Review of Accounting and Auditing Studies
會計審計論叢，第 14 卷第 2 期，2024 年 12 月
第 87-132 頁

高階經理人和基層員工間薪酬差距與公司信用評等[#]

蔡柳卿
國立嘉義大學財務金融學系

陳苑如[*]
國立成功大學會計學系暨財務金融研究所

張佩琪
國立嘉義大學財務金融學系

收稿日：2024 年 2 月 20 日；接受日：2024 年 9 月 10 日

摘要

台灣主管機關於 2018 年規定，2019 年起強制要求上市櫃公司須公開揭露前一年之「非擔任主管全時員工薪酬資訊」。基於員工薪酬資料可得之機會，本研究以高階經理人和基層員工薪酬倍數比率衡量兩者薪酬差距，旨在探討「高階經理人相對於基層員工薪酬倍數比率」和信用評等之關係，並延伸探討控制股東股權結構對此關係的影響。本文以 2018 至 2021 年之台灣上市櫃公司為樣本，實證結果顯示，薪酬倍數比率越高，公司信用評等表現越佳，支持人才分配理論和競賽理論，表示薪酬差距對公司有維繫人才與提供激勵之效果，高階經理人更有動機最大化公司長期價值，因而減少和各利害關係人之代理衝突，並可減緩未來經營之不確定性，信用評等機構因而對公司的信用風險評估較為樂觀。其次，考量控制股東所有權和控制權偏離程度可能隱含公司之薪酬倍數比率具有不公平性與利益掠奪之經濟意涵，故進一步納入分析。實證發現：控制股東股權偏離程度負面衝擊薪酬倍數比率和信用評等表現兩者間的關係，顯示控制股東股權偏離越高，薪酬倍數比率越可能肇因於掠奪誘因而使厭惡不公平感加深，影響公司未來績效，導致信用評等機構預期高薪酬倍數比率可能提升未來信用風險。

關鍵詞：薪酬不公平、薪酬差距、高階經理人、基層員工、信用評等、控制股東

[#] 作者感謝期刊總編輯戚務君教授、廖芝嫻教授與兩位匿名審查委員之寶貴意見和建議。

[*] 通訊作者。地址：701 臺南市東區大學路 1 號(國立成功大學會計學系暨財務金融研究所)，電話：(06)2757575 分機 53400，Email: r18121027@gs.ncku.edu.tw。

臺灣人社會科學引文資料庫

Review of Accounting and Auditing Studies
Vol. 14 No. 2, December 2024
pp.87-132

Within-Firm Pay Inequality and Corporate Credit Rating[#]

Liu-Ching Tsai
Department of Banking and Finance, National Chia Yi University

Yuan-Ju Chen[*]
Department of Accountancy and Graduate Institute of Finance, National Cheng Kung University

Pei-Chi Chang
Department of Banking and Finance, National Chia Yi University

Received 20 February 2024; accepted 10 September 2024

Abstract

Taiwan's regulatory authorities stipulated in 2018 that all listed firms are required to publicly disclose the "non-executive full-time employee compensation information" of the previous year starting in 2019. Given the availability of compensation information on both top executive and non-executive full-time employees, this study investigates the relationship between the executive-to-worker pay ratio and corporate credit rating. We also investigate how the divergence in the control rights and ownership of controlling shareholders affects the relationship. Using a sample of Taiwanese firms publicly traded on either the Taiwan Stock Exchange or the Taipei Stock Exchange between 2018 and 2021, the empirical results show that the higher the pay ratio, the better the credit rating, supporting the talent assignment theory and tournament theory. This suggests that the pay gaps help firms attract talented executives and motivate their greatest efforts to enhance long-term firm value, which lowers firms' uncertainty about future operations and in turn increases the credit rating. Next, we find that the degree of deviation between the controlling shareholder's ownership and control rights negatively affects the relationship between the pay ratio and credit rating. This result implies that the higher the degree of deviation, the more likely the pay gap is induced by the rent extraction of controlling shareholders, which deepens the aversion of various stakeholders to unfairness and in turn increases uncertainty about firms' future performance and credit risk evaluation.

Keywords: Pay inequality; Pay gap; Top executives; Ordinary employees; Credit ratings; Controlling shareholders

[#] The authors are grateful to the Co-Editors-in-Chief, Prof. Wu-Chun Chi and Prof. Chih-Hsien Liao, as well as the two anonymous reviewers, for their invaluable comments and suggestions.

[*] Corresponding author. Address: No. 1, University Rd., East Dist., Tainan City 701, Taiwan (R.O.C.). Department of Accountancy and Graduate Institute of Finance, National Cheng Kung University. Tel: 06-2757575 ext.53400. Email: r18121027@gs.ncku.edu.tw.

壹、緒論

信用評等是對企業信用風險之評估[1]。良好的信用評等可為公司創造諸如降低借款成本、提高舉債空間、增加資本支出、減少現金累積與增加資產成長等經濟效益(e.g., Tang 2009)，故確認信用評等之影響因素以利改善與維持良好的信用評等，乃公司生存及成長的重要課題。

過往關於信用評等之相關文獻指出，信用評等機構在進行評估時，往往會考慮各項攸關公司及管理者的因素，包括財報比率(Kaplan and Urwitz 1979)、會計穩健性(Ahmed et al. 2002; 林美鳳等 2009)、獲利品質(Francis et al. 2005)、會計師事務所規模(陳妮雲 2018)、高階管理者之薪資合約(Kuang and Qin 2013)、管理者之間薪酬差距 (Du et al. 2019; Bannister et al. 2020)及管理者能力(Cornaggia et al. 2017)等多元因素。近年來，備受全球關注之企業社會責任(Corporate Social Responsibility，以下簡稱 CSR)與環境、社會和公司治理(Environmental, Social, and Governance，以下簡稱 ESG)之表現，經實證發現對公司信用評等有所影響(Jiraporn et al. 2014)。Hossain et al. (2023)亦發現總公司座落於高社會資本區域(high social capital regions)[2]者具有較佳信用評等。

在全球政府積極推動的 CSR 與 ESG 觀點下，公司須重視諸如員工、供應商、政府、社區成員等利害關係人權益[3](李桓伊與陳明進 2021)。其中，員工為公司的重要資產，員工薪資是否被良好設計以增加員工向心力，形成公司能否有效留才、維持穩定營運的關鍵。然而，當前世界各國普遍存在基層員工和高階主管薪酬存有懸殊差距[4]的現象，引發社會大眾對員工所得公平性的高度討

