 1993; Morse, Vikram, and Amit, 2011)，Core, Holthausen, and Larcker (1999) 研究亦證實經理人出任董監事席次比例對於管理階層薪酬有正向影響，因此本研究預期經理人董事比率對高階經理人薪酬具正向影響。

(6) 獨立董事比例 ($INDEPENDENT_t$)

過去研究結果發現當獨立董事人數越多，董事會對高階經理人薪酬的監控機制越有效 (Wright and Kroll, 2002)。Fahlenbrach (2009) 亦指出當獨立董事比例越高，高階經理人的薪酬就越低。因此本研究預期獨立董事比例與高階經理人薪酬呈負向關係。

(7) 產業別 (IND_t)

Lee and Chen (2011) 指出在相對高競爭的產業，高階經理人薪酬與企業績效之連結性會較強。由於本國以電子業競爭程度最高 (歐陽豪與鄭雙喜, 2008)，且 Renneboog and Zhao (2011) 在進行薪酬研究時也設置虛擬變數控制產業別的差異。為避免產業特性差異影響研究結果，本研究亦設置一虛擬變數，將電子產業設為 1，其餘產業為 0，但不預期對高階經理人薪酬之影響方向。

綜合上述，本研究預期薪酬委員會品質較高時，高階經理人現金紅利薪酬與企業績效的關聯性會降低，故當 $\alpha_3 < 0$ 時，便支持本研究假說。此外，本研究亦將利用 Hausman (1978) 提出的外生性檢定，檢定高階經理人薪酬是否為內生變數，以評估實證模型使用兩階段估計方法 (two-stage method) 的有效性。

肆、實證結果分析

一、敘述性統計

薪酬委員會品質指標的敘述統計量如表 1，從表 1 得出，具五年以上董事年資的薪酬委員會委員比例 ($SENIOR_t$) 平均為 23%，中位數是 0，可知薪酬委員的董事資歷大多尚淺，可能無法提供豐富的治理經驗。薪酬委員會規模 ($CMSIZE_t$) 平均將近 3 名委員，中位數也是 3，與我國條文規定之最低委員數相同，最大值達 5 名，但仍有企業不願規定僅委任兩名，由此發現，大部份公司只是為應付法規，並未正視設置及有效執行薪酬委員會後可能為企業帶來之效益。薪酬委員會每年開會次數 ($MEETING_t$) 儘管最大值達 8 次，但平均不到 1 次 (僅 0.93)，中位數也僅有 1 次，低於條文規定之每年至少兩次，可能與多數企業僅敷衍法規趕於年底前設置薪酬委員會有關。薪酬委員會委員出席率 ($ATTENDANCE_t$) 平均為 68%，而薪酬委員會委

員為獨立董事的比例 ($INDIR_t$) 為 37%，最大值為薪酬委員皆由企業獨立董事擔任，但也有企業完全無獨立董事委員之情形，變異程度相當大。

表 1 薪酬委員會品質指標

指標名稱	平均數	中位數	標準差	最大值	最小值
$SENIOR_t$	23%	0	29%	100%	0
$CMSIZE_t$	3	3	0.16	5	2
$MEETING_t$	0.93	1	1.07	8	0
$ATTENDANCE_t$	68%	1	44%	100%	0
$INDIR_t$	37%	33%	37%	100%	0

變數說明： $SENIOR_t$ ：企業第 t 期薪酬委員會委員之董事年資； $CMSIZE_t$ ：企業第 t 期薪酬委員會規模； $MEETING_t$ ：企業第 t 期薪酬委員會每年開會次數； $ATTENDANCE_t$ ：企業第 t 期薪酬委員會委員出席率； $INDIR_t$ ：企業第 t 期薪酬委員會委員獨立董事比例。

表 2 列出本研究迴歸式(1)相關變數的敘述性統計，從表 2 可知企業年平均股東權益報酬率 (ROE_{t+1}) 約為 3.61%，標準差約為 54.05%，可知各企業的績效差異仍相當大。薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t) 平均數約為 1.90，最小值僅約 0.02，與最大值 11.97 的差異甚大，顯示即便我國現已強制規定上市櫃公司設置薪酬委員會，因為各委員會組成的不同及執行上的差異，造成各企業間薪酬委員會的品質良莠不齊。

表 3 列示本研究迴歸式(1)中各變數之間的 Pearson 相關係數，結果顯示企業成立年數 (AGE_{t+1}) 與產業別 (IND_{t+1}) 呈中度相關 (-0.47)，其他變數間的相關係數皆很低，應無共線之問題。

表 2 敘述性統計

變數名稱	平均數	標準差	最大值	最小值
ROE_{t+1}	3.61%	54.05%	94.70%	-2,118.26%
CCQ_t	1.90	1.40	11.97	0.02
$COMP_t$	9.14	1.02	13.39	3.76
$SIZE_{t+1}$	6.66	0.64	9.31	4.25
LEV_{t+1}	40.80	18.15	97.71	0.58
$BSIZE_{t+1}$	6.95	2.04	21.00	2.00
ROE_t	4.72	43.03	131.44	-2118.26
AGE_{t+1}	28.19	12.63	67.00	2.00
IND_{t+1}	0.55	0.50	1.00	0.00

