

董事及高階管理者超額薪酬對員工薪酬之 影響：執行長權力調節效果之探討

汪進揚*

中國文化大學會計學系
教授

王妤如

歐莉亞精品有限公司
會計經理

摘要

高階管理者與員工薪酬關係為各界關心之議題，而許多研究以相對薪酬比值探討垂直薪酬公平性，忽略高階管理者對企業貢獻差異。為了改善此衡量問題，本研究引入超額薪酬概念，探討董事及高階管理者超額薪與員工薪酬之關聯性。此外，由於執行長為企業核心人物，其如何運用權力為文獻關心之議題，因此本研究延伸探討執行長權力對員工薪酬政策之影響。實證結果顯示，高階管理者超額薪酬對員工薪酬具有正向影響，表示員工薪酬對高階管理者超額薪酬有敏感度。執行長結構權力對員工薪酬呈負向影響，顯示執行長結構權力對員工薪酬成長有抑制作用，呼應議價理論觀點。本研究也發現，CEO 權力對‘高階管理者超額薪酬與員工薪酬關係’以及‘董事超額薪酬與員工薪酬關係’有相反方向之調節效果。

關鍵詞：董事、高階管理者、員工、超額薪酬、執行長權力

*通訊作者：汪進揚
聯絡地址：(24448)新北市林口區文化三路一段 390-1 號 3 樓
電話：0960-595-035
E-mail：wjy8@ulive.pccu.edu.tw

The Impact of Excess Director and Top Manager Compensation on Employee Pay: The Moderating Effect of CEO Power

Jinn-Yang Uang

Department of Accounting
Chinese Culture University
Professor

Yu-Ju Wang

ORIA Boutique Limited Company
Accounting Manager

Abstract

Pay fairness between top managers and employees has long been of major concern to the public; however, past studies ignore top managers' differing contribution to their firms when addressing cross-company pay fairness by using CEO pay ratios. To resolve this issue, we introduce the concept of excess compensation into this domain and explore the impact of excess director and top manager compensation on employee pay. To help gain insight into how the CEO exerts power on company policies, we extend to explore the impact of CEO power on employee pay policies. Our findings indicate that excess top manager compensation is positively associated with employee pay, suggesting that employee pay is sensitive to excess top manager compensation. CEO structural power significantly and negatively affects employee pay, which implies that CEO structural power poses a threat to employee pay raises. This study also demonstrates that CEO power serves as an opposite moderator between excess director compensation and employee pay and between excess top manager compensation and employee pay.

Keywords : *Director, Top manager, Employee, Excess compensation, CEO power*

壹、緒論

在現今人權高漲時代，提供員工安全工作環境以及維護員工權益已為企業刻不容緩之社會責任，然現實上，勞資衝突或對立卻有增無減，一般認為與低薪(low pay)或薪酬分配公平性(pay unfairness)有關。從國際媒體揭露之訊息也顯示，許多已開發國家正面臨企業薪酬分配失衡問題。例如，《NZ Herald》調查報告顯示，2015 年紐西蘭上市公司 CEO 之平均薪酬成長約 12%，而員工平均薪酬僅成長 3.2%，CEO 薪酬成長幅度約為員工之 4 倍(韓香茗 2016)。2017 年英國高薪研究中心指出，英國企業 CEO 兩天半之薪酬，相當於一般員工一年所得(High Pay Centre 2017)。

垂直薪酬偏離(vertical pay disparity)不但可能引發員工不平聲浪，降低企業營運績效外(Mcfarlin and Sweeney 1992; Pfeffer, Hatano, and Santalainen 2005; Weinberger 2013)，也被認為是造成國家經濟不平等(economic inequity)之主要因素(OECD 2015)，為不可輕忽之公司治理議題。

鑑於其重要性，競爭力大師 Peter F. Drucker 很早前即在華爾街日報(The Wall Street Journal)呼籲，最高主管與其他員工之薪酬應維持一定比率關係(ratio between executive and non-executive employee pay)；他認為企業最高主管與員工薪酬差距過大，會引起員工反感，影響工作士氣，並提出 15 至 20 倍作為 CEO 與員工薪酬比率參考值(Drucker 1984; Grenness 2011)。美國更是訴諸於法律，自 2017 年起，實施 Dodd-Frank 法案，要求公開發行公司揭露 CEO 與員工薪酬中位數比值，期望藉由大眾監督，抑制 CEO 薪酬比持續高漲趨勢(Security and Exchange Commission 2017)。

然以 CEO 與員工薪酬比率(一般稱為 CEO 薪酬比)作為判斷公司垂直薪酬分配合理程度似乎過於簡化薪酬內涵，有失公允性。例如，股神巴菲特(Berkshire Hathaway 公司之 CEO)認為媒體對 CEO 薪酬過高之批判並不公允，他認為薪酬合理與否，應考量薪酬與經營績效之關聯性，而非僅看薪酬多寡(Lippert and Porter 1997)。公司高層與一般員工不同，他們對企業之影響及貢獻來自多面向，且成就不一。例如，我國「薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」第七條規定，董事、監察人及經理人薪酬支給應考量個人表現、公司經營績效及未來風險。因此，文獻上有一系列研究主張採用多項因素建立合理薪酬預測模式，並以預測模式所獲得之預期薪酬與實際薪酬之差異數衡量超額薪酬(Core, Holthausen and Larcker 1999; Wade, O'Reilly and Pollock 2006; Core, Guay and Larcker 2008; Fahlenbrach 2009; Liu and Yin 2011)。

為了改善垂直薪酬公平性衡量問題，本研究於此議題探究上，引入超額薪酬概念；另由於董事、高階管理者與員工屬於不同層級之工作夥伴，各司其職對公司績效作出貢獻，因此本研究同時探究董事及高階管理者超額薪酬對員工薪酬之影響，以窺視員工薪酬對董事及高階管理者超額薪酬敏感度，作為垂直薪酬公平性之論述基礎。

此外，執行長為企業核心人物，其如何運用權力為各界關心之議題，因此本文延伸探究執行長權力對員工薪酬及垂直薪酬公平性之影響等員工薪酬政策議題。有關CEO權力理論方面，管家理論(stewardship theory)與代理理論(agency theory)為競爭性理論。管家理論主張CEO為企業可資信賴及具高度職承諾(commitment)之管家，他們會基於社會動機和成就動機，努力付出，實現公司利益最大化，因此公司應盡可能給予授權(Davis, Schoorman and Donaldson 1997)。而代理理論主張CEO為高度自利導向之‘經濟人’，當企業所有權與經營權分離時，由於CEO不具剩餘價值求償權及風險分擔責任，會有投機行為，追求己身利益，因此認為公司應採取嚴密監督與約束機制，限制其權力(Jensen and Meckling 1976；Fama and Jensen 1983；Agrawal and Knoeber 1996)。

實證文獻大多支持代理理論觀點，傾向應限制 CEO 權力。例如，許多國內外研究發現 CEO 會運用權力圖利自己，提高自身薪酬(Cyer et al. 2002; Grinstein and Hribar 2004；Kalyta and Magna 2008; Ozdemir and Upnej 2011)。雖文獻上已有許多研究探討 CEO 權力對薪酬之影響，然主要聚焦於 CEO 自身薪酬，至於員工薪酬方面則少有著墨。因此，探討執行長權力在員工薪酬政策上扮演之角色，有助於彌補文獻在此方面之缺口，擴充執行長權力對公司政策影響之知識領域。

本研究實證結果發現，高階管理者超額薪酬對員工薪酬具有正向影響，顯示當高階管理者領取較多超額薪酬時，員工也獲得較優渥待遇，亦即員工薪酬對高階管理者超額薪酬有敏感度，符合垂直薪酬公平性基礎。然並未發現，董事超額薪酬與員工薪酬具有顯著關聯性。此實證結果隱含，實務上較重視高階管理者與員工薪酬之垂直關係。CEO 結構權力對員工薪酬有負向影響，顯示 CEO 結構權力擴張對員工薪酬成長具有抑制作用。此外，CEO 權力對董事超額薪酬與員工薪酬關係具有正向調節效果，表示增加 CEO 權力有助於提升員工與董事垂直薪酬關係或公平性。然 CEO 權力對高階管理者超額薪酬與員工薪酬關係呈負向調節效果，表示提高 CEO 權力反而降低高階管理者與員工垂直薪酬關係或公平性。

本文後續單元編排如下：第貳單元探討相關文獻並發展研究假說；第參單

元說明樣本與研究設計；第肆單元為實證結果與分析；最後一單元提出本研究結論、建議與限制。

貳、文獻探討與假說發展

一、員工薪酬問題

薪酬為企業對勞動者勞動消耗之補償，不但反映員工勞動力價值，也關乎員工生活福祉，一直是公司治理重要課題。近年來，由於國際社會逐漸走向‘以人為本’之人力資源管理思維，重視人力資本所有者權益，使得員工薪酬議題躍居國際重要議題。例如，國際社會責任組織(Social Accountability International, SAI)於1997年率先制定《社會責任國際準則》(Social Accountability International Standard 8000, SA 8000)，作為全球企業經營之道德規範。該準則呼籲企業應考量營運對社會、員工、合作夥伴和供應商之影響，並期望企業有系統地制定及執行勞工制度，促進企業與利害關係團體長期關係(SAI 2021)。

世界企業永續發展協會(The World Business Council for Sustainable Development, WBCSD)也呼籲應強調員工福祉與企業永續經營之關係，認為企業除為經濟發展做出貢獻外，亦應改善員工及家庭經濟(WBCSD 2021)。我國《上市櫃公司企業社會責任實務守則》第21及22條亦規範，公司應將企業經營績效或成果，適當反映於員工薪酬政策，以維護員工權益，並且應建立與員工定期溝通、對話機制，讓員工對公司管理和決策有表達意見之權利。

雖提供員工安全工作環境以及維護員工權益已為企業刻不容緩之社會責任，且許多國家已將其列入政策或法規，然現實上，勞資衝突並未獲得趨緩，員工薪酬問題始終難以獲得有效解決。許多國際媒體調查報告顯示，企業薪酬分配失衡已是許多已開發國家共同面臨的問題(Brocht 2000；Babecky, Caju, Kosma, Lawless, Messina and Room 2009)。