---

[1] 主要針對公司的償債能力、整體信用程度以及對債務人潛在違約可能性進行評估。實務上由信用評等機構進行信用評分，國際著名的評級機構包括標準普爾(Standard & Poor's)、穆迪(Moody's)及惠譽國際(Fitch Ratings)，本研究之標的為台灣市場，台灣信用評等機構包括中華信用評等公司及台灣經濟新報(TEJ)資料庫 TCRI 徵信系統。

[2] 在某些地區，由於代代相傳的歷史制度和規範(Fukuyama 1995)，人們往往更加無私、誠實和透明(Banfield 1958)。這些是研究人員認為的高社會資本區域。

[3] CSR 乃 1999 年聯合國提出的全球盟約，乃強調企業獲利的同時，應承諾遵守道德規範、改善員工、社會的生活品質，為一個永續經營的概念；ESG 為具體實踐 CSR 精神的方式，為 2006 年聯合國提出，係從環境(Environment, E)、社會(Society, S)與經濟/公司治理(Economy/Governance, G)三個架構中，以具體指標評估公司是否達到永續經營。不論何者，皆強調滿足各個利害關係人的需求，而非傳統上僅追求股東利益。本研究之主題為高階經理人與基層員工薪酬差距，涉及員工權益公平性的維護，不論在 CSR 或 ESG 的討論中，皆屬重要的利害關係人權益，由於本研究主題並非針對 CSR 或 ESG 的整體性進行分析，故本研究內文中並不特別深入討論兩者差異且區隔此二用辭。

[4] 根據美國勞工聯合會和產業工會聯合會(American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations，簡稱 AFL-CIO)在 2021 年報告指出，S&P 500 指數公司的高階經理人平均收入為 1,830 萬美元，而員工的平均收入僅有 58,260 美元，而觀察高階經理人與基層員工平均薪酬倍數比率，從 1965 年的 20：1 到 2021 年增長為 324：1，顯示高階經理人與基層員工之薪酬存在懸殊差距。而天下獨立評論 2023 年 9 月的報導指出：在 2012 至 2021 年間，基層員工的平均年薪酬由 90.4 萬元增加至 111.9 萬元，高管階層的平均年薪酬則由 359 萬元增加至 544.1 萬元，增幅達 52%。

臺灣人事管理學術期刊著作權

論。學者指出這項薪酬差距產生的不公平感，可能誘發諸如供應商、客戶、員工等相關利害關係人的不良反應，從而負面影響公司潛在現金流量乃至於提高風險(Pan et al. 2022)。事實上，過去文獻積極探討這項薪酬差距的經濟意涵，惟許多研究探討薪酬差距與公司價值或績效的關係，呈現分歧的實證結果而有不同的解釋論點(Tarkovska 2017; Mueller et al. 2017; Fischer and Lindermoyer 2020; Bao et al. 2020)。

人才分配理論和競賽理論(Lazear and Rosen 1981)主張薪酬差距可以作為激勵機制，以吸引、保留與激發高潛力和高績效的人才；薪酬差距可提供努力的動機，促使人才競爭、追求卓越和獲取更高的經濟報酬。過去實證研究(Faleye et al. 2013; Cheng et al. 2017; Mueller et al. 2017; Jung et al. 2021)發現 CEO-基層員工間的薪酬差距與公司評價及未來經營績效呈正相關，支持人才分配理論及競賽理論。然而，尋租理論與厭惡不公平理論(Adams 1965; Bebchuk and Fried 2006)則主張，高階經理人的薪酬與公司績效不配適可能意味著潛在道德風險，高階經理人可能傾向於追求個人利益而非公司長期價值，導致公司承擔較高代理成本而增加公司風險。Shin et al. (2015)發現韓國企業高階主管與員工薪酬差距分別和公司未來營運績效及股票報酬呈負向關係；Pan et al. (2022)檢測 2018 年美國上市公司首次揭露 CEO 與員工薪酬倍數比率的市場反應，結果發現股票市場對高薪酬倍數比率有負面反應，潛在原因為公司內部薪酬差距較大的公司會產生利害關係人的負面效應，例如員工生產力下降(Edmans 2011; Kelly and Seow 2016; Green and Zhou 2019)與客戶抵制(Benedetti and Chen 2018)等，如此將使企業遭受負面的現金流量後果，特別是當 ESG 日益成為全球焦點時。

綜上可知，公司內部的薪酬差距可能具有正面績效後果(e.g., Mueller et al. 2017)而有助於降低信用風險，但另一方面，此差距卻可能引發社會上多方利害關係人觀感不佳(Pan et al. 2022)而增加公司未來風險。高薪酬差距隱含了公司中員工薪酬公平性低而被視為對 CSR 投入有限。過去研究指出，CSR 有助於公司建立道德資本而協助公司免受未來負面事件的不利影響(謝懿等 2022)。因此，CSR 參與越高的公司所面臨的風險就越低(e.g., Godfrey et al. 2009)，正如 Jiraporn et al. (2014)指出，風險緩和觀點認為 CSR 活動可以改善信用評等。由於員工薪酬權益普遍受到大眾關注，但目前並無研究針對 CSR 中此特定項目探討其如何影響公司的信用評等。據此，本研究首要目的係檢視「高階主管與基層員工薪酬差距」和公司信用評等之關聯性。

高階主管與基層員工的薪酬差距資訊，主要來自我國上市櫃公司自 2019 年起依規定應公告前一年「非擔任主管職務之全時員工薪資資訊」，此一新規範提供本研究一個寶貴機會，得以系統化地公開取得上市櫃公司全時基層員工薪酬資訊，再與原已強制揭露之高階管理者薪酬計算出兩者的薪酬倍數比率，以衡量薪酬差距。事實上，美國證券交易委員會在 2015 年頒布陶德弗蘭克法案

臺灣大學學術期刊資料庫

(Dodd-Frank Act)，規定美國上市公司 2018 年起必須揭露前一年高階經理人與員工薪酬中位數之倍數比率(CEO pay ratio)，在全球關注 ESG、重視員工權益的潮流下，台灣亦跟進美國的規範。在強制揭露前，薪酬差距的相關研究受限於採用自願性揭露公司而有樣本量小和選樣偏誤問題(Faleye et al. 2013; Lei 2017)，或者因為採用財務報表中附註的員工福利(薪資)費用資訊，未能精確捕捉「非擔任主管」之「全時」員工的薪資資訊，亦即可能包含到經理人、兼職或臨時人力等員工薪資(李桓伊與陳明進 2021)，因此，本研究採用我國主管機關規範之「非擔任主管職務之全時員工薪資資訊」，能更精確地捕捉到全時正式員工的薪資。