變數說明： ROE_{t+1} ：企業第 t+1 期股東權益報酬率； CCQ_t ：企業第 t 期薪酬委員會品質綜合指標； $COMP_t$ (千元)：企業第 t 期高階經理人現金紅利薪酬取自然對數； $SIZE_{t+1}$ ：企業第 t+1 期企業規模； LEV_{t+1} ：企業第 t+1 期負債比率； $BSIZE_{t+1}$ ：企業第 t+1 期董事會規模； ROE_t ：企業第 t 期股東權益報酬率； AGE_{t+1} ：企業第 t+1 期成立年數； IND_{t+1} ：企業第 t+1 期產業別。

表 3 Pearson 相關係數矩陣

	ROE_{t+1}	CCQ_t	$COMP_t$	$SIZE_{t+1}$	LEV_{t+1}	$BFSIZE_{t+1}$	ROE_t	AGE_{t+1}	IND_{t+1}
ROE_{t+1}	1.00								
CCQ_t	0.07 ^{***}	1.00							
$COMP_t$	0.07 ^{***}	0.15 ^{***}	1.00						
$SIZE_{t+1}$	0.09 ^{***}	0.11 ^{***}	0.61 ^{***}	1.00					
LEV_{t+1}	-0.07	0.03	0.14 ^{***}	0.38 ^{***}	1.00				
$BFSIZE_{t+1}$	0.04	0.11 ^{***}	0.27 ^{***}	0.34 ^{***}	0.01	1.00			
ROE_t	0.04	0.03	0.07 ^{***}	0.12 ^{***}	-0.11	0.04	1.00		
AGE_{t+1}	0.02	0.00	0.04	0.28 ^{***}	0.12 ^{***}	0.10 ^{***}	0.02	1.00	
IND_{t+1}	-0.06 ^{**}	0.04	0.11 ^{***}	-0.11	-0.09	-0.10	-0.07	-0.47	1.00

1. ***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準；*表示達 10% 的顯著水準。

2. $r \leq |0.3|$ ：低度相關； $|0.3| < r < |0.7|$ ：中度相關； $r \geq |0.7|$ ：高度相關。

3. 變數說明： ROE_{t+1} ：企業第 t+1 期股東權益報酬率； CCQ_t ：企業第 t 期薪酬委員會品質綜合指標； $COMP_t$ (仟元)：企業第 t 期高階經理人現金紅利薪酬； $SIZE_{t+1}$ ：企業第 t+1 期企業規模； LEV_{t+1} ：企業第 t+1 期負債比率； $BFSIZE_{t+1}$ ：企業第 t+1 期董事會規模； ROE_t ：企業第 t 期股東權益報酬率； AGE_{t+1} ：企業第 t+1 期成立年數； IND_{t+1} ：企業第 t+1 期產業別。

二、薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬對企業績效之影響

由於薪酬具有內生性問題 (Vafeas and Afxentious, 1998; Iyengar and Zampelli, 2008)，本研究利用 Hausman (1978) 提出的內生性檢定，檢定結果指出高階經理人薪酬確實存有內生性問題，故採用兩階段估計法驗證薪酬委員會的品質與高階經理人現金紅利薪酬對企業績效之影響。迴歸結果列示於表 4。

本研究預期薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬對企業績效之交互影響為負向關係，亦即當薪酬委員會品質較高時，高階經理人現金紅利薪酬與企業績效的關聯性會降低，從表 4 迴歸結果可知，高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 對企業績效為顯著正相關 ($t=3.29, p<0.01$)，證實紅利薪酬的增加確實能激勵高階經理人，使其更致力於提升企業績效，而薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t) 也具顯著正向影響 ($t=2.24, p<0.05$)，與過去文獻相符。本研究的假說檢定係於薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬交叉乘項的結果，由表 4 可知兩者的交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效之影響為顯著負相關 ($t=-2.08, p<0.05$)，與本研究的預期一致，顯示當薪酬委員會品質越高，高階經理人現金紅利薪酬與企業績效之連結性就較弱，支持本研究假說「薪酬委員會品質較高的企業，其高階經理人現金紅利薪酬與企業績效的關聯性，會相對低於薪酬委員會品質較低的企業」。因此證實當薪酬委員會品質提高時，在薪酬合約設計上可以降低現金紅利薪酬卻達到相同的企業績效。