Babecky et al. (2009)指出，英國一些地區之員工薪資低於官方所公布之基本生活薪資(living wage)。2014年哈佛商學院發布之跨國研究報告顯示，企業CEO與員工薪酬差距至少28倍；其中，以美國差距最大，CEO薪酬約為員工之354倍，其次為瑞士，約148倍(Kiatpongsan and Norton 2014)。《NZ Herald》調查報告指出，2015年紐西蘭上市公司CEO平均薪酬成長約12%，而員工平均薪酬僅成長3.2%，CEO薪酬成長幅度約為員工之4倍(韓香茗 2016)。2016年國際勞工組織(ILO)也指出，歐洲80%勞工薪酬低於受雇公司平均薪酬，顯示公司高層超高所得拉高了整體薪酬水準，凸顯出公司高層與員工薪酬嚴重失

衡問題(彭淮棟 2016)。2017年英國高薪研究中心揭示，英國企業CEO兩天半之薪酬，相當於一般員工一年所得(High Pay Centre 2017)。勞動市場研究機構Glassdoor Economic Research揭露，2015年美國標準普爾500指數企業中，薪資落差最嚴重的為探索傳播公司(Discovery Communications)，其CEO與員工薪酬比值高達1,951(藍弋丰 2015)。

我國似乎也面臨薪酬分配失衡問題。根據2017年人力銀行調查報告，台灣30歲以下年輕人有50%以上，每月主要工作收入低於3萬元；另行政院主計總處統計數據也顯示，過去10年，台灣GDP成長了96%，然薪資僅增加39%，並遠低於勞動生產力成長幅度(80%)(彭蕙仙 2017)。

二、垂直薪酬公平性

公平理論(equity theory)主張，公平的薪酬制度有助於提高企業經營績效；認為企業薪酬分配如只獨厚高層，會讓員工心生不平，弱化工作動機，影響經營績效，因此主張縮小內部薪酬差距(Adams 1965; Wade et al. 2006; Fong 2010; Montada and Maes 2016)¹。許多採用問卷研究法之實證結果支持此主張，他們發現薪酬分配公平性會影響員工組織承諾、工作滿意度、以至公司績效(林淑姬、樊景立、吳靜吉與司徒達賢 1994; 陳惠芳 2006; Kabanoff 1991; Mcfarlin and Sweeney 1992; Hambrick and Finkelstein 1995; Pfeffer et al. 2005; Weinberger 2013)。

鑑於垂直薪酬公平性之重要性，美國於2017年起，實施Dodd-Frank法案，要求公開發行公司揭露CEO與員工薪酬中位數比值(Security and Exchange Commission 2017)。歐洲國家，例如英國與荷蘭，也引入此揭露規範。依據歐盟股東權利第二號行政命令(Shareholder Rights Directive II, SRD II)，所有歐洲國家在2019年6月前，須訂定類似揭露規定(Lokin 2019, 198)。

在這些國家之推動下，CEO薪酬比(CEO pay ratio)已為判斷垂直薪酬公平性之重要指標(如Faleye and Venkateswaran 2013; Benedetti and Chen 2018; Bao, Cheng, Smith and Tany 2021)。Benedetti and Chen (2018)以美國消費者與員工為研究對象，研究結果指出，消費者較不喜歡購買來自CEO pay ratio偏高公司之產品，員工也較不喜歡為CEO pay ratio偏高公司服務。Bao, Cheng, Smith and Tany (2021)，以美國公司為研究樣本，檢測CEO pay ratio與財務報表品質（以

¹ 然競賽理論(tournament theory)主張擴大不同層級薪酬可激發員工為升遷而提高努力程度，進而提升企業績效(Lazear and Rosen 1981; Eriksson 1990; Mueller et al. 2017)。

裁決性應計數為衡量)之關係;實證結果指出,CEO pay ratio 愈高之公司,其財務報表品質愈差,並據以指出有‘管理尋租’現象(managerial rent-seeking)。

然以 CEO 與員工薪酬比率作為判斷公司垂直薪酬分配合理程度似乎過於簡化薪酬內涵,有失公允性。例如,股神巴菲特(Berkshire Hathaway 公司 CEO)認為媒體對 CEO 薪酬過高之批判並不公平;他主張薪酬合理與否,應考量薪酬與經營績效之關係,而不應僅看薪酬多寡(Lippert and Porter 1997)。Lokin(2019, 214)更明白指出,CEO pay ratio 揭露規定很不完美(These rules are far from perfect),其主要問題為:該規定視 CEO pay ratio 為一直捷(straightforward)、高品質資訊(high quality information),並鼓勵作跨公司比較(urge to mutually compare them)。

由於公司高層對企業貢獻屬於多層面方式,且成就不一,若直接比較不同公司之CEO pay ratio,將忽略公司特性與管理者貢獻差異,易誤導資訊使用者。例如,我國「薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」第七條即規定,董事、監察人及經理人薪酬支給應考量個人表現、公司經營績效及未來風險。文獻上,亦有一系列研究採相同觀點,認為應以多項因素建立合理薪酬預測模式,並以預測模式所獲得之預期薪酬與實際薪酬之差異數衡量超額薪酬(Core et al. 1999; Wade, O'Reilly et al. 2006; Core et al. 2008; Fahlenbrach 2009; Liu and Yin 2011; Bierstaker, Cohen, DeZoort and Hermanson 2012)。例如, Bierstaker et al. (2012)透過訪談薪酬委員會成員方式,整理出影響CEO薪酬之合理因素包括CEO績效、同業水準及公司績效。Core et al. (2008)之CEO薪酬模式考量了CEO任期、前一年度銷售額、是否為S&P500指數公司、帳面價值與權益市價比、當年度股票報酬率、前一年度股票報酬率、當年度資產報酬率、前一年度資產報酬率、產業別。

由於實務上,員工薪酬政策主導權在於高階管理者與董事會²,且董事、高階管理團隊與員工為不同層級之工作夥伴,各司其職對公司績效作出貢獻;因此依邏輯推論,如公司考量垂直薪酬公平性,理應在高層領取超額薪酬時,員工也雨露均霑,獲得較佳工作報酬。基此,本研究設立以下研究假說,分別檢測董事、高階管理者超額薪酬對員工薪酬之影響,以窺視員工薪酬對董事、高階管理者超額薪酬敏感度。

H₁: 董事超額薪酬會影響員工薪酬水準。

² 按一般公司章程,員工酬勞分派雖須送股東大會審議,然實務上,員工酬勞通常依董事會所提數字通過。

H₂：高階管理者超額薪酬會影響員工薪酬水準。

三、執行長權力與垂直薪酬公平性

執行長為組織運作之核心人物，對組織各項政策有舉足輕重之影響，因此其如何運用權力影響公司政策為各界所關心之議題。管家理論(stewardship theory)主張，CEO、股東、以及其他利害團體具有利害與共關係，CEO 會受尊嚴、倫理信念、成就動機以及責任心之驅使，而以企業利益最大化為經營目標；CEO 權力愈大，愈能事權合一，施展抱負(Donaldson and Davis 1994)。此理論認為，董事會不應對 CEO 處處約束，而應盡可能給予授權，相信其工作能力與奉獻精神，並建立相互合作、彼此信任之夥伴關係(Davis et al. 1997)。

依據管家治理模式，以外部或獨立董事為主之董事會為一種無效率之組織形式，不符合決策有效性之組織設計原則，並強調董事長與 CEO 二職合一可給予 CEO 明確、不容挑戰之地位與角色，產生更高之股東回報(Donaldson and Davis 1991; Rechner and Dalton 1991; Finkelstein and D'Aveni 1994; Weir and Laing 2001)。例如，Rechner and Dalton (1991)建議企業應選擇管家經營模式，他們認為當總經理兼任董事長時，可統一領導權責，提高領導效率與財務績效。Weir and Laing (2001)認為，當總經理同時兼任董事長時，CEO 會有較強烈動機致力於提升公司績效，且隨著任職時間拉長，會加深其組織承諾(commitment)，將個人形象與公司聲望視為一體，即便不擁有公司股份，仍會竭盡心力為組織奉獻。

相反地，代理理論主張，CEO 為高度自利導向之‘經濟人’，當企業所有權與經營權分離時，由於其不具剩餘價值求償權及風險分擔責任，會產生投機行為，追求個人利益，因此企業應建立嚴密監督與約束機制，限制其權力(Jensen and Meckling 1976; Fama and Jensen 1983; Agrawal and Knoeber 1996)。例如，Mallette and Fowler (1992)認為當總經理兼任董事長時，董事會將被總經理所控制，因此不宜二職合一。Yermack (1996)與 Rashid (2013)認為當 CEO 與董事長為同一人時，其權力與影響力很大，會使董事會無法發揮監督與考核之客觀及公正性。Booth, Cornett and Tehranian (2002)認為總經理兼任董事長會造成權力過度集中，加劇主理人與代理人利益衝突，影響公司績效。廖秀梅、李建然與吳祥華 (2006)發現，董事長兼任總經理對公司績效有負面作用。Bebchuk, Cremers and Peyer (2011)發現，強勢 CEO 主導公司之獲利表現通常較差。

Finkelstein (1992)將 CEO 權力細分為結構權力、所有權權力、聲望權力與專業權力等四類型。CEO 結構權力係指 CEO 在組織之正式地位，包括所處階層位置、職稱數量等。Baliga, Moyer and Rao (1996)認為 CEO 雙重性為 CEO 結

構權力之代表性指標。CEO 所有權權力係指 CEO 擁有公司股權程度，當 CEO 擁有股權比率愈高，其透過所有權賦予之投票權對公司影響之能力愈大。CEO 聲望權力為 CEO 個人聲望與地位，除影響公司內部資源多寡，亦可能影響外部團體對公司之認知。而 CEO 專業權力代表 CEO 專業知識與經驗程度，可體現於公司對複雜問題之決策品質。Milbourn (2003)認為 CEO 任期愈長，通常表示其專業能力愈受肯定以及經驗愈為豐富。

有關 CEO 權力對薪酬影響方面，文獻大多將焦點置於探討 CEO 權力對自身或高階管理團隊薪酬之影響，研究結果傾向 CEO 會運用權力圖利自己，提高自身薪酬。例如，一些研究指出，二職合一之 CEO，因高度掌控董事會及薪酬制定程序，易導致操縱自身薪酬情事(Canyon and He 2012; Ntim 2012)。Kalyta and Magna (2008)發現，CEO 權力較大公司之高階管理者薪酬方案中包含補充退休金計畫之比率較高，金額也較大。張必武與石金濤 (2005)發現，當董事會受 CEO 控制時，董事會監督會流於形式，甚至喪失客觀性，導致管理階層自訂薪酬情形。