台灣上市公司普遍存在控制股東(Yeh and Woidtke 2005; Yeh et al. 2001)，控制股東透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式來達成對公司的控制，尤其是藉由指派家族成員佔有董事會席次來取得控制權(Yeh and Woidtke 2005)，因此高階管理者可以透過品質不良的董事會輕鬆賺取超額薪酬(e.g., Core et al. 1999)。 此外，有利益掠奪誘因的控股股東在涉入公司經營管理時可能有追求短期利潤的動機，強調人力成本控管而忽略了員工人力資本投資的長期價值，因而產生偏低的員工薪酬，造成相對高階管理者而言有不公平差距。因此，本研究進一步將控制股東控制權和所有權偏離[5]的因素納入考量，從信用評等機構的觀點，釐清高階經理人與員工間的薪酬差距在控制股東代理問題下的意涵。

過去文獻(e.g., La Porta et al. 1999)指出，當控制股東的控制權超過所有權(指盈餘分配權，或稱現金流量請求權)，兩者偏離程度越大時，控制股東越有能力與誘因利用控制權來轉移公司的資源和價值，圖利自己或與自身有利益關聯的一方，而此種圖己私利之決策對公司價值的損害，會因為本身現金流量權相對較低而影響不大，但卻傷害其他股東與利害關係人之權益甚鉅，此為負面掠奪效果(negative entrenchment effect)。以往研究已發現此種控制權和所有權偏離問題會負面影響公司價值、公司績效、薪酬決策等(e.g., Shleifer and Vishny 1997；La Porta et al. 2000；Bebchuk et al. 2000；Claessens et al. 2002；王元章與張椿柏 2011；張雅淇等 2023)。關於本研究聚焦的薪酬差距，由於在控制股東股權偏離程度較高的公司中，高階經理人與基層員工薪酬差距可能肇因於控制股東的負面掠奪，故隱含公司薪酬不公平與員工權益未受妥適保障的結果。此時，信用評等機構是否認為該公司未善盡 CSR 以致道德資本不足，可能影響各利害關係人的信任而導致未來現金流量不確定性升高，進而反映在其信用風險之評估中？目前尚無實證證據。為瞭解這項實務上普遍存在的股權結構現象是否影響信評機構對薪酬差距未來風險意涵的判斷，本研究第二個目的係檢視：控制股

臺灣大學學術期刊資料庫

[5] 本文後續將視需要，控制股東之控制權與所有權偏離有時會精簡表達為控制股東股權偏離。

東股權偏離是否影響「高階經理人與基層員工薪酬差距」與信用評等之關係。

本研究以 2018 至 2021 年之台灣上市櫃公司為樣本，分析高階經理人與基層員工薪酬差距與信用評等之關係。如前述，本研究採用我國主管機關規範下公司公告的「非擔任主管職務之全時員工薪資資訊」，輔以原已公開揭露之高階經理人薪酬，計算出薪酬倍數比率，以評估信用評等機構對此員工薪資公平性指標的運用情形。信用評等資訊則是採用台灣經濟新報發布之台灣上市櫃公司信用指標評等結果來進行探討。由於該指標評等級數越小(大)表示公司信用風險越低(高)，信用評等越佳(差)，本研究為使讀者更直觀地將衡量變數數值大小和信用評等的優劣直接進行同方向解讀，故另反轉設計新變數，使數值越大表示信用評等表現越佳(陳妮雲 2018)。整體而言，本研究實證結果顯示：一、公司之薪酬倍數比率越高，其信用評等表現越佳，支持人才分配理論和競賽理論，表示薪酬差距對公司有吸引、維繫人才與提供激勵之效果，高階經理人更有動機最大化公司長期價值，進而減少和各利害關係人之代理衝突與減緩未來經營之不確定性，信用評等機構因而對公司的風險評估較為樂觀。二、控制股東之控制權與所有權偏離負向調節了薪酬倍數比率與信用評等之間的關係，意味著當控制股東股權偏離越高，薪酬倍數比率越可能肇因於掠奪誘因而使利害關係人厭惡不公平感加深，導致信用評等機構預期高薪酬倍數比率可能提升未來信用風險。在敏感性分析中，本研究進行以下的重新檢測：1.考量內生性問題而採用傾向評分匹配法(propensity score matching, PSM)與熵平衡法(entropy balancing method)的配對樣本；2.採用二階段最小平方法(two-stage OLS)；3.在模型中分別納入 ESG 整體績效、社會(S)構面績效與公司治理(G)構面績效等額外控制變數；4.改採員工薪酬中位數作為員工平均薪酬水準以重新衡量薪酬差距；5.排除受新冠疫情影響之年度後重新分析，以及 6.改採公司為聚類基礎之標準誤(standard errors clustered by firms)判斷顯著性。以上重新分析後之實證結果皆維持相同結論。

本研究具有以下貢獻。首先，高階管理者與基層員工薪酬差距的實務現象，為社會各界關注之 ESG 議題之一，本研究之發現可供洞察信用評等機構如何前瞻性地考量了 CSR 與 ESG 項目中的員工權益資訊，值得企業管理者、董事會及政策制定者重視，尤其本研究發現高階管理者高薪群組具有相對較佳的信用評等，而基層員工低薪群組則有較差的信用評等，意味著薪酬差距雖有正面管理能力及激勵努力的意涵，但員工過度低薪會有負面信用評等效果，故而公司董事會及高階管理者在薪酬規劃管理上，應審慎考量外部專業機構的信用風險評估觀點。此外，主管機關規範上市櫃公司應系統化揭露非主管全時員工薪資資訊，使得其與高階主管薪酬之差距得以現形，本研究的實證結果可協助主管機關從信用評等機構觀點出發，評估此揭露政策對信用風險評估的有用性，故本研究具有政策意涵。

臺灣大學學術期刊資訊網

其次，在學術方面，目前鮮少文獻以信用評等機構之觀點，探討薪酬差距如何影響公司信用評等。截至目前作者所知，針對高階管理者與基層員工薪酬差距檢視其對於信用評等影響者，僅有 Lei (2017)之未發表研究，其乃採用美國公開發行公司自願性揭露員工薪酬資訊以計算出薪酬差距，但具有樣本量偏少及選樣偏誤之限制[6]。本研究採用台灣新興市場主管機關強制揭露員工薪資而計算出的薪酬差距，據以分析信用評等機構對此大量、系統化公開資訊的判讀，應具較高外部效度，對全球同屬新興市場的國家亦較具參考價值，而本研究也對高階管理者和基層員工薪酬差距的信用風險意涵提供了學術文獻的補充。同時，目前尚無文獻探討控制股東股權偏離如何進一步影響了信用評等機構對這項薪酬差距的風險評估，因此本研究也補充過去文獻，闡明了控制股東股權偏離對薪酬差距經濟意涵之解讀具有影響。