其他控制變數對企業績效之影響說明如下：企業規模 ($SIZE_{t+1}$)、董事會規模 ($BFSIZE_{t+1}$)、當期企業績效 (ROE_t) 和企業成立年數 (AGE_{t+1}) 與股東權益報酬率 (ROE_{t+1}) 存在負相關但未達顯著水準。負債比率 (LEV_{t+1}) 與股東權益報酬率 (ROE_{t+1}) 呈顯著負相關 ($t=-4.54, p<0.01$)，符合預期。產業別 (IND_{t+1}) 與股東權益報酬率 (ROE_{t+1}) 則具顯著負相關 ($t=-3.91, p<0.01$)，可能與電子業為我國競爭程度最高的產業 (歐陽豪與鄭雙喜, 2008) 有關，本研究結果與過去文獻相符。

三、影響高階經理人薪酬之因素

迴歸式(2)之結果指出，股東權益報酬率 (ROE_t) 對高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 具有顯著正向影響 ($t=5.22, p<0.01$)，顯示高階經理人薪酬會受到企業績效影響，對企業績效確實存有內生性問題 (Vafeas and Afxentious, 1998; Iyengar and Zampelli, 2008)。而企業規模 ($SIZE_t$) 對高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 也存在顯著正相關 ($t=38.26, p<0.01$)，與本研究預期相符，即企業規模越大越需聘請能力較佳、薪酬較優渥的高階經理人來管理 (Iyengar and Zampelli, 2008; Balsam et al., 2011; Lee and Chen, 2011)。企業未來成長機會 (MB_t) 對高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 存有顯著正向關係 ($t=8.11, p<0.01$)，顯示企業願意支付較高的薪酬給能為企業創造未來機會的高階經理人 (Collins et al. 1995)，與預期相符。董事會規模 ($BFSIZE_t$) 與高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 為顯著正相關 ($t=3.44, p<0.1$)。經理人董事比率 ($MEMBER_t$) 對高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 具顯著正向影響 ($t=10.95, p<0.1$)，過去文獻指出若經理人兼任董事會成員，則可能影響其他董事

會成員，促使採用對自身較有利的績效指標 (Morse et al., 2011)。獨立董事人數 ($INDEPENDENT_t$) 也與高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 呈正相關聯性 ($t=4.93$, $p<0.01$)，與預期不一致。產業別 (IND_t) 與高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 同樣呈顯著正相關 ($t=8.51$, $p<0.01$)，可能與電子業為我國競爭程度最高的產業 (歐陽豪與鄭雙喜，2008) 有關，企業因而願意聘請薪酬較高之高階經理人來管理。

表 4 薪酬委員會品質對高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之影響

$ROE_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CCQ_t + \alpha_2 COMP_t + \alpha_3 (CCQ_t \times COMP_t) + \alpha_4 SIZE_{t+1} + \alpha_5 LEV_{t+1} + \alpha_6 BSIZE_{t+1} + \alpha_7 ROE_t + \alpha_8 AGE_{t+1} + \alpha_9 IND_{t+1} + \varepsilon$			
自變數	預期方向	係數	t 值
CONS	?	-115.74	-4.32***
CCQ _t	+	25.81	2.24**
COMP _t	+	19.54	3.29***
CCQ _t × COMP _t	-	-2.53	-2.08**
SIZE _{t+1}	-	-5.23	-0.84
LEV _{t+1}	-	-0.35	-4.54***
BSIZE _{t+1}	-	-0.88	-1.32
ROE _t	+	0.00	-0.09
AGE _{t+1}	?	-0.08	-0.71
IND _{t+1}	?	-14.45	3.91***
Adjusted R ²		2.84%	
$COMP_t = \beta_0 + \beta_1 ROE_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 MB_t + \beta_4 BSIZE_t + \beta_5 MEMBER_t + \beta_6 INDEPENDENT_t + \beta_7 IND_t + \gamma$			
自變數	預期方向	係數	t 值
CONS	?	1.20	6.40***
ROE _t	+	0.00	5.22***
SIZE _t	+	1.11	38.26***
MB _t	+	0.11	8.11***
BSIZE _t	+	0.03	3.44***
MEMBER _t	?	1.34	10.95***
INDEPENDENT _t	-	0.25	4.93***
IND _t	?	0.32	8.51***
Adjusted R ²		47.95%	

1. ***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準；*表示達 10% 的顯著水準；採雙尾檢定。
2. 變數說明請參考表 2。
3. 本研究以變異數膨脹因子 (variance inflation factor, VIF) 輔助判斷自變數間是否存在共線性，結果顯示所有 VIF 值皆小於 10，因此無共線性問題 (VIF 值最高為 SIZE_{t+1}，其值為 1.80)。

三、敏感性分析

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

(一)應變數為資產報酬率 (ROA_{t+1})

會計績效指標除了股東權益報酬率 (ROE_t) 外，過去研究亦使用資產報酬率 (ROA_t) 作為衡量變數 (Abowd, 1990; Finkelstein and Boyd, 1998; Matolcsy and Wright, 2011)，本研究為確認實證穩定性，亦使用資產報酬率 (ROA_{t+1}) 作為應變數。實證結果顯示薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬的交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效之影響仍為顯著負相關 ($t=-3.56, p<0.01$)，可知即使應變數改以 ROA 來衡量企業績效，亦不影響本研究之實證結果¹。