然 CEO 權力對員工薪酬影響方面，則少有實證研究觸及。Shin (2014)、汪進揚與林慧茹 (2021)為少數探討此議題之研究。Shin (2014)以美國公司為研究對象，汪進揚與林慧茹 (2021)以我國公司為研究對象，均發現董事長兼任總經理之公司，其員工薪酬水準較高。然理論上，存在競爭性觀點。議價理論(bargaining theory)主張，議價或談判係參與者透過協商機制，解決利益分配問題之方式。相對議價力量(relative bargaining power)會決定參與者在社會交易之能力與限制，因此薪酬談判最終結果會取決於談判者之相對籌碼(Emerson 1962)。依此論點，CEO 權力大時，會削弱員工薪酬談判籌碼，使薪酬偏低。而管理鞏固理論(managerial entrenchment theory)主張 CEO 會以公司資源拉攏人心，增高員工對其肯定與忠誠度(worker loyalty)，鞏固其企業地位。而權力愈大，愈有能力作如此安排。依此推論，CEO 權力愈大，反而愈有利員工薪酬³，類似管家理論觀點。

如前所述，CEO 如何運用權力為文獻關心之議題，而 CEO 權力與員工薪酬關係仍少有探討，因此本研究嘗試以 Finkelstein(1992)提出之 CEO 權力架構為基礎，設立以下研究假說，檢測 CEO 結構權力、統整權力（結構權力、所有權權力、聲望權力與專業權力之複合指標）對員工薪酬之影響。

H3：CEO 權力會影響員工薪酬。

³ 此外，由於 CEO 與勞團、工會議價之成果，大部分流向股東，而非自己，因此也削弱其議價之積極性(Cronqvist, Heyman, Nilsson, Svaleryd and Vlachos 2009)。

H3A：CEO 結構權力會影響員工薪酬。

H3B：CEO 統整權力會影響員工薪酬。

由於 CEO 權力對企業政策影響之重大性，文獻上已有一些研究探討 CEO 權力之調節效果。例如，Combs, Ketchen Jr, Perryman and Donahue (2007)以 CEO 任期、持股率與雙元性為 CEO 權力之代理變數，探討 CEO 權力對董事會組成（以獨立董事比率為衡量指標）與績效關係之調節效果，實證結果發現，CEO 持股率與 CEO 雙元性會負向調節董事組成與績效之關係。Zhang, Li and Chen (2016)以 CEO 雙元性為 CEO 權力之代理變數，探討 CEO 權力對監管政策實施績效（以監督政策對過度投資之影響程度為衡量）之影響，實證結果指出，CEO 權力對「監管政策與過度投資關係」具有正向調節作用。

為了洞悉 CEO 權力對垂直薪酬公平性之影響，本研究延伸前述議題，建立以下假說，檢測 CEO 權力對「董事超額薪酬與員工薪酬關係」以及「高階管理者超額薪酬與員工薪酬關係」之調節效果。按議價理論，議價結果取決於議價雙方實力；CEO 權力越大，薪酬主導力越大，員工薪酬可能越受壓制，導致公司高層與員工薪酬關係益形脫鉤，降低垂直薪酬公平性。然從管理鞏固理論觀點，CEO 基於鞏固自身地位，會運用公司資源，友善員工，因此 CEO 權力愈大，反而愈有助於促進垂直薪酬公平性。

H₄：CEO 權力具有調節董事超額薪酬與員工薪酬關係之效果。

H_{4A}：CEO 結構權力具有調節董事超額薪酬與員工薪酬關係之效果。

H_{4B}：CEO 統整權力具有調節董事超額薪酬與員工薪酬關係之效果。

H₅：CEO 權力具有調節高階管理者額薪酬與員工薪酬關係之效果。

H_{5A}：CEO 結構權力具有調節高階管理者額薪酬與員工薪酬關係之效果。

H_{5B}：CEO 統整權力具有調節高階管理者額薪酬與員工薪酬關係之效果。

參、研究設計與方法

一、樣本與資料來源

本研究以 2014 至 2016 年台灣證券交易所非金融業上市公司為研究對象，此期間公司年(firm-year)觀察值共 2,628 筆，扣除「存託憑證公司」54 筆、缺乏「高階管理者或董事超額薪酬計算資料」375 筆、缺乏「員工薪酬計算資料」

12 筆、「控制變數資料不足」15 筆，最終觀察值為 2,172 筆，篩選過程彙整如表一。電子零組件最多，共 254 筆(占 11.7%)，其次為光電業，共 185 筆(占 8.5%)。樣本之產業與年度分布情形如表二。數據資料取自臺灣經濟新報社資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)。

表一 樣本篩選過程

研究期間內上市公司觀察值筆數(公司年)		2,628
減：存託憑證公司筆數	(54)	
缺乏高階管理者或董事超額薪酬計算資料筆數	(375)	
缺乏員工薪酬資料筆數	(12)	
控制變數資料缺漏筆數	(15)	(456)
最終觀察值筆數		2,172

表二 樣本產業與時間分布

代碼 (TSE)	產業別	2014 家數	2015 家數	2016 家數	合計 家數
M1100	水泥工業	7	7	7	21
M1200	食品工業	20	20	20	60
M1300	塑膠工業	20	21	20	61
M1400	紡織纖維	42	43	43	128
M1500	電機機械	40	38	41	119
M1600	電器電纜	13	13	13	39
M1721	化學工業	25	23	24	72
M1722	生技醫療	17	19	21	57
M1800	玻璃陶瓷	4	4	4	12
M1900	造紙工業	7	7	7	21
M2000	鋼鐵工業	27	27	28	82
M2100	橡膠工業	9	9	9	27
M2200	汽車工業	5	5	5	15
M2324	半導體	57	60	61	178
M2325	電腦及週邊	52	53	55	160
M2326	光電業	60	62	63	185
M2327	通信網路業	34	34	35	103

M2328	電子零組件	84	84	86	254
M2329	電子通路業	19	20	20	59
M2330	資訊服務業	12	12	12	36
M2331	其他電子業	31	32	31	94
M2500	建材營造	48	48	48	144
M2600	航運業	17	16	17	50
M2700	觀光事業	9	11	12	32
M2900	貿易百貨	12	12	12	36
M9700	油電燃氣業	8	8	6	22
M9900	其他	35	35	35	105
合計		714	723	735	2,172

二、變數操作性定義

1. 應變數

員工薪酬(LnEMP)為因變數，以員工平均薪酬取自然對數為衡量，員工平均薪酬資料取自 TEJ 基層員工平均薪酬。薪酬項目包括職員薪金、加班費、值班費、車馬費、年終獎金、工資、業務獎勵、聘用人員給與退休及卹償金、提列之退休金準備、員工訓練費、福利金、員工保險費、午餐費、員工體育活動費、津貼、福利費、伙食費、誤餐費與醫藥費等用人費用。

2. 解釋變數

董事超額薪酬(EXDIR)之衡量係參考戴怡蕙、曾智揚與柯承恩 (2015)董事薪酬架構，如模式(1)，並以其殘差($\mu_{i,t}$ ：實際薪酬與預期薪酬差額)為衡量值。戴怡惠等人(2015)指出，由於董事職責在於監督公司運作，因此董事薪酬預測模式應考量監督績效、監督複雜度以及監督風險等因素。本研究依循此架構，在監督績效衡量上，採資產報酬率、股票報酬率作為代理變數。在監督複雜度方面，以公司規模、赫芬達爾—赫希曼指數、市淨值比及營收成長率為代理變數。在監督風險方面，以資產報酬率標準差、股票報酬率標準差以及負債比率為代理變數。依 H_1 假說推論，不預期關係方向。

$$\begin{aligned}
LnDIRCOMP_{i,t} = & a_0 + a_1 SIZE_{i,t-1} + a_2 STDROA_{i,t-1} + a_3 STDRET_{i,t-1} + a_4 HHI_{i,t-1} \\
& + a_5 ROA_{i,t-1} + a_6 RET_{i,t-1} + a_7 GROWTH_{i,t-1} + a_8 MTB_{i,t-1} + a_9 LEV_{i,t-1} \\
& + \sum_{m=1}^k \gamma_m IND_m + \sum_{n=1}^l \tau_n YEAR_n + \mu_{i,t}
\end{aligned} \quad (1)$$

此處， $LnDIRCOMP_{i,t}$ =i 公司 t 年董事平均薪酬取自然對數； $SIZE_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年公司規模； $STDROA_{i,t-1}$ =i 公司前五年(t-5 至 t-1 年)資產報酬率標準差； $STDRET_{i,t-1}$ =i 公司前五年(t-5 至 t-1 年)股票報酬率標準差； $HHI_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年赫芬達爾—赫希曼指數； $ROA_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年資產報酬率； $RET_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年股票報酬率； $GROWTH_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年營收成長率； $MTB_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年市淨值比； $LEV_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年負債比率； IND =產業虛擬變數； $YEAR$ =年度虛擬變數； $\mu_{i,t}$ =i 公司 t 年董事超額薪酬。

高階管理者超額薪酬(EXTOP)之衡量係採 Core et al. (2008)CEO 薪酬預測模式，如模式(2)，並以其殘差($\omega_{i,t}$ ：實際薪酬與預期薪酬差額)為衡量值。考量薪酬資料取得問題，本研究將高階管理者定義為總經理與副總經理；薪酬項目包括薪資、退職金、獎金特支、現金股利與股票股利。按 Core et al. (2008)，CEO 薪酬預測因素包括年資、營業額、市值淨值比、股票報酬率以及資產報酬率⁴。依 H₂ 假說推論，不預期關係方向。

$$\begin{aligned}
LnTOPCOMP_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 LnTenure_{i,t} + \gamma_2 LnSales_{i,t-1} + \gamma_3 MTB_{i,t-1} \\
& + \gamma_4 RET_{i,t} + \gamma_5 RET_{i,t-1} + \gamma_6 ROA_{i,t} + \gamma_7 ROA_{i,t-1} \\
& + \sum_{m=1}^k \gamma_m IND_m + \sum_{n=1}^l \tau_n YEAR_n + \omega_{i,t}
\end{aligned} \quad (2)$$