貳、文獻探討與假說發展

一、高階經理人與基層員工薪酬差距之相關文獻

高階經理人與基層員工薪酬差距反映之經濟意涵有正、反兩面之觀點(Mueller et al. 2017)，其相關理論基礎如下所述。

(一) 人才分配理論(Talent Assignment) 與競賽理論(Tournaments)

公司高階管理者薪酬高的原因來自高階管理人員的行為及決策較基層員工更具影響力，特別是對較大規模的公司，因為高階主管對於資源利用與分配的決定可能對整個公司造成影響，而員工的決定僅限於其工作部門，故高階管理者的決策會對公司更有增強效果。人才分配理論指出，公司願意提供高昂的薪資以吸引高才能的 CEO，支持此觀點的實證證據顯示：較大規模的公司可能讓內部薪酬不平等更加明顯(Rosen 1981; Baker and Hall 2004; Gabaix and Landier 2008)。Mueller et al. (2017)探討公司內部薪酬不公平現象(高階管理者和基層員工薪酬差距)的影響，其乃使用 Income Data Services (IDS)提供的 2004 年至 2013 年英國公司層級之資料，包含了公開交易公司和私有公司的專屬資料。實證結果指出，薪酬差距越大的公司具有越高的市場評價和越強的營運績效。這類公司也具有較大的權益報酬，顯示薪酬差距並未完全反映在市場價格中。整體結

[6] Lei (2017)研究期間為 1992-2014 年，其採用之基層員工平均薪資水準，除了採用產業別平均水準衡量外，也與 Faleye et al. (2013)相同，採用自願性揭露之公司別員工平均薪資水準，據以進一步和已強制揭露之排名前五高薪經理人薪酬相減後得出薪酬差距。然而，此作法下會有選樣偏誤問題及樣本量太小的問題(Faleye et al. 2013; Lei 2017)。Lei (2017)文中即指出，公開發行公司僅約有10%自願揭露全部的人力成本，包括薪工、退休金成本、利潤分享和績效獎金、所得稅與其他員工福利等。

臺灣大學學術期刊資料庫

果支持的觀點是：企業間薪酬差距的差異反映了管理者才能的差異。

競賽理論認為，透過員工間的競爭行為以決定薪酬水準，並提升公司內部職位的晉升價值，可激發員工在升遷過程中投入最大努力的誘因，同時也藉此降低公司的監管成本，進而提升公司績效(Lazear and Rosen 1981; Kale et al. 2009; Talavera et al. 2021; Vitanova 2022)。對於高階管理者，企業必須提供額外薪酬以補償其已位居高位下的有限晉升機會，並激勵其持續創造績效而給予獎勵，始能留住有才能的管理者，故額外的薪酬補償與獎勵可能導致其與基層員工間的薪酬差距(Rosen 1981)。Faleye et al. (2013)研究結果指出，當員工有合理機會贏得連續晉升比賽的情況下，員工生產力與公司績效皆有所提升，表示較高的薪酬倍數比率產生了競賽激勵的結果。Jung et al. (2021)分析 2017 年 12 月 31 日至 2018 年 12 月 31 日的標準普爾 1500 指數曆年制公司其 CEO-員工薪酬比率揭露情況。Dodd-Frank Act 要求所有公開交易公司揭露 CEO 與員工之間的薪酬比率，其中公司在計算規定的薪酬比率時，可有彈性地運用被允許的裁量權，並視需要揭露補充的薪酬比率。其研究發現：公司因政治成本的考量而運用彈性來計算薪酬比率外，有誘因對勞動市場傳遞訊號的公司會揭露高於法定薪酬比率的補充比率，且這項自願揭露額外的薪酬比例反映了公司有更佳的經濟面薪酬差距，故其和後續的公司財務績效有正向關係。因此，根據人才分配或競賽理論，薪酬差距對公司而言反映了較佳的經濟後果。然而，相關文獻認為高階主管與基層員工之薪酬差距將導致負面績效效果，反映負面經濟意涵，如下所述。

(二) 高階管理者之尋租理論(Rent Extraction)與厭惡不公平(Inequity Aversion)

高階經理人之尋租理論是指高階經理人在薪酬契約制定的過程中，利用其權力來影響自身薪酬，故可能犧牲股東或其他利害關係人之權益而追求自身最大薪酬利益，導致公司內部薪酬差距的擴大；股東和債權人皆因此承擔了高階經理人掠奪公司財富的成本，其中尋租意指高階經理人額外攫取的薪資報酬(Bebchuk and Fried 2006; Choe et al. 2014)。汪進揚與王妤如(2021) 研究支持相對議價能力(relative bargaining power)觀點，當執行長權力增加時，會減低員工在談判薪酬時的籌碼，使員工薪酬有偏低的現象，進而造成差距越大。厭惡不公平理論主張員工會將自己的薪酬與他人比較，若意識到薪資低於自身期望或自身價值時，將產生不公平感，進而影響工作士氣與動力，可能降低員工的生產力，甚或採取代價高昂的抗議行為，例如推卸責任和自願離職等(Adams 1965; Akerlof and Yellen 1990; Chan et al. 2020)。Green and Zhou (2019)的研究發現，基本薪資不公平程度與公司績效呈負相關，推論可能肇因於薪資差距降低員工士氣與生產力，進而負向衝擊組織整體績效。

以上文獻主要探討薪酬差距對公司價值或公司績效，以及員工生產力(e.g.,

臺灣人文社會期刊資料庫

Mueller et al. 2017; Green and Zhou 2019)的影響，多數研究係站在投資人的立場，探討市場績效指標及公司客觀的財務績效指標。不同的是，本研究聚焦於信用評等機構的信用風險評量觀點，根據上述理論基礎，本研究以下探討相關文獻並據以發展薪酬差距與信用評等關聯性之假說。