(二)刪除高階經理人薪酬 ($COMP_t$) 為零之樣本

本研究探討薪酬委員會品質對高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之影響時，並未將高階經理人薪酬 (亦即現金紅利) 為零者排除，本敏感性測試刪除高階經理人薪酬為零之樣本公司重新進行迴歸分析，兩者交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效依舊維持顯著負相關 ($t=-2.70, p<0.01$)，實證結論維持不變。

(三)以經理人持股比例作為治理變數 ($MEMBER_t$)

本研究模型採用經理人董事比例作為經理人對薪酬影響之變數，過去文獻也曾採用經理人持股作為相關變數，指出當經理人持股越多越可能影響薪酬合約，以獲得較高薪酬 (Cheung, Stouraitis, and Wong, 2005)。本研究將經理人董事比例更換為經理人持股比例後結果顯示，兩者交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 企業績效依舊維持顯著負相關 ($t=-2.09, p<0.05$)，並未改變原研究結論。

(四)以不同方法衡量薪酬委員會品質綜合指標 ($CCQ2_t$)

本研究參酌過去文獻 (Sun et al., 2009; Sun and Cahan, 2012) 做法，以主成分分析法建立薪酬委員會品質綜合指標的代理變數。此項敏感性測試採用 Sun and Cahan (2009) 及 Sun et al. (2009) 之方法：將五項薪酬委員會品質特性 (薪酬委員會委員之董事年資、薪酬委員會規模、薪酬委員會每年開會次數、委員出席率以及獨立董事比例) 原始分數大於中位數設為 1 反之為 0，將其加總，此時每間樣本公司的分數應介於 0 至 5 之間，而後減去該電子業或非電子業之平均分數，再除以 5，所得即為各樣本公司之薪酬委員會品質綜合指標 ($CCQ2_t$)。迴歸結果顯示薪酬委員會品質與高階經理人現金紅利薪酬的交叉乘項 ($CCQ2_t \times COMP_t$) 對企業績效仍維持顯著負相關 ($t=-2.33, p<0.05$)，重新檢測後其結果仍支持本研究假說。

¹ 因版面限制，敏感度分析詳細結果未揭露於此，詳細資料可向作者索取。

(五)個別薪酬委員會品質指標對高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之影響 (CCQ_3)

此項敏感性測試採用 Sun and Cahan (2009)作法：先以迴歸式(1)逐一測試五項薪酬委員會指標（薪酬委員會委員之董事年資、薪酬委員會規模、薪酬委員會每年開會次數、委員出席率以及獨立董事比例）對品質的影響。結果顯示，與高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 的交叉乘項，僅薪酬委員會每年開會次數 ($MEETING_t$) 及薪酬委員會獨立董事比例 ($INDIR_t$) 對企業績效有顯著負影響 ($t=1.85, p<0.1; t=-2.07, p<0.05$)。

因此本研究對此兩項指標進行主成分分析，並以此分數作為薪酬委員會品質的代理變數 (CCQ_3) 進行敏感性測試，分析結果表示薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_3) 對企業績效為顯著正相關 ($t=1.87, p<0.1$)，高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 對企業績效亦為顯著正影響 ($t=6.47, p<0.01$)，而兩者的交叉乘項 ($CCQ_3 \times COMP_t$) 對企業績效之影響仍為顯著負相關 ($t=-2.15, p<0.05$)，驗證本研究結果之穩定性。

(六)考量法人持股 ($INSTITUTION_t$) 與家族企業 ($FAMILY_t$) 對高階經理人薪酬之影響

過去有研究結果表示機構法人持股比例與管理者薪酬呈顯著正相關 (李馨蘋與鄭誌偉, 2008)，亦有文獻指出家族控制型態會影響高階主管薪酬水準 (McConaughy, 2000; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, and Makri, 2003)，故本研究加入法人持股比率 ($INSTITUTION_t$) 及設置一虛擬變數作為家族企業型態之代理變數 ($FAMILY_t$ ，家族企業為 1，反之為 0) 於第二條迴歸式，進行敏感性分析。由迴歸結果可發現法人持股比率對高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 確有顯著正向影響 ($t=6.04, p<0.01$)，而高階經理人現金紅利薪酬對企業績效亦維持顯著正影響 ($t=8.07, p<0.01$)，而薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t) 與高階經理人現金紅利薪酬的交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效之影響仍為顯著負相關 ($t=-1.91, p<0.1$)，研究結論仍支持本研究假說。