此處， $LnTOPCOMP_{i,t}$ =i 公司 t 年高階管理者平均薪酬取自然對數； $LnTenure_{i,t}$ =i 公司 t 年 CEO 年資取自然對數； $LnSales_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年營業額取自然對數； $MTB_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年市淨值比； $RET_{i,t}$ =i 公司 t 年股票報酬率； $RET_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年股票報酬率； $ROA_{i,t}$ =i 公司 t 年資產報酬率； $ROA_{i,t-1}$ =i 公司 t-1 年資產報酬率； IND =產業虛擬變數； $YEAR$ =年度虛擬變數； $\omega_{i,t}$ =i 公司 t 年高階管理者超額薪酬。

執行長權力方面，本研究區分為結構權力(POWER1)與統整權力(POWER2)二類型。Finkelstein (1992)認為結構權力(structural power)植基於正式

⁴ Core et al.(2008)之 CEO 薪酬預期模式包含‘是否為 S&P500 指數公司’變數，然此變數不適用於臺灣環境，因此未將其納入模式。

組織結構與層級權威性，為最常引用之權力型態，並以 Harrison, Torres and Kukalis (1988) 之發現，指出 CEO 兼任董事長比未兼任董事長擁有較大結構權力。本研究以此定義 CEO 結構權力 (POWER1)；當 CEO 擔任董事長時，變數值設為 1（表示高結構權力），否則設為 0（表示低結構權力）。

此外，本研究參考 Finkelstein (1992) 架構，以結構權力 (structural power)、所有權權力 (ownership power)、聲望權力 (prestige power) 以及專業權力 (expert power) 等四類權力合計數作為 CEO 統整權力衡量值。結構權力之操作性定義同前。所有權權力係表現 CEO 能真實代表股東之能量 (capacity)，本研究以 CEO 持股率作衡量；採二元變數設計，當 CEO 持股比率大於樣本中位數時，所有權權力變數值設為 1，否則設為 0。聲望權力代表 CEO 聲望或社會形象，本研究以 CEO 在產業內之績效作為衡量基準；採二元變數方式，當公司前一年度資產報酬率大於產業中位數時，聲望權力變數值設為 1，否則設為 0。專業權力係表現 CEO 處理不確定性環境 (environmental contingencies) 與對組織貢獻之能力，以 CEO 任期長短為衡量基準；採二元變數方式，當 CEO 任期大於產業中位數時，專業知識權力變數值設為 1，否則設為 0。由於議價理論與管理鞏固理論在「執行長權力對員工薪酬影響方面」持不同論點，假說 H_{3A} 與 H_{3B} 不作方向預期。

董事超額薪酬與執行長權力交乘項 (EXDIR×POWER1、EXDIR×POWER2) 及高階管理者超額薪酬與執行長權力交乘項 (EXTOP×POWER1、EXTOP×POWER2) 之基本變數操作性定義同前，用以檢測執行長權力（結構權力與統整權力）對董事超額薪酬與員工薪酬關係 (H_{4A} 與 H_{4B})、以及高階管理者超額薪酬與員工薪酬關係 (H_{5A} 與 H_{5B}) 之調節效果。依研究假說推論，不預期關係方向。

3. 控制變數

為了降低混淆效果 (confounding effects)，實證模式納入公司績效、控制權偏離、公司治理與公司特性等四個面向之代理變數作為控制。

公司績效方面，以資產報酬率 (ROA：稅前息前淨利平減總資產) 與營收成長率 (GROWTH：當期營業額減前期營業額後，平減前期營業額) 為代理變數。依我國實務法規，公司於獲利時，應提撥一定比例金額分派員工酬勞，因此公司經營績效愈佳，員工薪酬理應愈高。Shin (2014)、汪進揚與林慧茹 (2021) 也

發現員工薪酬與公司績效呈正向關係。因此，本研究預期公司績效對員工薪酬有正向影響。

控制權偏離(DIV)方面，以控制股東控制權減盈餘分配權為衡量；當控制權愈偏離(控制權超出所有權愈多)時，由於控制股東實際所須分攤之員工薪酬成本比例愈低，理論上愈不會抗拒給予較高員工薪酬。Cronqvist et al. (2009)支持此論點，他們發現控制股東之現金流量權(cash flow rights)與員工薪酬呈負向關係，而控制權(control rights)與員工薪酬呈正向關係，顯示控制權偏離對員工薪酬有正向影響。汪進揚與林慧茹 (2021)也發現控制權偏離與員工薪酬呈正向關係。因此，本研究預期控制權偏離對員工薪酬有正向影響。

公司治理方面，納入股權結構代理變數之董事持股率(SH_DIR)、監察人持股率(SH_SUP)以及財務監督代理變數之獨立董事比率(OUT)。Shin (2014)以美國公司為研究對象，並未發現公司治理變數(獨立董事比率)對員工薪酬具有影響作用。汪進揚與林慧茹 (2021)發現董事持股率對員工薪酬呈負向影響，然未發現獨立董事比率與監察人持股會影響員工薪酬。因此，本研究不預期公司治理變數對員工薪酬之影響方向。

公司特性方面，納入負債比率(負債除以總資產)、經營風險(STDROA)(前5期資產報酬率標準差)、公司規模(SIZE)(總資產取自然對數)、產業虛擬變數(IND dummies)與年度虛擬變數(YEAR dummies)。理論上，舉債程度與資金需求有關，可能影響員工待遇。汪進揚與林慧茹(2021)也發現，負債比率與員工薪酬呈負向關係。因此，預期此變數對員工薪酬有負向影響。經營風險與員工薪酬關係多半未被證實(Brick, Palmon, and Wald 2006; Rouen 2020)，因此不預期關係方向。至於公司規模方面，許多研究發現，公司規模與 CEO 薪酬呈正向關係(Jackson, Lopez, and Reitenga 2008; Fahlenbrach 2009; Murphy and Sandino 2010; Ozdemir and Upenja 2011)；且 Shin (2014)、汪進揚與林慧茹 (2021)也發現，公司規模對員工薪酬有正向作用，因此預期此變數呈正向影響。

三、實證模式

實證分析模式列示於模式(3)。應變數為員工薪酬；解釋變數為董事超額薪酬(檢測 H_1)、高階管理者超額薪酬(檢測 H_2)、執行長權力(檢測 H_{3A} 與 H_{3B})、董事超額薪酬與執行長權力交乘項(檢測 H_{4A} 與 H_{4B})、高階管理者超額薪酬與執行長權力交乘項(檢測 H_{5A} 與 H_{5B})。控制變數包括控制權偏離、資產報酬

率、董事持股率、監察人持股率、獨立董事比率、營收成長率、負債比率、經營風險、以及公司規模。

$$\begin{aligned}
 \text{LnEMP}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{EXDIR}_{i,t} + \beta_2 \text{EXTOP}_{i,t} + \beta_3 \text{POWER}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{EXDIR}_{i,t} \times \text{POWER}_{i,t} + \beta_5 \text{EXTOP}_{i,t} \times \text{POWER}_{i,t} \\
 & + \beta_6 \text{DIV}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{SH_DIR}_{i,t} + \beta_9 \text{SH_SUP}_{i,t} \\
 & + \beta_{10} \text{OUT}_{i,t} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_{12} \text{LEV}_{i,t} + \beta_{13} \text{STDROA}_{i,t} \\
 & + \beta_{14} \text{SIZE}_{i,t} + \sum_{m=1}^k \gamma_m \text{IND}_m + \sum_{n=1}^l \lambda_n \text{YEAR}_n + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (3)$$

此處，LnEMP=員工薪酬；EXDIR=董事超額薪酬；EXTOP=高階管理者超額薪酬；POWER=執行長權力(POWER1=執行長結構權力；POWER2=執行長統整權力)；DIV=控制權偏離；ROA=資產報酬率；SH_DIR=董事持股率；SH_SUP=監察人持股率；OUT=獨立董事比率；GROWTH=營收成長率；LEV=負債比率；STDROA=經營風險；SIZE=公司規模；IND=產業虛擬變數；YEAR=年度虛擬變數。

肆、實證結果與討論

一、薪酬模式配適

如前節所述，模式(1)用以衡量董事超額薪酬，模式(2)用以衡量高階管理者超額薪酬。為瞭解模式配適情形，於表三彙整此兩薪酬模式使用變數之敘述性統計量，並於表四呈現兩薪酬模式配適情形。

表三顯示，董事薪酬(LnDIRCOMP_t)平均數為 6.286，高階管理者薪酬(LnTOPCOMP_t)平均數為 8.147。前期公司規模(SIZE_{t-1})、經營風險(STDROA_{t-1})、股票報酬風險(STDRET_{t-1})與經營複雜度(HHI_{t-1})之平均數分別為 16.038、4.321、0.583 與 0.164。當期與前期資產報酬率(ROA_t、ROA_{t-1})平均數分別為 8.436%與 8.350%，而當期與前期股票報酬率(RET_t、RET_{t-1})平均數分別為 12.022%與 18.308%。前期營收成長率(GROWTH_{t-1})與負債比率(LEV_{t-1})平均數分別為 4.4%與 42.305%。前期市淨值比(MTB_{t-1})與營業額(LnSALES_{t-1})平均數分別為 1.673與 15.660。執行長任期方面，因資料庫提供比年數更為精準之月數單位，因此以月數衡量任期，CEO 任期(TENURE_t)平均為 171.1 月。

表三 敘述性統計量：薪酬模式變數

	mean	s.d.	Q1	Q2	Q3
LnDIRCOMP _t	6.286	1.736	5.457	6.569	7.350
LnTOPCOMP _t	8.147	0.688	7.764	8.117	8.522
SIZE _{t-1}	16.038	1.375	15.055	15.862	16.762
STDROA _{t-1}	4.321	6.413	1.692	3.211	5.371
STDRET _{t-1}	0.583	0.954	0.237	0.384	0.623
HHI _{t-1}	0.164	0.178	0.072	0.104	0.190
ROA _t (%)	8.436	7.538	3.873	7.515	12.308
ROA _{t-1} (%)	8.350	11.978	3.970	7.665	12.580
RET _t (%)	12.022	34.439	-9.923	7.563	25.945
RET _{t-1} (%)	18.308	44.189	-4.801	10.241	30.356
GROWTH _{t-1}	0.044	0.404	-0.121	0.005	0.098
MTB _{t-1}	1.673	1.718	0.880	1.250	1.870
LEV _{t-1} (%)	42.305	17.542	28.910	42.670	54.880
TENURE _t (月)	171.100	107.962	90.000	164.000	231.000
LnSALES _{t-1}	15.660	1.637	14.642	15.557	16.609