二、薪酬差距與信用評等關聯性之文獻及假說一發展

過往關於信用評等之相關文獻指出，信用評等機構往往會透過各種與公司及管理者特性有關的因素來評估公司信用風險，包括財報比率(Kaplan and Urwitz 1979)、會計穩健性(Ahmed et al. 2002；林美鳳等 2009)、獲利品質(Francis et al. 2005)、會計師事務所規模(陳妮雲 2018)、高階管理者之薪資合約(Kuang and Qin 2013)、管理者之間薪酬差距 (Lei 2017; Du et al. 2019; Bannister et al. 2020)以及管理者能力(Cornaggia et al. 2017)。近年來備受全球關注之企業社會責任(Corporate Social Responsibility，簡稱 CSR)與環境、社會和公司治理(Environmental, Social and Governance，簡稱 ESG)之表現也被實證發現對公司信用評等有正向影響(Jiraporn et al. 2014)。針對和本研究攸關的公司內薪酬差距，進一步討論如下。

與本研究較為相關的信用評等影響因素是薪酬差距，包括「高階經理人之間」以及「高階經理人和基層員工間」的薪酬差距。關於高階經理人之間的薪酬差距，Bannister et al. (2020)發現此差距與公司未來信用評等表現之間存在負向關係，即高階經理人之間的薪酬差距可能導致管理者的行為風險更大，進而對未來信用評等產生負面影響；研究中並提出，信用評等不佳的公司，其高階經理人獲得之超額薪酬遠高於公司所承擔的額外債務成本。然而，Du et al. (2019)探討經理人之間薪酬差距的排序競賽誘因機制，實證發現經理人之間的薪酬差距與信用風險呈負相關，表示擴大經理人間薪酬差距的這項競賽誘因設計，可透過激勵高階經理人表現的機制，避免其做出損害債權人的行為，以降低信用風險。

關於和本研究同樣專注基層員工與高階經理人間薪酬差距的文獻如下。Bardos et al. (2021)以美國 S&P 1500 之公司為樣本，採最新強制揭露的「高階主管薪酬相對於基層員工薪酬中位數的倍數比率」之資訊，並以債券收益率利差(yield spreads on corporate bonds)衡量信用風險，探討公司內部薪酬差距對信用風險的影響，結果發現調整同業後之薪酬差距和收益率利差之間，存在顯著的負向關係；而當公司為財務受限、勞動密集型和中小型時，此結果更為強烈，該證據支持高階經理人和員工薪酬差距具誘因激勵效果的觀點。不同的是，Lei (2017)和 Huang et al. (2018)皆以自願性揭露「CEO 與員工間」薪酬差距之公司為樣本。Lei (2017)檢測此差距和債務成本之關係，其債務成本主要係以標準普爾之長期發行人信用評等進行衡量，實證發現 CEO 與員工之間薪酬差距的擴大

臺灣上市櫃公司期刊資料庫

與債務成本較低(信用評等升級的可能性較高)有關。隨著平均員工薪資成長率的提高，這種關聯性會減弱，並且對於勞動密集型企業而言比資本密集型企業更為明顯。作者推論此薪酬差距可能表示公司管理者薪酬調整成本和控制基層員工薪酬的能力，由於勞動成本管理對公司的財務狀況和現金流量有直接影響，有效的勞動成本之控制有助於維持良好的財務狀態，確保能夠按時償還債務，對注重公司償付能力和債務風險的債權人來說非常重要。此外，當 CEO 薪酬快速增加時，CEO 與員工間的薪酬差距變化與債務成本變化之間的負向關係變得不明顯，表示信評機構在評估 CEO 與員工之間的薪酬差距時也考量了 CEO 自利的尋租風險；然而，Lei (2017)的額外分析中，以利率衡量債務成本時的統計結果並不明顯，而進一步檢測權益資金成本和薪酬差距之關係時，也無一致的發現。Huang et al. (2018)檢測薪酬差距與債券收益率利差間的關係，並發現兩者之間具有正向關係，表示債券持有人傾向將較高的薪酬倍數比率視為風險因素，會要求較高的必要報酬率。

綜上可知，高階主管和基層員工薪酬差距可能具有正面的激勵績效、人才配置而產生有利的信用風險後果。亦即，若符合人才分配理論和競賽理論，高階經理人和基層員工之薪酬倍數比率反映公司的人才吸收、保留以及誘因激勵政策，故高薪酬差距反映出提供高能力管理者的薪酬補償，並激勵員工努力創造績效以追求晉升，有助於公司長期價值與績效之創造，此時債權人傾向將高薪酬倍數比率視為激勵創造公司價值及績效、有效穩定未來現金流量，乃至緩解公司未來違約風險的正面訊號，故使公司信用評等表現越佳。據此，本研究建立假說 H_{1a} 如下：

H_{1a} (人才分配與激勵假說)：高階經理人與基層員工薪酬倍數比率越高，公司之信用評等越佳。

另一方面，上述部分文獻亦支持尋租理論與厭惡不公平理論(e.g., Adams 1965; Bebchuk and Fried 2006)的主張。尋租理論下，高階經理人的薪酬可能與公司績效不配適而意味著潛在道德風險，亦即高階經理人可能傾向於追求個人最高薪酬或其他私利，而非公司長期價值，造成其他利害關係人之利益受到掠奪，使公司承擔較高代理成本而增加公司風險(Bebchuk and Fried 2006；Choe et al. 2014；汪進揚與王妤如 2021)。厭惡不公平觀點下，公司內部薪酬差距較大之公司其利害關係人可能會因而產生不良反應，例如員工生產力下降(Edmans 2011; Kelly and Seow 2016; Green and Zhou 2019)、客戶抵制(Benedetti and Chen 2018)以及有社會責任感的投資者之負面評價 (e.g., Pan et al. 2022)，所有這些因不公平認知而產生的負面反應，可能會導致企業遭受負面現金流量後果，進而影響公司之潛在違約風險。有鑑於風險緩和觀點指出 CSR 活動可以改善信用評等(Jiraporn et al. 2014)，此處進而推論，不公平的薪酬差距將被視為未積極投入

臺灣人事管理學術期刊資料庫

CSR 而無助於減緩未來不利事件的負面衝擊。據此，本研究推論高階經理人和基層員工之薪酬倍數比率越大，反映公司內部薪酬不公平現象及高階經理人利益掠奪越嚴重，公司存在負面績效後果及較高的經營風險時，其信用風險越大，信用評等機構預期將給予較差之信用評等，故建立假說 H_{1b} 如下：