(七)刪除極端值

由敘述性統計可知多項變數差異性相當大，為消除極端對本研究結果之影響，本研究使用 Winsorize 處理離群值作為敏感性測試，結果顯示高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 對企業績效為顯著正相關 ($t=4.59, p<0.01$)，薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t) 也具顯著正向影響 ($t=2.30, p<0.05$)，兩者交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效之影響亦維持顯著負相關 ($t=-2.25, p<0.05$)，結果並未影響原實證結果。

(八)排除現金股利於高階經理人現金紅利薪酬

由於本文無法區分，支付給高階經理人現金紅利薪酬中所包含的現金股利，是指經理人的員工身分，亦或是指經理人股東身分。因此為排除支付給高階經理人的現金股利可能代表的是指高階經理人的股東身分。將現金股利排除於高階經理人的

現金紅利薪酬當中，來檢驗對本研究結果之影響。而實證結果依然顯示高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 對企業績效為顯著正相關 ($t=2.11, p<0.05$)，薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t) 也為顯著正相關 ($t=2.14, p<0.05$)，兩者交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效的影響也維持顯著負相關 ($t=-2.09, p<0.05$)，故依然支持本文研究假說。

(九)高階經理人誘因以相對比率來衡量

本研究同時參考過去研究 (Stroh, Brett, Baumann, and Reilly, 1996)，將高階經理人的現金紅利薪酬採用比率來衡量 (現金紅利薪酬/總薪酬)，來驗證本文假說。實證結果顯示，薪酬委員會品質綜合指標 (CCQ_t) 對企業績效為正相關，但不顯著 ($t=0.51$)；高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 與企業績效之間也維持正相關但不顯著之關聯 ($t=0.121$)；然而，兩者交乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效之間為顯著負相關 ($t=-2.14, p<0.05$)。故此結果依然支持本文假說：薪酬委員會品質較高的企業，其高階經理人現金紅利薪酬對未來績效的影響，會相對低於薪酬委員會品質較低的企業。

(十)薪酬委員會綜和品質指標對企業績效關聯性的影響

為考量薪酬委員會綜合指標與企業績效之間存在內生性的問題。在此，本文參考 Sun and Cahan(2009, 2012)的做法，同時採用三階段迴歸模型來同時控制薪酬委員會綜和品質指標與高階經理人現金紅利薪酬對企業績效之間存在的內生性問題。而研究結果顯示，薪酬委員會綜合指標 (CCQ_t) 對企業績效仍為正相關但不顯著 ($t=1.16$)，高階經理人現金紅利薪酬 ($COMP_t$) 對企業績效之影響為顯著正相關 ($t=3.71, p<0.01$)，而薪酬委員會品質綜合指標與高階經理人誘因薪酬的交叉乘項 ($CCQ_t \times COMP_t$) 對企業績效的影響仍維持顯著負相關 ($t=-3.04, p<0.01$)。故，依然支持本研究之研究結果。

伍、結論與建議

一、研究結論

薪酬委員會的職責在於設計、執行且監督薪酬政策，政府與股東們除了希望藉由良好的薪酬制度來增強高階經理人為企業績效賣力的意願，還期望確保高階經理人的薪資結構合理性。過去文獻指出具有激勵效果的薪酬合約能提升高階經理人薪酬與企業績效之連結性，然而作為激勵高階經理人努力的誘因薪酬不可無限上綱，一味的增加不但無法發揮激勵效果提高企業績效，過多的分紅反而將使企業績效降低，進而使得高階經理人薪酬失去合理性，因此設立良好的監督機制相當重要，監督機制同樣有減少代理成本之效，可透過高監督品質來減少誘因薪酬。因此，本研

究認為倘若能透過公司內部治理機制—薪酬委員會來管控高階經理人，則可降低高階經理人的現金紅利基礎之誘因獎酬。

然而，過去實證結果表示薪酬委員會品質的不同會使其監督能力出現差異，因此本研究認為即便我國上市櫃公司現皆已設置薪酬委員會，但只有品質較佳的薪酬委員會才能降低現金紅利薪酬的權重，故探討高階經理人現金紅利薪酬與公司績效時，若能增加薪酬委員會品質，企業則較不需要倚賴較高的現金紅利薪酬來激勵高階經理人提升企業績效。

本研究基於此觀點，以台灣上市櫃公司為樣本，探討薪酬委員會品質對高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性之影響。實證結果發現，薪酬委員會品質及高階經理人薪酬對於企業績效確實存有顯著正向影響，符合過去研究指出薪酬委員會可激勵管理階層致力於企業經營之結果 (Canyon et al., 1995; Anderson and Bizjak, 2003; Sun and Cahan, 2009)，而薪酬委員會品質與高階經理人薪酬交叉乘項之變數與企業績效呈顯著負相關，表示薪酬委員會品質越高，現金紅利薪酬與企業績效之關聯性越弱，支持本研究假說。本研究除可彌補我國強制設立薪酬委員會、對高階經理人現金紅利薪酬與企業績效關聯性相關文獻之不足外，亦可作為企業未來改善薪酬委員會組成及搭配高階經理人薪酬結構的參考。