LnDIRCOMP=董事平均薪酬(取自然對數)；LnTOPCOMP=高階管理者薪酬(取自然對數)；SIZE=公司規模(總資產取自然對數)；STDROA=經營風險(前五年資產報酬率標準差)；STDRET=股票報酬風險(前五年股票報酬率標準差)；HHI=經營複雜度(赫芬達爾—赫希曼指數)；ROA=資產報酬率(%)；RET=股票報酬率(%)；GROWTH=營收成長率(%)；MTB=市淨值比；LEV=負債比率(%)；TENURE=CEO 年資(月數)；LnSALES=營業額(取自然對數)；t=時間。

表四顯示，兩模式均達顯著性($p < 0.001$)；董事薪酬模式(LnDIRCOMP)解釋力為 35.9%，高階管理者薪酬模式(LnTOPCOMP)為 41.7%。董事薪酬模式方面，在顯著水準 $\alpha = 0.1$ 下，正向影響董事薪酬者有前期公司規模(SIZE_{t-1})、資產報酬率(ROA_{t-1})與市淨值比(MTB_{t-1})；負向影響者有前期股票報酬率標準差(STDRET_{t-1})與負債比率(LEV_{t-1})。表示公司規模越大、營業績效越好、成長潛力越大，其董事薪酬越高；而股票風險越高、融資比率越高之公司，其董事薪酬越低。至於高階管理者薪酬模式方面，所有變數均達顯著水準。正向影響者有 CEO 年資(LnTenure_t)、前期營業額(LnSales_{t-1})、前期市淨值比(MTB_{t-1})、當期資產報酬率(ROA_t)、前期資產報酬率(ROA_{t-1})；負向影響者有當期股票報酬率(RET_t)、前期股票報酬率(RET_{t-1})。表示 CEO 越資深、營業額表現越佳、成長潛力越大、營業表現越佳之公司，其高階管理者薪酬越高；而股票報酬率越高之公司，其高階管理者薪酬越低。

表四 薪酬模式配適

模式(1)：LnDIRCOMP _t		模式(2)：LnTOPCOMP _t	
β	t-stat.	β	t-stat.

SIZE _{t-1}	0.516	21.417	***	LnTenure _t	0.067	4.007	***
STDROA _{t-1}	-0.035	-1.432		LnSales _{t-1}	0.501	27.597	***
STDRET _{t-1}	-0.079	-2.803	***	MTB _{t-1}	0.111	5.321	***
HHI _{t-1}	0.294	0.613		RET _t	-0.034	-1.870	*
ROA _{t-1}	0.227	11.709	***	RET _{t-1}	-0.031	-1.673	*
RET _{t-1}	-0.031	-1.621		ROA _t	0.133	5.625	***
GROWTH _{t-1}	0.022	1.313		ROA _{t-1}	0.097	4.712	***
MTB _{t-1}	0.148	6.287	***				
LEV _{t-1}	-0.117	-5.187	***				
Industry fixed effects		(yes)				(yes)	
Year fixed effects		(yes)				(yes)	
觀察值個數		2,199				2,199	
F-stat.(p-value)		34.707(p<0.001)				46.455(p<0.001)	
R ²		0.370				0.426	
Adj-R ²		0.359				0.417	

LnDIRCOMP=董事薪酬(取自然對數)；SIZE=公司規模；STDROA=前五年資產報酬率標準差；STDRET=前五年股票報酬率標準差；HHI=赫芬達爾—赫希曼指數；ROA=資產報酬率；RET=股票報酬率；GROWTH=營收成長率；MTB=市淨值比；LEV=負債比率；LnTOPCOMP=高階管理者薪酬(取自然對數)；LnTenure=CEO年資(取自然對數)；LnSales=營業額(取自然對數)；t=時間。*：達 10% 顯著水準；**：達 5% 顯著水準；***：達 1% 顯著水準。採用之觀察值筆數為總觀察值筆數(2,628)扣除存託憑證(54)以及缺乏高階管理者或董事超額薪酬計算資料筆數(375)後之個數。

二、敘述性統計

表五 Panel A 彙整實證模式變數之敘述性統計量。員工薪酬(LnEMP)平均數為 6.409，董事超額薪酬(EXDIR)平均數為 0.228，高階管理者超額薪酬(EXTOP)平均數為 0.001。執行長結構權力(POWER1)平均數為 0.290，表示有 29%之樣本公司，其董事長兼任總經理，擁有較高結構權力。另執行長統整權力(POWER2)平均數為 1.833；由於衡量分數介於 0-4，因此就統整權力言，台灣公司 CEO 平均統整權力偏低。Panel B 列示構成執行長統整權力(POWER2)之要項，包括所有權權力(POWEROWN)、聲望權力(POWERREP)、專業知識權力(POWERPRO)與結構權力(POWERDUAL)。52.6%之執行長擁有‘高’所有權權力(POWEROWN)，50.7%有‘高’聲望權力(POWERREP)，51.0%有‘高’

專業知識權力(POWERPRO)，29.0%有‘高’結構權力(POWERDUAL)。

控制權偏離(DIV)平均數為 6.044%，表示樣本公司之控制股東「控制權」大於「所有權」約 6%。資產報酬率(ROA)平均數為 8.436%，董事持股率(SH_DIR)平均數為 19.049%，監察人持股率(SH_SUP)平均數為 2.280%。獨立董事比率(OUT)平均數為 0.180，表示樣本公司中，獨立董事占董事成員之 18%，顯示許多公司仍未實施獨立董事制度⁵。營收成長率(GROWTH)平均數約為 2.4%，負債比率(LEV)平均數為 42.568%，經營風險(STDROA)平均數為 4.501，公司規模(SIZE)平均數為 16.249。非控制股東之大股東持股率(SH_BLOCK)平均數為 2.880%，前期營業額(取自然對數)平均數為 15.660，公司規模(SIZE)平均數為 15.660。另前期市淨值比(MTB_{t-1})平均數為 1.673，表示公司市值約為帳面值之 1.67 倍。

表五 敘述性統計量：實證模式變數

Panel A	mean	s.d.	Q1	Q2	Q3
LnEMP	6.409	0.600	6.063	6.401	6.780
EXDIR	0.228	1.389	-0.361	0.462	1.089
EXTOP	0.001	0.518	-0.290	-0.004	0.314
POWER1	0.290	0.453	0	0	1
POWER2	1.833	1.046	1	2	3
DIV(%)	6.044	10.139	0.200	1.090	6.715
ROA(%)	8.436	7.538	3.873	7.515	12.308
SH_DIR(%)	19.049	13.025	9.608	15.015	25.318
SH_SUP(%)	2.280	3.304	0.540	1.090	2.578
OUT	0.180	0.172	0.000	0.222	0.333
GROWTH	0.024	0.305	-0.101	0.003	0.094
LEV(%)	42.568	17.809	29.430	43.140	55.230
STDROA	4.501	7.427	1.893	3.118	5.275
SIZE	16.095	1.405	15.093	15.914	16.837

⁵ 我國自2007年起推行獨立董事制度，然允准該年之前已上市(櫃)公司，可選擇維持原監察人制度或變更為獨立董事制度。

SH_BLOCK(%)	2.880	7.571	0	0	0
SALES _{t-1}	15.660	1.637	14.642	15.557	16.609
MTB _{t-1}	1.673	1.718	0.880	1.250	1.870
Panel B	mean				
POWEROWN	0.526				
POWERREP	0.507				
POWERPRO	0.510				
POWERDUAL	0.290				

LnEMP=員工薪酬(取自然對數); EXDIR=董事超額薪酬; EXTOP=高階管理者超額薪酬; POWER1=執行長結構權力(1/0 指標變數); POWER2=執行長統整權力(介於 0-4); DIV=控制權偏離(%); ROA=資產報酬率(%); SH_DIR=董事持股率(%); SH_SUP=監察人持股率(%); OUT=獨立董事比率(%); GROWTH=營收成長率(%); LEV=負債比率(%); STDROA=經營風險(前五年資產報酬率標準差); SIZE=公司規模(總資產取自然對數); SH_BLOCK=非控制股東之大股東持股率(控制股東外之前十名大股東持股率); SALES_{t-1}=前期營業額; MTB_{t-1}=前期市淨值比; POWEROWN=執行長所有權權力(1/0 指標變數); POWERREP=執行長聲望權力(1/0 指標變數); POWERPRO=執行長專業知識權力(1/0 指標變數); POWERDUAL=執行長結構權力(1/0 指標變數); t=時間。

三、相關分析

表六為兩兩變數 Pearson 相關矩陣。與員工薪酬(LnEMP)呈顯著正向關係者有董事超額薪酬(EXDIR)、高階管理者超額薪酬(EXTOP)、控制權偏離(DIV)、資產報酬率(ROA)、董事持股率(SH_DIR)、獨立董事比率(OUT)、營收成長率(GROWTH)、經營風險(STDROA)、公司規模(SIZE)。而與員工薪酬(LnEMP)呈顯著負向關係者有執行長結構權力(POWER1)與負債比率(LEV)。表示在未控制其他變數情況下，董事超額薪酬愈高、高階管理者超額薪酬愈高、控制權偏離愈大、資產報酬率愈高、董事持股率愈高、獨董比率愈高、經營風險愈高、以及公司規模愈大時，員工薪酬愈佳。而執行長結構權力愈大、公司融資程度愈高時，員工薪酬待遇愈差。

表六 相關矩陣

	LnEMP	EXDIR	EXTOP	POWER1	POWER2	DIV	ROA	SH_DIR	SH_SUP	OUT	GROWTH	LEV	STDROA
EXDIR	0.080 ***	1											
EXTOP	0.098 ***	0.226 ***	1										
POWER1	-0.086 ***	-0.137 ***	-0.077 ***	1									
POWER2	-0.020 ***	0.083 ***	0.037 *	0.466 ***	1								
DIV	0.082 ***	-0.066 ***	-0.025 ***	-0.155 ***	-0.097 ***	1							
ROA	0.111 ***	0.106 ***	0.011 ***	-0.074 ***	0.307 ***	0.045 **	1						
SH_DIR	0.078 ***	-0.073 ***	-0.084 ***	-0.093 ***	-0.130 ***	0.466 ***	0.058 ***	1					
SH_SUP	-0.048 **	-0.059 ***	-0.024 ***	0.000 ***	-0.079 ***	-0.005 ***	-0.013 *	0.038 *	1				
OUT	0.069 ***	0.062 ***	0.040 *	-0.032 ***	0.079 ***	0.111 ***	0.110 ***	-0.042 **	-0.121 **	1			
GROWTH	0.099 ***	-0.010 ***	-0.049 **	0.010 ***	-0.021 ***	-0.020 ***	0.242 ***	-0.006 ***	-0.016 ***	-0.008	1		
LEV	-0.055 ***	-0.002 ***	-0.091 ***	-0.008 ***	-0.085 ***	-0.001 ***	-0.218 ***	-0.067 ***	-0.058 **	-0.010	0.085 ***	1	
STDROA	0.095 ***	0.051 **	-0.020 ***	0.005 ***	-0.069 ***	0.082 ***	-0.034 ***	0.010 ***	-0.012 ***	0.003	0.095 ***	-0.049 **	1
SIZE	0.144 ***	0.028 ***	0.069 ***	-0.134 ***	-0.041 *	0.135 ***	0.167 ***	-0.106 ***	-0.071 ***	0.091 ***	0.023 ***	0.385 ***	-0.153 ***