H_{1b} (利益掠奪假說)：高階經理人與基層員工薪酬倍數比率越高，公司之信用評等越差。

三、 控制股東所有權與控制權偏離之相關文獻及假說二發展

股權結構型態為公司治理重要的角色之一。根據傳統代理理論，代理問題主因來自於企業在所有權與經營權分離的情況下，主理人(principal)與代理人(agent)之間存在資訊不對稱，當代理人擁有更多的資訊時，代理人的行為就有可能不符合主理人的最佳利益，而有誘因從事自利的行為，包含推卸責任或過度補償等問題，導致公司價值下降，並增加外部相關利益者(如債權人)所承受的風險，進而也損害股東權益，此為管理者與股東之間的代理問題(Berle and Means 1932; Jensen and Meckling 1976)。

然而，一些研究指出，全球許多國家之公開發行公司存在股權集中於少數控制股東手中，甚至嚴重偏離一股一權原則，導致控制股東容易產生圖利自己而掠奪小股東利益的代理問題(Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Shyu and Lee 2009)。在「利益收斂假說」(convergence-of-interest hypothesis)的觀點下(Jensen and Meckling 1976)，公司的控制股東持股(即所有權或現金流量權)愈高時，其與公司利益愈趨一致而有誘因提升公司價值，此為 Claessens et al. (2002)指出的正面誘因效果(positive incentive effect)；然而，當控制股東對公司資源之控制權力(控制權或投票權)超乎持有的股權時，即發生了控制權與所有權偏離(divergence in control rights and ownership)，隨著偏離程度愈大，控制股東越有誘因與能力掠奪公司資源圖利自己，Claessens et al. (2002)稱此為負面掠奪效果(negative entrenchment effect)，此乃因為控制股東運用高控制權獲取之私利，超出自身在低所有權下所承擔之公司損失。Claessens et al. (2002)以東亞地區上市公司為樣本，發現最大股東之所有權與公司價值為正向影響，此與利益收斂假說相符；惟當控制權大於所有權時，控制權偏離程度與公司價值為負向關係，表示控制股東擁有相對所有權而言過高的控制權時，導致代理成本增加，對公司價值造成負面影響。控制權偏離的主因可能來自於控制股東(或控制股東指派之高階經理人)透過直接持股或間接持股等方式增加對公司的掌控權，此時對於公司造成的負面掠奪效果通常大於正面誘因效果。台灣盛行的現象為控制股東透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式來達成對公司的控制，尤其是藉由佔有董事會席次來取得控制權(Yeh and Woidtke 2005)。戴怡蕙 (2017)研究台

臺灣大學博碩士論文授權

灣上市櫃公司，實證結果表示控制權偏離越高，控制股東和高階經理人之間可能存在相互勾結，導致給予不正當的薪酬給付和高階經理人的替換行為，進而削弱以績效為基準的考核制度的有效性，此時對公司績效會產生負面影響。

綜合上述可知，控制權與所有權「偏離」所隱含的利益掠奪誘因，可能會衝擊信用評等機構對於高階管理者和基層員工薪酬差距之資訊本質的評估。具體而言，控制權偏離增加反映了控制股東獲得超出股權的控制公司權力，導致其制定之公司決策(包含本研究探討的薪酬決策)可能誘發掠奪小股東利益的代理成本。因此，雖然本研究關注的高薪酬差距倍數比率可能是對管理者能力的薪酬補償和激勵價值創造的有效薪酬設計，但信用評等機構對於高控制權偏離的公司將會進一步考量控制股東涉入管理與控制董事會席次的情境，思考其控制權偏離反映出的利益掠奪誘因，因而弱化了薪酬差距決策之激勵與留才效果。換言之，在高控制權偏離下，高階管理者和基層員工薪酬差距越可能是控制股東管理階層獲取自身超額薪酬、以低薪剝削員工利益的行為展現，在未重視員工資產的情況下可能使公司長期而言面臨人力資本投資不足的經營風險。如前述文獻，諸如維護員工權益的 CSR 投入可以協助公司建立正面的道德資本，據以協助公司免受未來負面事件的不利影響(謝懿等 2022)。風險緩和觀點亦指出 CSR 活動可以改善違約風險，正面影響信用評等(Jiraporn et al. 2014)；反之，若薪酬差距傾向被視為員工權益未受保護的 CSR 不良表現，則對公司未來信用風險將有不利的評估。根據上述討論，本文預期控制股東控制權偏離越嚴重時，將減弱公司薪酬差距決策的人才分配與激勵效果，使得信用評等機構提高對這類公司未來現金流量不確定性及信用風險的評估，使信用評等更差，故建立假說 H_2 如下：

H_2：控制股東之所有權與控制權偏離程度會負面影響「高階經理人與基層員工薪酬倍數比率」與公司信用評等之關聯性。

參、研究方法

一、樣本選取、研究期間與資料來源

本研究主要探討高階經理人與基層員工薪酬倍數比率和信用評等間的關係並以控制股東股權結構作為調節變數，研究樣本選取對象為我國上市櫃公司，研究數據資料來源包括臺灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ)中 TEJ Finance、TEJ Company、TEJ 公司治理，以及公開資訊觀測站所揭露之財務資訊。根據臺灣證券交易所(TWSE)於 2018 年起新增的申報規定，在台灣上市櫃公司員工薪酬資訊之相關申報中，強制要求公司於 2019 年 6 月起須公開揭露前一年「非擔任主管職務之全時員工薪資資訊」，其中包含員工薪酬平均數，故本文之研究期間為 2018 年至 2021 年，共計 4 年，原始樣本數為台

臺灣人壽保險股份有限公司

灣上市櫃公司 6,578 筆，刪除金融、保險證券業等樣本 132 筆，刪除非主管全時員工薪酬資料缺漏值 241 筆，刪除高階經理人薪酬資料缺漏值 108 筆，刪除相關財務變數缺漏值、股東權益小於零、銷貨淨額小於零 1,212 筆，最終觀察值共計 4,885 筆進行實證分析。因研究樣本變數有部分極端值，故變數採 Winsorize 處理，前後各 1%的數值分別以 1%及 99%之值取代，關於篩選樣本過程如表 1 Panel A；本研究樣本觀察值各年度分佈情形如表 1 Panel B，由表可知各年度的樣本數呈平均分配，約佔總樣本數四分之一左右；產業分佈情形如表 1 Panel C，產業類別係參照臺灣證券交易所(TWSE)之上市櫃公司產業類別分類，由表中可知，以電子零組件業(M23)最多，樣本數共 2,483 筆(佔 50.83%)，顯示我國產業以電子工業為主之現況，其餘產業分佈情形依序為生技醫療業(M17)共 404 筆(佔 8.27%)、建材營造業(M25)共 291 筆(佔 5.96%)、電機機械業(M15)共 281 筆(佔 5.75%)。