本研究基於穩健性，執行各項敏感性分析。無論是將企業績效由股東權益報酬率 (ROE_t) 改為資產報酬率 (ROA_t)，或刪除高階經理人現金紅利薪酬為零之樣本公司，還是改以經理人持股比例作為治理變數，甚至以不同方法衡量薪酬委員會品質綜合指標 ($CCQ2_t$ 與 $CCQ3_t$)，敏感性分析結果皆支持本研究假說。

二、管理意涵

本研究依據實證結果，提出下列建議，希望可作為政策制定者及企業未來於調整薪酬委員會運作方式及制定高階經理人薪酬合約時之參考。

由研究結果可得知，高階經理人現金紅利的增加對於提升企業績效有顯著幫助，未來企業可更加重視現金紅利薪酬所能帶來之高階經理人激勵效果，此外，薪酬委員會品質對於企業績效之助益也相當顯著，企業應可確認提升薪酬委員會品質之好處。除此之外，高品質的薪酬委員會在維持企業績效時，還能夠有效降低激勵高階經理人的現金紅利薪酬，使投資人不必發放過於高昂的現金紅利薪酬就可達到促使高階經理人為股東利益努力，進而提升企業績效的目的。本研究建議政策制定者應強化企業及投資人，使其瞭解發揮薪酬委員會此項效益，強調僅是符合表面法律規範是不夠的，應重視薪酬委員會實質的運作及執行，提升薪酬委員會品質，產生較低的代理成本。最後，在敏感性分析中發現薪酬委員會的開會次數與獨立董事比例的提升有助於在薪酬合約設計中降低現金紅利薪酬卻達到相同的企業績效，因此建議企業應注意薪酬委員會開會次數與獨立董事比例，確保薪酬委員會能發揮最大功效。

三、研究限制與未來研究建議

礙於資料蒐集的困難與理論上某些變數衡量不易，致使本研究難豁免有以下的研究限制。首先，雖然法規強制要求上市櫃公司需於 2011 年完成設置薪酬委員會，但仍有部分公司於 2011 年底仍未設立，使本研究於分析時須予以剔除，且研究期間僅能設定為 2011 年與 2012 年，樣本數為 1,790 筆，可能會因為期間太短或樣本過少之問題而造成結果偏誤。再者，權益基礎薪酬屬於較長期的誘因薪酬，但目前薪酬委員會強制設立僅二年，若將現金基礎薪酬與權益基礎薪酬合併討論將混淆研究結果，故本研究高階經理人的誘因薪酬僅採用現金紅利，建議未來研究可探討薪酬委員會品質對權益薪酬與企業績效關聯性之影響，觀察其與現金紅利薪酬之結果是否有所不同。即使已參考國內外文獻，但礙於資料可取得性，本研究共採用五項指標來衡量薪酬委員會品質變數，無法確定是否已完整掌握影響薪酬委員會品質之可能因素，建議未來若能取得更多資料也許可參考本研究並尋找更多指標進行衡量。此外，在敏感性分析中，本研究發現只有薪酬委員會的開會次數與獨立董事比例與現金紅利薪酬及企業績效有關聯性，而隨著國內企業實施薪酬委員會制度日久，薪酬委員會的開會次數與其中獨立董事比例應會趨於穩定，因此，本研究結果對於實務上的建議，可能侷限於短期的政策貢獻與建議。最後，由於本研究期間為 2011 年 1 月至 2012 年 12 月，在此研究期間，台灣企業仍處於設置薪酬委員會的初期，因此本研究的結果可能受企業之薪酬設計並無良好激勵效果及薪酬委員會之品質很難區分之影響，未來研究可拉長研究期間，得以提供更明確的效果。

參考文獻

- 林淑惠與胡星陽，2003，上市公司高階經理人之酬勞結構，經濟論文，第31卷第2期：171-206。
- 歐陽豪與莊雙喜，2008，高階管理者特性、產業競爭程度指標與績效評估對高階管理者薪酬之影響：台灣上市公司的證據，崑山科技大學學報，第5期：15-37。
- 李馨蘋與鄭誌偉，2008，從管理者薪酬與機構法人持股之觀點看企業創新投資之影響因素，東吳經濟商學學報，第62期：47-68。
- Abowd, J. M. 1990. Does performance-based managerial compensation affect corporate performance? *Industrial and Labor Relations Review* 43 (3): 52-73.
- Adams, R., and H. Mehran. 2003. Is corporate governance different for bank holding companies? *Economic Policy Review* 9 (1): 123-142.
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber. 1999. Outside directors, politics, and firm performance. Working Paper, North Carolina State University.
- Anderson, R. C., and J. M. Bizjak. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking and Finance* 27 (7): 1323-1348.
- Baber, W. R., P. L. Daniel, and A. A. Roberts. 2002. Compensation to managers of charitable organizations: An empirical study of the role of accounting measures of program activities. *The Accounting Review* 77 (3): 679-693.
- Balsam, S., G. D. Fernando, and A. Tripathyc 2011. The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation. *Journal of Business Research* 64 (2): 187-193.
- Banker, R. D., I. R. Bardhan, and T. Y. Chen. 2008. The role of manufacturing practices in mediating the impact of activity-based costing on plant performance. *Accounting, Organizations and Society* 33 (1): 1-19.
- Banker, R. D., M. N. Darrrough, R. Huang, and J. M. Plehn-Dujowich. 2013. The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review* 88 (1): 1-30.
- Banker, R. D., S. Y Lee, and G. Potter. 1996. A field study of the impact of a performance-based incentive plan. *Journal of Accounting and Economics* 21 (2): 195-226.
- Banker, R. D., S. Y Lee, G. Potter, and D. Srinivasan. 2000. An empirical analysis of continuing improvements following the implementation of a performance-based compensation plan. *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 315-350.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director

- composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (4): 443-465.
- Becker, B. 2006. Wealth and executive compensation. *The Journal of Finance* 61 (1):379-397.
- Bennedsen, M., H. C. Kongsted, and K. M. Nielsen. 2008. The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance* 32 (6): 1098-1109.
- Bens, D. A., and S. J. Monahan. 2004. Disclosure quality and the excess value of diversification. *Journal of Accounting Research* 42 (4): 691-730.
- Bouwens, J., and L.V. Lent. 2006. Performance measure properties and the effect of incentive contracts. *Journal of Management Accounting Research* 18 (1):55-75.
- Brown, L. D., and Y. J. Lee. 2010. The relation between corporate governance and CEOs' equity grants. *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (6): 533-558.
- Bruce, A., R. Skovoroda, J. Fattorusso, and T. Buck. 2007. Executive bonus and firm performance in the UK. *Long Range Planning* 40 (3):280-294.
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 (2): 167-201.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32 (2): 195-221.
- Cheung, Y. L., A. Stouraitis, and A. W. S. Wong. 2005. Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance* 12 (4): 511-532.
- Collins, M. C., D. W. Blackwell, and J. F. Sinkey, Jr. 1995. The relationship between corporate compensation policies and investment opportunities: Empirical evidence for large bank holding companies. *Financial Management* 24 (3): 40-53.
- Coombs, J. E., and K. M. Gilley. 2005. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: Main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal* 26 (9): 827-840.
- Conyon, M., G. Paul, and S. Machin. 1995. Taking care of business: Executive compensation in the United Kingdom. *The Economic Journal* 105 (430): 704-714.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3): 371-406.
- Craighead, J. A., M. L. Magnan, and L. Thorne. 2004. The impact of mandated disclosure on performance-based CEO compensation. *Contemporary Accounting Research* 21 (2): 369-398.

- Ely, K. M. 1991. Interindustry differences in the relation between compensation and firm performance variables. *Journal of Accounting Research* 29 (1): 37-58.
- Fahlenbrach, R. 2009. Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of Finance* 13 (1): 81-113.
- Finkelstein, S., and B. K. Boyd. 1998. How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *The Academy of Management Journal* 41 (2): 179-199.
- Filatotchev, I., and D. Allcock. 2010. Corporate governance and executive remuneration: A contingency framework. *Academy of Management Perspectives* 24 (1): 20-33.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1998. The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73 (2): 235-253.
- Gehrig, T. P., T. Lütje, and L. Menkhoff. 2009. Bonus payments and fund managers' behavior: Transatlantic evidence. *Economic Studies* 55 (3-4): 569-594.
- Gregorio S. M., B. S. J. Samuel, and L. P. M. Encarnación. 2010. When much is not better? Top management compensation, board structure, and performance in Spanish firms. *The International Journal of Human Resource Management* 21(15): 2778-2797.
- Gomez-Mejia, L. R., M. Larraza-Kintana, and M., Makri. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *The Academy of Management Journal* 46 (2): 226-237.
- Hausman, J. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (6): 1251-1271.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review* 88 (1): 96-118.
- Hutchinson, M., and F. A. Gul. 2004. Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance* 10 (4): 595-614.
- Ittner, C. D., and D. F. Larcker. 1998. Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of Accounting Research* 36 (Supplement): 1-35.
- Ittner, C. D., W. N. Lanen, and D. F. Larcker. 2002. The association between activity-based costing and manufacturing performance. *Journal of Accounting Research* 40 (3): 711-726.
- Iyengar, R. J., and E. M. Zampelli. 2008. Auditor independence, executive pay and firm performance. *Accounting and Finance* 48 (2): 259-278.
- Iyengar, R. J., H. J. Williams, and E. M. Zampelli. 2005. Sensitivity of executive pay to accounting performance measures in all-equity firms. *Accounting and Finance* 45 (4): 577-595.

- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Kerr, J. L., and L. Kren. 1992. Effect of relative decision monitoring on chief executive compensation. *Academy of Management Journal* 35 (2): 370-397.
- Lambert, R. A., and D. F. Larcker. 1995. The prospective payment system, hospital efficiency, and compensation contracts for senior-level hospital administrators. *Journal of Accounting and Public Policy* 14 (1):1-31.
- Landsberg, R. D. 2007. Understanding the role of a corporate compensation committee. *Journal of Financial Service Professionals* 61 (4): 22-23.
- Lazear, E. P. 2000. Performance pay and productivity. *American Economic Review* 90 (5): 1346-1361.
- Lee, S. P., and H. J. Chen. 2011. Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan. *Management Research Review* 34 (3): 252-265.
- Leonard, J. S. 1990. Executive pay and firm performance. *Industrial and Labor Relations Review* 43 (3):13-29.
- Leone, A. J., J. S. Wu, and J. L. Zimmerman. 2006. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): 167-192.
- Liao, C. H. 2011. The effect of stock-based incentives and governance mechanisms on voluntary disclosure of intangibles. *Advances in Accounting* 27 (2): 294-307.
- Lilling, M. S. 2006. The link between CEO compensation and firm performance: Does simultaneity matter? *Atlantic Economic Journal* 34 (1): 101-114.
- Mallette, P., and K. L. Fowler. 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *Academy of Management Journal* 35 (5): 1010-1035.
- Matolcsy, Z., and A. Wright. 2011. CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance* 51 (3): 745-763.
- McConaughy, D. L. 2000. Family CEOs vs. non-family CEOs in the family controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance. *Family Business Review* 13 (2): 121-131.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 2000. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal* 21 (5): 603-609.

- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2):163-184.
- Michaud, D. W., and Y. Gai. 2009. CEO compensation and firm performance. Working Paper, Brown University.
- Mishra, C. S., D. L. McConaughy, and D. H. Gobeli. 2000. Effectiveness of CEO pay-for-performance. *Review of Financial Economics* 9 (1):1-13.
- Morse, A., N. Vikram, and S. Amit. 2011. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs? *The Journal of Finance* 66 (5): 1779-1821.
- Newman, H. A., and H. A. Mozes 1999. Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management* 28 (3): 41-53.
- Ozkan, N. 2011. CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management* 17 (2): 260-285.
- Park, Y. W., T. Nelson, and M. R. Huson. 2001. Executive pay and the disclosure environment: Canadian evidence. *The Journal of Financial Research* 24 (3): 347-365.
- Perry, T., and M. Zenner. 2001. Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics* 62 (3): 453-488.
- Pozen, R. C. 2010. The case for professional boards. *Harvard Business Review* 88: 50-58.
- Renneboog, L., and Y. Zhao. 2011. Us knows us in the UK: On director networks and CEO compensation. *Journal of Corporate Finance* 17 (4): 1132-1157.
- Rost, K., and M. Osterloh. 2009. Management fashion pay-for-performance for CEOs. *Schmalenbach Business Review* 61 (2):119-149.
- Ryan, H. E., and R. A. Wiggins. 2002. The interactions between R&D investment decisions and compensation policy. *Financial Management* 31 (1): 5-29.
- Salancik, G. R. 1977. Commitment is too easy. *Organizational Dynamics* 6 (1): 62-80.
- Shaw, K.W., and M. H. Zhang. 2010. Is CEO cash compensation punished for poor firm performance? *The Accounting Review* 85 (3):1065-1093.
- Sigler, K. J. 2003. CEO compensation and healthcare organisation performance. *Management Research News* 26 (6): 31-38.
- Singh, M., and W. N. Davidson III. 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance* 27 (5): 793-816.
- Sloan R. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting Economic* 16 (1-3):55-100.

- Smith, C. W. Jr., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (3): 263-292.
- Stroh, L. K., J. M. Brett, J. P. Baumann, and A. H. Reilly. 1996. Agency theory and variable pay compensation strategies. *Academy of Management Journal* 39 (3): 751-767.
- Sun, J., and S. F. 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., S. F. Cahan, and D. Emanuel. 2009. Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance. *Journal of Banking and Finance* 33 (8): 1507-1519.
- Sun, J., and S. F. Cahan. 2012. The economic determinants of compensation committee quality. *Managerial Finance* 38 (2): 188-205.
- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (2): 139-160.
- Vafeas, N. 2003. Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial Management* 32 (2): 53-70.
- Vafeas, N., and Z. Afxentiou. 1998. The association between the SEC's 1992 compensation disclosure rule and executive compensation policy changes. *Journal of Accounting and Public Policy* 17 (1): 27-54.
- Wright, P., and M. Kroll. 2002. Executive discretion and corporate performance as determinants of CEO compensation, contingent on external monitoring activities. *Journal of Management and Governance* 6 (3): 189-214.
- Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 (3): 295-316.