LnEMP=員工薪酬；EXDIR=董事超額薪酬；EXTOP=高階管理者超額薪酬；POWER1=執行長結構權力；POWER2=執行長統整權力；DIV=控制權偏離；ROA=資產報酬率；SH_DIR=董事持股率；SH_SUP=監察人持股率；OUT=獨立董事比率；GROWTH=營收成長率；LEV=負債比率；STDROA=經營風險；SIZE=公司規模。表內數值為 Pearson 相關係數。*：p<0.1；**：p<0.05；***：p<0.01(雙尾檢定)。

四、研究假說檢定

由於高階管理者與一般員工屬於密切之工作夥伴，高階管理者超額薪酬與員工薪酬可能存在相互影響關係，造成實證結果存在內生性偏誤(endogeneity bias)，因此本研究採用工具變數估計法，檢測內生性，並根據結果選用 OLS 或 2SLS 作為實證模式。

依工具變數估計法，工具變數應符合相關性(instrument relevance)與外生性(instrument exogeneity)基本條件(Stock and Watson 2006)。因此本研究依實證模式含 CEO 結構權力或含 CEO 統整權力，進行內生性檢測與研究假說檢定。

首先，在含 CEO 結構權力(POWER1)之模式方面，以非控制股東之大股東持股率(IV_SH_BLOCK)以及前期市淨值比(IV_PMTB)為候選工具變數。非控制股東之大股東持股率高低可反映外部大股東對公司管理階層監督程度，監督越強，高階管理者超額薪酬可能越受限制；而前期市淨值比為公司在股票市場已體現之成績，股票報酬表現越好，高階管理者越有機會獲取超額薪酬。而從實務角度，此二變數與員工薪酬較無明顯關聯性。此外，由於潛在內生變數(EXTOP)於模式內含有另一交乘項(EXTOP×POWER1)，依文獻，應視為一單獨潛在內生變數(Hua & Liu 2015；Ebbes, Papies and van Herde 2017)，因此增加工具變數 IV_PMTB×POWER1(前期市淨值比與結構權力交乘項)。

表七(Stage 1)彙整工具變數檢定結果。弱工具變數檢測顯示，Cragg-Donald F 統計量為 10.3449。依據 Stock and Yogo (2005)，F 統計量大於 10 表示無弱工具變數情形，即符合工具變數相關性條件。另由於工具變數個數(3)超過潛在內生變數個數(2)，本研究採用 Hansen 過度認定限制方法(over-identifying restrictions)檢測工具變數外生性。J 統計量為 2.012(p=0.156)，表示未能拒絕所有工具變數為外生變數之虛無假說，即候選工具變數符合外生性條件。

在工具變數符合基本條件後，以 Durbin-Wu-Hausman 方法檢定內生性。 χ^2 統計量為 2.815(p=0.093)，符合內生性認定，因此採用 2SLS 進行實證分析，並將結果彙整於表七(Stage 2)。

整體模式達顯著程度(F-stat.=21.682)，解釋力為 22.4%(Adj-R²)。在控制產業固定效果(industry fixed effects)與年度固定效果(year fixed effects)下，董事超額薪酬(EXDIR)對員工薪酬之影響未達顯著程度(係數=-0.025，t-stat.=-0.8921)，不支持假說 H₁，表示未有足夠證據顯示，董事超額薪酬會影響員工薪酬水準，表示實務上比較不重視董事與員工薪酬關聯性。高階管理者超額薪酬(preEXTOP)對員工薪酬呈顯著正向影響(係數=0.575，t-stat.=1.961)，支持假說

H₂，表示高階管理者超額薪酬愈多，員工薪酬亦愈佳。此結果顯示，企業員工薪酬對高階管理者超額薪酬具有敏感度，亦即公司實務存在‘高階管理者與員工垂直薪酬公平性’之認知。

執行長結構權力(POWER1)會負向影響員工薪酬(係數=-0.065，t-stat.=-2.386)，支持假說 H_{3A}，即執行長結構權力大之公司，員工薪酬成長空間較為有限。董事超額薪酬與執行長結構權力交乘項(EXDIR×POWER1)對員工薪酬呈正向影響(係數=0.068，t-stat.=2.238)，支持假說 H_{4A}，表示‘高’執行長結構權力有助於促進員工薪酬對董事超額薪酬敏感度，增加董事與員工垂直薪酬公平性。高階管理者超額薪酬與執行長結構權力交乘項(preEXTOP×POWER1)對員工薪酬呈負向影響(係數=-0.560，t-stat.=-1.905)，支持假說 H_{5A}，表示‘高’執行長結構權力，會弱化員工薪酬與高階管理者超額薪酬之敏感度，降低高階管理者與員工垂直薪酬公平性。

控制變數方面，資產報酬率(ROA)對員工薪酬呈正向影響，表示經營績效越佳之公司，員工薪酬越高。董事持股率(SH_DIR)對員工薪酬呈正向影響，表示董事持股對員工薪酬有正面作用。監察人持股率(SH_SUP)對員工薪酬呈負向影響，表示提高監察人之股東角色會抑制員工薪酬成長。營收成長率(GROWTH)對員工薪酬呈正向影響，即營收成長率越高之公司，員工薪酬越佳。負債比(LEV)對員工薪酬呈負向影響，表示舉債程度愈高之公司，員工薪酬愈低。經營風險(STDROA)對員工薪酬呈正向影響，表示經營風險越高或越具挑戰性之公司，員工薪酬水準越高，符合風險溢酬設計概念。公司規模(SIZE)對員工薪酬呈正向影響，表示規模越大之公司，員工薪酬越佳。其他控制變數並未達顯著影響作用。

接著，採用相同程序檢測含 CEO 統整權力(POWER2)之模式。如同前式，以非控制股東之大股東持股率(IV_SH_BLOCK)、前期市淨值比(IV_PMTB)、以及前期市淨值比與統整權力交乘項(IV_PMTB×POWER2)為候選工具變數。表八(Stage 1)彙整工具變數檢定結果。弱工具變數檢測顯示，Cragg-Donald F 統計量為 13.182(F<10)，表示無弱工具變數情形(Stock and Yogo 2005)，符合工具變數相關性條件。另 Hansen J 統計量為 2.600(p=0.107)，亦顯示候選工具變數符合外生性條件。

在工具變數符合基本條件後，以 Durbin-Wu-Hausman 方法檢定模式內生性。 χ^2 統計量為 2.859(p=0.091)，符合內生性認定，因此採用 2SLS 進行實證分析，並將結果彙整於表八(Stage 2)。

整體模式達顯著程度($F\text{-stat.}=22.268$)，解釋力為 24.1%(Adj-R^2)。除執行長統整權力(POWER2)與上述執行長結構權力(POWER1)之實證結果不同外，餘並無明顯迥異。董事超額薪酬(EXDIR)對員工薪酬未有顯著影響作用(係數=-0.051, $t\text{-stat.}=-1.472$)，表示無足夠證據支持董事超額薪酬會影響員工薪酬水準，因此假說 H_1 不成立。高階管理者超額薪酬(preEXTOP)對員工薪酬呈正向影響(係數=0.761, $t\text{-stat.}=1.978$)，支持假說 H_2 ，表示員工薪酬水準會參酌高階管理者薪酬優渥程度。執行長統整權力(POWER2)對員工薪酬之影響未達顯著程度(係數=-0.005, $t\text{-stat.}=-0.424$)，假說 H_{3B} 未成立，即 CEO 複合權力與員工薪酬並無明顯關係，此結果或許表示不同權力內涵之 CEO 對員工薪酬政策有不同或甚至衝突之觀點。董事超額薪酬與執行長統整權力交乘項($\text{EXDIR}\times\text{POWER2}$)對員工薪酬呈正向影響(係數=0.037, $t\text{-stat.}=2.628$)，支持假說 H_{4B} ，表示‘高’執行長統整權力可促進員工薪酬對董事超額薪酬敏感度，提升董事與員工垂直薪酬公平性。高階管理者超額薪酬與執行長統整權力交乘項($\text{preEXTOP}\times\text{POWER2}$)對員工薪酬呈負向影響(係數=-0.286, $t\text{-stat.}=-1.809$)，支持假說 H_{5B} ，表示執行長統整權力會弱化員工薪酬與高階管理者超額薪酬敏感度，降低高階管理者與員工垂直薪酬公平性。

表七 假說檢定—CEO 結構權力(POWER1)

	2SLS/ Stage 1				預期 方向	2SLS/ Stage 2		
	EXTOP	***	EXTOP×POW			係數	t-stat.	
	t-stat.		ER1	t-stat.				
常數	-6.465	***	-1.362		5.961	30.969	***	
IV_SH_BLOCK	-13.295	***	-3.514	***				
IV_PMTB	2.144	**	0.128					
IV_PMTB×POWER1	-1.006		-0.992					
EXDIR	20.220	***	-1.925	*	+/-	-0.025	-0.892 (H ₁)	
preEXTOP					+/-	0.575	1.961 ** (H ₂)	
POWER1	-0.292		-0.369		+/-	-0.065	-2.386 ** (H _{3A})	
EXDIR×POWER1	-0.821		9.092	***	+/-	0.068	2.238 ** (H _{4A})	
preEXTOP×POWER1					+/-	-0.560	-1.905 * (H _{5A})	
DIV	0.834		7.499	***	+	0.002	1.034	
ROA	-2.055	**	0.341		+	0.004	1.813 *	