二、實證模型建立與變數說明

(一) 實證模型與變數定義

1. 假說一之檢測

本文 H_1 檢測高階經理人相對基層員工薪酬倍數比率和公司信用評等之關係，本研究實證模型參考過去文獻(林美鳳等 2009；陳妮雲 2018；Zhang 2018；Bannister et al. 2020)使用順序羅吉斯迴歸模型(ordered logit model)進行實證分析，且自變數皆落後應變數一期，以控制潛在的內生性問題(Bowen et al. 2008)。本文提出 H_1 之實證模型如下：

$$\begin{aligned} CR_{i,t+1} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 LN\ PAYRATIO_{i,t} + \alpha_2 DIV_{i.t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BETA_{i,t} + \alpha_5 SGR_{i,t} \\ & + \alpha_6 DEBT_{i,t} + \alpha_7 ICR_{i,t} + \alpha_8 BOARD_{i,t} + \alpha_9 INDDIR_{i,t} + \alpha_{10} DIR_{i,t} \\ & + \alpha_{11} ATTEN_{i,t} + Industry\ Fixed\ Effects + Year\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

相關變數說明如下。首先，應變數為公司之信用評等表現(*CR*)。台灣經濟新報建置信用評等指標(Taiwan Credit Rating Index，簡稱 TCRI)衡量企業信用風險，其將公司 TCRI 分為 9 個等級與 Default 等級(簡稱 D，表示企業已發生違約或倒帳)。若公司等級在 1 到 4 等，表示屬於信用放款群，為低度風險；在 5 到 7 等時，屬於非信用放款群，表示不像信用放款群好，但尚未無明顯財務壓力，為中度風險；在 7 到 9 等與 Default 時，屬於高信用風險群，為高度風險。因此，TCRI 的等級數值越高(低)表示企業信用風險越高(低)，信用評等越差(好)。

為使實證結果的解釋更直觀易讀，本研究參照陳妮雲(2018)，將台灣信用評等指標 TCRI 數值進行反向排序判定，形成信用評等表現值(*CR*)，亦即，TCRI 數值 1, 2…9，分別表示信用評等表現 *CR* 值為 9, 8, 7, …1，此時，*CR* 值越大，

臺灣人壽保險股份有限公司

表示公司信用評等越好。

自變數中，假說檢測主要關切的變數為高階管理者與基層員工的相對薪酬倍數比率*(LN PAYRATIO)*，以此衡量兩者之薪酬差距。高階管理者薪酬係採用 TEJ 公司治理下董監酬勞模組之總經理與副總的平均薪酬衡量；基層員工薪酬係採用公開資訊觀測站 2018 年起揭露之「非擔任主管職務之全時員工薪酬資料」中的員工薪資平均數。為避免異常值的干擾，本研究參考 Pan et al. (2022) 將 *LN PAYRATIO* 定義為 *ln*(1+薪酬倍數比率)：

$$LN\ PAYRATIO = \ln\left(1+\frac{\text{總經理或副總之薪酬平均數(仟元)}}{\text{員工薪酬平均數(仟元)}}\right)$$

根據激勵假說 H_{1a} 之預期，薪酬差距和信用評等呈正向關係，α_1 應顯著為正；若基於利益掠奪假說 H_{1b} 之預期，則 α_1 預期應顯著為負。

本文參考過去文獻(Ashbaugh-Skaife et al. 2006；陳瑞斌等 2009；陳昭蓉 2014；李桓伊等 2021)，納入相關變數以控制其他公司特性對信用評等的影響，如下所示。

(1). 控制股東股權偏離(*DIV*)：此變數衡量控制股東[7]之利益掠奪誘因，以控制股東之董事會席次控制權及其盈餘分配權之偏離程度衡量，計算方式為控制股東掌握之董事會席次比率除以控制股東盈餘分配權。席次控制權為最終控制者所能掌控的董監席次；盈餘分配權(或稱現金流量請求權)係指控制股東對於形成控制鏈上各公司之權益投資比例的乘積總和，將直接盈餘分配權再加上各控制鏈之間接持股率的乘積衡量(La Porta et al. 1999；林宛瑩與許崇源 2008)。

(2). 公司規模(*SIZE*)：以期末資產總額取自然對數後衡量。過去多數文獻認為規模較大的公司有較低的營運風險，公司違約風險也較低，故信用評等較佳(DeHaan 2017; Zhang 2018; Bannister et al. 2020)。因此，本研究預期公司規模係數為正。

(3). 股票風險值(*BETA*)：此為公司股票之市場風險，屬不可分散的系統風險。主要係以市場模型迴歸分析估算之 *BETA* 值衡量，即以過去一年股票日報酬率對市場大盤報酬率進行迴歸所得之斜率係數衡量。當公司股票的風險值越高時，表示公司所面臨的市場風險越大，可能導致投資人對其要求更高的報酬率當作補償，因此，本文預期隨著市場風險值的增加，公司的違約風險增加而信用評等較差，故預期係數為負(黃玉麗等 2012)。

[7] 在本研究中之最終控制者與控制股東兩個名詞互用，依據台灣經濟新報(TEJ)資料庫及樣本公司財務報表揭露的定義，控制股東被定義為在公司內具有重要權力地位與最大影響力的人，通常包括公司的總經理、董事長、大股東等人員，能夠對公司經營和決策產生重大的影響力。

臺灣博碩士論文知識加值系統資料庫

(4). 營收成長率(*SGR*)：營收成長率以前後兩期營業收入淨額成長率衡量，若出現正向成長，表示營運狀況變好，公司的未來發展前景較為樂觀，信用風險低而信用評等較佳；反之，當公司的營收衰退，表示公司內部績效或是產業面臨挑戰，信用風險較高而信用評等差，故本文預期營收成長率與信用評等呈正相關。

(5). 負債比率(*DEBT*)：以負債總額占資產總額的百分比衡量。負債比率通常用來評估公司的償債能力，當負債比率越高，表示公司每期支付的利息越高，公司面臨更大的償還壓力，故財務風險越高而負向影響其信用評等，預期信用評等與負債比率有負向關係(Ashbaugh-Skaife et al. 2006)。