SH_DIR	-3.623	***	-2.384	**	+/-	0.003	2.208	**
SH_SUP	-3.056	***	-0.488		+/-	-0.007	-2.038	**
OUT	4.888	***	2.760	***	+/-	0.002	0.306	
GROWTH	-1.435		-0.670		+	0.141	2.226	**
LEV	-10.832	***	-3.570	***	-	-0.003	-2.223	**
STDROA	-5.678	***	-2.055	**	+/-	0.009	5.732	***
SIZE	14.286	***	2.337	**	+	0.051	3.787	***
Industry fixed effects	(YES)		(YES)				(YES)	
Year fixed effects	(YES)		(YES)				(YES)	
No. of observations	2,172		2,172				2,172	
F-stat.	5.159***		4.423***				21.682***	
R ²	0.094		0.082				0.239	
Adj-R ²	0.076		0.063				0.224	
弱工具變數檢定	Cragg-Donald F-stat.=10.3449							
過度認定限制檢定	J-stat.=2.012 (p=0.156)							
內生性檢定	$\chi^2=2.815$ (p=0.093)							

EXTOP=高階管理者超額薪酬；EXDIR=董事超額薪酬；IV_SH_BLOCK=非控制股東之大股東持股率(工具變數)；IVPMTB=前期市淨值比(工具變數)；IV_PMTB×POWER1=前期市淨值比與結構權力交乘項(工具變數)；LnEMP=員工薪酬；POWER1=執行長結構權力；preEXTOP=高階管理者超額薪酬預測值；preEXTOP×POWER1=高階管理者超額薪酬與結構權力交乘項預測值；EXDIR×POWER1=董事超額薪酬與結構權力交乘項；EXTOP×POWER1=高階管理者超額薪酬與結構權力交乘項；DIV=控制權偏離；ROA=資產報酬率；SH_DIR=董事持股率；SH_SUP=監察人持股率；OUT=獨立董事比率；GROWTH=營收成長率；LEV=負債比率；STDROA=經營風險；SIZE=公司規模。連續性變數採前後1% winsorization 方法作極端值調整。係數檢定採用 White heteroscedasticity-consistent standard errors and covariance。*：p<0.1；**：p<0.05；***：p<0.01(雙尾檢定)。

表八 假說檢定—CEO 統整權力(POWER2)

	2SLS/ Stage 1		2SLS/ Stage 2				
	EXTOP	EXTOP×POW	預期 方向	係數			
		ER2			t-stat.		
	t-stat.	t-stat.					
常數	-10.773	***	-7.866	***	5.762	31.009	***

IV_SH_BLOCK	-13.557	***	-8.710	***				
IV_PMTB	6.550	***	2.713	***				
IV_PMTB×POWER2	-0.010		-0.149					
EXDIR	13.162	***	-1.340		+/-	-0.051	-1.472	(H ₁)
preEXTOP					+/-	0.761	1.978	** (H ₂)
POWER2	0.087		0.302		+/-	-0.005	-0.424	(H _{3B})
EXDIR×POWER2	2.312	**	4.968	***	+/-	0.037	2.628	*** (H _{4B})
preEXTOP×POWER2					+/-	-0.286	-1.809	* (H _{5B})
DIV	1.652	*	1.391		+	0.002	1.164	
ROA	-2.112	**	-1.507		+	0.004	1.576	
SH_DIR	-3.307	***	-5.075	**	+/-	0.002	2.031	**
SH_SUP	-2.219	**	-1.741	*	+/-	-0.008	-2.553	**
OUT	4.186	***	2.401	**	+/-	0.027	0.356	
GROWTH	-1.422		-0.261		+	0.154	2.419	**
LEV	-10.534	***	-7.277	***	-	-0.004	-3.806	**
STDROA	-9.799	***	-11.346	***	+/-	0.009	6.430	***
SIZE	13.109	***	39.236	***	+	0.066	5.949	***
Industry fixed effects	(YES)		(YES)				(YES)	
Year fixed effects	(YES)		(YES)				(YES)	
No. of observations	2,172		2,172				2,172	
F-stat.	5.159***		5.205***				22.268***	
R ²	0.092		0.095				0.256	
Adj-R ²	0.074		0.077				0.241	
弱工具變數檢定			Cragg-Donald F-tat.=13.182					
過度認定限制檢定			J-stat.=2.600 (p=0.107)					
內生性檢定			$\chi^2=2.859$ (p=0.091)					

EXTOP=高階管理者超額薪酬；EXDIR=董事超額薪酬；IV_SH_BLOCK=非控制股東之大股東持股率(工具變數)；IVPMTB=前期市淨值比(工具變數)；IV_PMTB×POWER2=前期市淨值比與統整權力交乘項(工具變數)；LnEMP=員工薪酬；POWER2=執行長統整權力；preEXTOP=高階管理者超額薪酬預測值；preEXTOP×POWER2=高階管理者超額薪酬與統整權力交乘項預測值；EXDIR×POWER2=董事超額薪酬與統整權力交乘項；EXTOP×POWER2=高階管理者超額薪酬與統整權力交乘項；DIV=控制權偏離；ROA=資產報酬率；SH_DIR=董事持股率；SH_SUP=監察人持股率；OUT=獨立董事比率；

GROWTH=營收成長率；LEV=負債比率；STDROA=經營風險；SIZE=公司規模。連續變數採前後 1% winsorization 方法作極端值調整。係數檢定採用 White heteroscedasticity-consistent standard errors and covariance。*： $p<0.1$ ；**： $p<0.05$ ；***： $p<0.01$ (雙尾檢定)。

伍、結論、建議與限制

本研究發現，當高階管理者領取較多超額薪酬時，員工也獲得較優渥待遇，而董事超額薪酬與員工薪酬並無顯著關聯性；此結果顯示，員工薪酬公平性參照之對象為高階管理者，而非董事，亦即實務上較重視高階管理者與員工薪酬之關聯性。

文獻關於薪酬的研究大多聚焦於探討 CEO 薪酬，且大部分的研究發現，CEO 會運用權力攫取經濟租，增加己身薪酬(如 Grabke-Rundell and Gomez-Mejia 2002；Kalyta and Magna 2008；Conyon and He 2012；Ntim 2012)。不同於這些研究，本文探討 CEO 權力與員工薪酬關係。實證結果發現，CEO‘結構’權力對員工薪酬具有抑制效果，顯示當 CEO 握有組織大權時，員工薪酬政策會偏向由上而下之管理者決定，呼應相對議價理論觀點，亦即執行長結構權力在員工薪酬政策上扮演關鍵性角色。

本研究並未發現，CEO‘統整’權力對員工薪酬有顯著影響。由於本研究定義統整權力包含結構權力、所有權權力、聲望權力與專業權力，此實證結果可能隱含不同權力內涵之 CEO 對員工薪酬政策有差異性觀點，因此淡化或稀釋‘統整’權力之影響作用。例如，聲望高的 CEO 與組織權力大的 CEO 對員工薪酬之看法或許不盡相同。

此外，本研究發現 CEO 權力（結構權力、統整權力）對‘高階管理者超額薪酬與員工薪酬關係’以及‘董事超額薪酬與員工薪酬關係’均具有調節作用，然方向相反。CEO 權力對‘高階管理者超額薪酬與員工薪酬關係’有負向調節效果，即 CEO 權力增加，會使高階管理者超額薪酬與員工薪酬漸形脫鉤，降低高階管理者與員工垂直薪酬公平性，隱含擁有較高權力之 CEO 會較漠視員工權益。而 CEO 權力對‘董事超額薪酬與員工薪酬關係’呈正向調節效果，表示提高 CEO 權力有助於促進董事超額薪酬與員工薪酬關聯性，提升董事與員工垂直薪酬公平性。綜此結果之可能解釋為，CEO 權力愈大時，高階管理者超額薪酬反映於員工薪酬之比例愈低，高階管理者與員工垂直薪酬益形偏離(pay disparity)；而為了降低此薪酬偏離造成之不利影響（如階層對立、績效降低、成為肥貓箭靶），有轉而促進提高董事與員工垂直薪酬關係之情形。

整體言，此實證結果顯示，CEO 權力（尤其結構權力）提高，對員工薪酬水準或高階管理者與員工垂直薪酬公平性均有不利影響。為了促進員工薪酬公平性，本研究建議應適度降低 CEO 在員工薪酬政策上之影響力。例如：(一)可比照或參照現行董事、監察人及高階經理人薪資報酬辦法⁶，由獨立、專業組織，定期檢討與評估員工薪酬政策，或直接將員工薪酬政策納入薪資報酬委員會職權項目；(二)可修訂公司法第 235 條之 1（2015 年增訂之條款，目的在於維護員工權益）⁷，增加各類型員工分紅比例之規範，以避免獨厚管理階層之情事（例如，區分‘管理職員工’與‘非管理職員工’，並據以規範酬勞分派比例）⁸；(三)可建立比 CEO pay ratio 更具實質意涵之薪酬公平性指標，作為勞資雙方談判及外界監督之基準。

最後，本文要提醒注意的是，文獻在董事、高階管理者超額薪酬衡量上，以及 CEO 權力分析架構與操作性定義上，均不盡相同，因此本研究結果及解釋應符膺這些研究限制。

⁶ 依據《薪資報酬委員會設置及行使職權辦法》，薪資報酬委員會應定期檢討與評估董事、監察人及高階經理人薪資報酬之政策、制度、標準與結構。

⁷ 現行條款僅規範企業應於公司章程訂定‘年度獲利依定額或比率分派員工酬勞’之條款，然廣義之員工包含管理階層、常務董事等符合一定條件之從屬員工，易造成階層分配不公情事。

⁸ 現行一般作法為，在公司章程中訂定如下提款：「本公司年度如有獲利，應提撥不低於某一百分比(如 3%)作為員工酬勞，由董事會決議以股票或現金分派發放，其發放對象包含符合一定條件之從屬員工」。

參考文獻

- 汪進揚與林慧茹，2021，〈薪酬公平性：員工生產力與控制權偏離之影響〉，《管理學報》，第 38 卷（2 期）：203–230 頁。
- 林淑姬、樊景立、吳靜吉與司徒達賢，1994，〈薪酬公平、程序公正與組織承諾組織公民行為關係之研究〉，《管理評論》，第 13 卷（2）：87–108 頁。
- 陳惠芳，2006，〈員工知覺薪酬公平與賦權對組織承諾影響之研究〉，《東吳經濟商學學報》，第 52 期：235–262 頁。
- 彭淮棟，2016，〈國際勞工組織：歐洲薪資差距大可能助長民族主義〉，<http://www.yucc.org.tw/news/foreign/20161216-1>。
- 彭蕙仙，2017，〈台灣勞動市場的惡性循環〉，《台灣醒報》，八月廿七日，網址：<https://anntw.com/articles/20170827-f8VI>。
- 張必武與石金濤，2005，〈董事會特徵、高管薪酬與績效敏感度—中國上市公司的經驗分析〉，《管理科學》，第 4 期，32–39 頁。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華，2006，〈董事會結構特性與公司績效關係之研究〉，《東吳經濟商學學報》，第 54 期：117–160 頁。
- 戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015，〈內部董事超額薪酬和公司未來績效—隱性合約觀點之實證研究〉，《台大管理論叢》，第 25 卷（2 期）：149–180 頁。
- 韓香茗，2016，〈紐上市公司 CEO 薪酬漲幅超員工近 3 倍〉，<http://www.epochtimes.com/b5/16/5/26/n7931675>。
- 藍弋丰，2015，〈薪資差距之多少？美國十大貧富不均與十大同甘苦公司比一比〉，<https://finance.technews.tw/2015/08/30/top-10-companies-where-ceo-pay-vs-employee-pay-ratio-is-lowest>。
- Adams, J. S. 1965. Inequity in social exchange. *Advances in Experimental Social Psychology* 2: 267–299.
- Agrawal, A., and C. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3): 377–397.
- Babecky, J., P. D. Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina, and T. Room. 2009.

- Downward nominal and real wage rigidity survey evidence from European firms. *Scandinavian Journal of Economics* 112(4): 884–910.
- Baliga, S., C. Moyer, and R. Rao. 1996. CEO duality and firm performance: What's the fuss?. *Strategic Management Journal* 17(1): 41–57.
- Bao, M. X., X. Cheng, D. Smith, and P. Tany. 2021. CEO pay ratios and financial reporting quality. *Global Finance Journal* 47: 100506.
- Bebchuk, L., M. Cremers, and U. Peyer. 2011. The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics* 102(1): 199–221.
- Benedetti, A. H., and S. Chen. 2018. High CEO-to-worker pay ratios negatively impact consumer and employee perceptions of companies. *Journal of Experimental Social Psychology* 79: 378–393.
- Bierstaker, J. L., J. R. Cohen, F. T. DeZoort, and D. R. Hermanson. 2012. Audit committee compensation, fairness, and the resolution of accounting disagreements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 31(2): 131–150.
- Booth, J., M. Cornett, and H. Tehranian. 2002. Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking and Finance* 26: 1973–1996.
- Brick, I. E., O. Palmon, and J. K. Wald. 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance* 12(3): 403–423.
- Brocht, C. 2000. The forgotten workforce: More than one in 10 federal contract workers earn less than a living wage. http://www.epi.org/publication/briefingpapers_livwage.
- Combs, J. G., D. J. Ketchen Jr, A. A. Perryman, and M. S. Donahue. 2007. The moderating effect of CEO power on the board composition – firm performance relationship. *Journal of Management Studies* 44(8): 1299–1323.
- Conyon, M. J., and L. He. 2012. CEO compensation and corporate governance in China. *Corporate Governance: An international Review* 20(6):575–592.

- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3): 371–406.
- Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker. 2008. The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics* 88(1): 1–25.
- Cronqvist, H., F. Heyman, M. Nilsson, H. Svaleryd, and J. Vlachos. 2009. Do entrenched managers pay their workers more?. *The Journal of Finance Economics* 64(1): 309–339.
- Cyert, R. M., P. Kumar, and S-K Kang. 2002. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science* 48: 453–469.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22(1): 20–47.
- Donaldson L., and J. Davis. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Journal of Management* 19: 49–65.
- Drucker, P. F. 1984. Reform executive pay or congress will. *The Wall Street Journal* April 24:34.
- Emerson, R. M. 1962. Power-dependence relations. *American Sociological Review* 27(1): 31–41.
- Ebbes, P., D. Papies, and H. van Heerde. 2017. Dealing with endogeneity: A nontechnical guide for marketing researchers. In Homburg, C., M. Klarmann, and Vomberg(Eds.) *Handbook of Market Research*: 1–37. Cham: Springer International Publishing.
- Eriksson, T. 1999. Executive compensation and tournament theory: Empirical rests on Danish data. *Journal of Labor Economics* 17: 262–280.
- Faleye, O., E. Reis, and A. Venkateswaran. 2013. The determinants and effects of CEO-employee Pay Ratios. *Journal of Banking & Finance* 37: 3258–3272.
- Fahlenbrach, R. 2009. Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of Finance* 13(1): 81–113.

- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26: 301–325.
- Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and valuation. *Academy of Management Journal* 35: 505–538.
- Finkelstein, S., and R. A. D’Aveni. 1994. CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal* 37: 1079–1108.
- Fong, E. A. 2010. CEO pay fairness as a predictor of stakeholder management. *Journal of Business Research* 63: 404–410.
- Grabke-Rundell A., and L. R. Gomez-Mejia. 2002. Power as a determinant of executive compensation. *Human Resource Management Review* 12: 3–23.
- Grenness, T. 2011. The impact of national culture on CEO compensation and salary gaps between CEOs and manufacturing workers. *Compensation & Benefits Review* 43(2): 100–108.
- Grinstein, Y., and P. Hribar. 2004. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics* 73(1): 119–143.
- Hambrick, D. C., and S. Finkelstein. 1995. The effects of ownership structure on conditions at the top: The case of CEO pay raises. *Strategic Management Journal* 16(3): 175–193.
- Harrison, J. R., D. L. Torres, and S. Kukalis. 1988. The changing of the guard: Turnover and structure change in the top management positions. *Administrative Science Quarterly* 33(1): 211–232.
- High Pay Centre. 2017. Fat Cat Wednesday 2017. <http://highpaycentre.org/blog/fat-cat-wednesday-2017>.
- Hu, C., and Y. J. Liu. 2015. Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment. *Journal of Corporate Finance* 30: 11–31.
- Jackson, S., T. Lopez, and A. Reitenga. 2008. Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. *Journal of Accounting and Public Policy* 27(5): 374–393.
- 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.
- Kabanoff, B. 1991. Equity, equality, power, and conflict. *Academy of Management Review* 16(2): 416–441.
- Kalyta, P., and M. Magna. 2008. Executive pensions, disclosure quality, and rent extraction. *Journal of Accounting and Public Policy* 27(2): 133–166.
- Kiatpongsan, S., and M. I. Norton. 2014. How much (more) should CEOs make? A universal desire for more equal pay. *Perspectives on Psychological Science* 9(6): 587–593.
- Lazear, E., and S. Rosen. 1981. Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy* 89(5): 841–864.
- Lippert, R., and G. Porter. 1997. Understanding CEO pay: A test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. *Journal of Business Research* 40: 127–138.
- Liu, H., and J. Yin. 2011. Executive perquisites, excess compensation, and pay for performance. *Journal of The Academy of Business and Economics* 11(3): 260–268.
- Lokin, E. 2019. Making executive compensation less controversial: The rise of pay ratios. *Business Law International* 20(3): 197–215.
- 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: 1010–1035.
- Mcfarlin, D. B., and P. D. Sweeney. 1992. Distributive and procedural justice as predictors of satisfaction with personal and organizational outcomes. *Academy of Management Journal* 35(3): 626–637.
- Milbourn, T. T. 2003. CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics* 68(2): 233–262.
- Montada, L., and J. Maes. 2016. Justice and self-interest. *Handbook of Social Justice Theory and Research* (pp. 109–125). New York, NY: Springer.

- Mueller, H., P. Ouimet, and E. Simintzi. 2017. Within-firm pay inequality. *Review of Financial Studies* 30(10): 3605–3635.
- Murphy, K. J., and T. Sandino. 2010. Executive pay and independent compensation consultants. *Journal of Accounting and Economics* 49(3): 247–262.
- Ntim, C. G. 2012. Director share ownership and corporate performance in South Africa. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance* 1(4): 359–373.
- OECD. 2015. Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries. <http://www.oecd.org/els/soc/growingunequalincomedistributionandpovertyinoecdcountries.htm>.
- Ozdemir, O., and A. Upneja. 2011. Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry. *International Journal of Hospitality Management* 31(3): 856–863.
- Pfeffer, J., T. Hatano, and T. Santalainen. 2005. Producing sustainable competitive advantage through the effective management of people. *The Academy of Management Executive* 19(4): 55–69.
- Rashid, A. 2013. CEO duality and agency cost: Evidence from Bangladesh. *Journal of Management and Governance* 17(4): 989–1008.
- Rechner, P. L., and D. R. Dalton. 1991. CEO duality and organizational performance: A longitudinal study. *Strategic Management Journal* 12: 155–160.
- Rouen, E. 2020. Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. *The Accounting Review* 95(1): 343–378.
- Securities and Exchange Commission. 2017. Commission guidance on pay ratio disclosure. <https://www.sec.gov/rules/interp/2017/33-10415.pdf>.
- Shin, T. 2014. Explaining pay disparities between top executives and nonexecutive employees: A relative bargaining power approach. *Social Forces* 92(4): 1339–1372.
- Social Accountability International. 2021. <https://sa-intl.org/programs/sa8000>.
- Stock, J., and M. W. Watson. 2006. Forecasting with many predictors. *Handbook of Economic Forecasting* 1: 515–554.

- Stock, J., and M. Yogo. 2005. Testing for weak instruments in linear IV regression(80–108). In: Andrews DWK identification and inference for econometric models. New York: Cambridge University Press.
- Wade, J. B., C. A. O'Reilly, and T. G. Pollock. 2006. Overpaid CEOs and underpaid managers: Fairness and executive compensation. *Organization Science* 17(5): 527–544.
- Weinberger, T. E. 2013. Salary dispersion for lower stratum employees as a predictor of oligarchic salary practices: Do large spreads mask large gaps?. *Compensation & Benefits Review* 45(2): 115–120.
- Weir, C., and D. Laing. 2001. Governance structures, director independence and corporate performance in the UK. *European Business Review* 13: 86–94.
- World Business Council For Sustainable Development. 2021. <https://www.wbcsd.org>.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40: 185–211.
- Zhang, S., Y. Li, and J. Chen. 2016. CEO power, CEO age and the policy instrument property of state-owned-enterprises. *Frontiers of Business Research in China* 10(3): 507–524.