(6). 利息保障倍數(*ICR*)：利息保障倍數以稅前息前淨利占本期利息費用作為衡量。利息保障倍數用來評估公司所賺得的盈餘是否足夠支付利息的能力，當利息保障倍數的數值愈高時，表示公司盈餘能夠充分覆蓋利息費用，此時公司具有較高的償付能力和較低的財務風險，反之，獲利不足以支付利息，公司容易有周轉不靈的狀況甚至有倒閉的風險。因此，此變數和信用評等表現有正向關係。

(7). 董事會規模(*BOARD*)：董事會規模以全體董監席次取自然對數衡量。過去文獻在董事會規模對公司績效和決策品質的影響觀點並不一致。有學者指出董事會規模過大可能導致公司決策效率低下(Jensen 1993; Yermack 1996)，但亦有學者指出董事會規模愈大可容納來自不同領域的專家，促進多元觀點的交流討論，能有效管理監督並提高決策品質。基於以上觀點，本文不預期董事會規模係數方向。

(8). 獨立董事比(*INDDIR*)：衡量董事會獨立性，係以獨立董事占全部董監席次比率衡量。獨立董事在董事會中為公司治理核心，具有專業性與獨立性，能夠提高董事會效率並良好地監督公司，獨立董事較能不受大股東利益之影響，可藉此保護小股東及利害關係人的權益，故本文預期獨立董事比和公司信用評等表現有正向關係(Ashbaugh-Skaife et al. 2006；賴曉君等2022)。

(9). 董事持股比(*DIR*)：董事持股比以董事持股數占公司流通在外股數之比率來衡量。Jensen and Meckling (1976)提出利益一致假說，當董事持有公司股份比率愈高時，會激勵董事更好地履行職責，在追求個人利益的同時，公司也能從中受益。然而，Jensen and Ruback (1983)提出利益掠奪假說，表示當董事持有公司股份比率愈高時，反而有愈高的誘因去犧牲小股東和相關利益者之權利，進而對公司整體利益造成負面影響，故本文不預期董事持股比與信用評等的方向。

(10). 董事實際出席比(*ATTEN*)：以董事實際出席人次占公司實際應出席總人次作為衡量。根據陳昭蓉(2014)的研究，當董事會成員能出席會議次數愈頻

臺灣大學圖書館期刊資料庫

繁，代表董事有積極參與公司經營和決策，這顯示出董事成員對公司事務的關注度較高，對股東與相關利害關係人較有保障，公司經營風險及違約風險越低，故本文預期董事實際出席比與信用評等呈正相關。

(11). 年度虛擬變數：為控制不同年度既有之信用風險差異，乃至於造成信用評等的年度別差異，本研究設定 y-1 個年度固定效果之虛擬變數，y=本研究樣本期間年數。本研究之研究期間為 2018-2021 年，故僅設定 3 個年度虛擬變數。

(12). 產業虛擬變數：為控制不同產業之信用風險差異，進而影響信用評等，本研究設定 n-1 個產業固定效果之虛擬變數，n=本研究樣本產業數。本研究依據臺灣證券交易所(TWSE)之產業類別設定產業固定效果之虛擬變數，若產業類別為水泥工業(參照表 1 Panel C 產業分佈表，產業代碼 M11)則為 1，否則為 0，以此類推。

2. 假說二之檢測

為檢測 H_2 之控制股東之所有權與控制權的偏離程度如何影響薪酬倍數比率和公司信用評等的關係，本研究於模型(1)加入高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)和控制股東股權偏離(*DIV*)之交乘項(*LN PAYRATIO×DIV*)，建立 H_2 實證模型如下：

$$\begin{aligned} CR_{i,t+1} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 LN\ PAYRATIO_{i,t} + \alpha_2 LN\ PAYRATIO \times DIV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} \\ & + \alpha_4 BETA_{i,t} + \alpha_5 SGR_{i,t} + \alpha_6 DEBT_{i,t} + \alpha_7 ICR_{i,t} + \alpha_8 BOARD_{i,t} \\ & + \alpha_9 INDDIR_{i,t} + \alpha_{10} DIR_{i,t} + \alpha_{11} ATTEN_{i,t} + Industry\ Fixed\ Effects \\ & + Year\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \tag{2}$$

模型(2)中，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率及股東控制權偏離之交乘項(*LN PAYRATIO×DIV*)係數為本研究關切的重點。薪酬比率(*LN PAYRATIO*)係數為正時，表示薪酬比率越大時，信用評等績效越佳，係數 α_1 為正。進一步根據 H_2 之預期，控制股東之所有權與控制權的偏離程度越大時，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率對公司的信用評等表現有越大的負面影響，因此，*LN PAYRATIO×DIV* 之係數 α_2 預期為負。

由於進行迴歸分析時，以變異數膨脹因子(VIF)檢驗發現：股東控制權偏離(*DIV*)、高階經理人與基層員工薪酬倍數比率及股東控制權偏離之交乘項(*LN PAYRATIO×DIV*)，兩者間存在嚴重共線性問題(VIF>10)[8]，因此模型(2)不放入控制股東股權偏離(*DIV*)單獨項。

[8] 兩者之 VIF 值分別高達 36.12 及 37.43，故此處設計時將移除股權偏離之單獨項。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1　樣本篩選過程表

Panel A　樣本篩選

項目	樣本數
2018 年至 2021 年台灣上市櫃公司之觀察值	6,578
減：	
(1) 金融、保險證券業	(132)
(2) 非主管全時員工薪酬資料缺漏值	(241)
(3) 高階經理人薪酬資料缺漏值	(108)
(4) 相關財務變數缺漏值、股東權益小於 0、銷貨淨額小於 0	(1,212)
最終觀察值總數	4,885

Panel B　年度分布情形

年度	樣本數	百分比
2018	1,194	24.45%
2019	1,189	24.34%
2020	1,241	25.40%
2021	1,261	25.81%
總計	4,885	100.00%

Panel C　產業分布情形

產業代碼	產業名稱	樣本數	百分比
M11	水泥工業	26	0.53 %
M12	食品工業	95	1.94 %
M13	塑膠工業	73	1.49 %
M14	紡織纖維	154	3.15 %
M15	電機機械	281	5.75 %
M16	電器電纜	45	0.92 %
M17	生技醫療	404	8.27 %
M18	玻璃陶瓷	20	0.41 %
M19	造紙工業	24	0.49 %
M20	鋼鐵工業	169	3.46 %
M21	橡膠工業	35	0.72 %
M22	汽車工業	92	1.88 %
M23	電子零組件	2,483	50.83 %
M25	建材營造	291	5.96 %
M26	航運業	98	2.01 %
M27	觀光餐旅	101	2.07 %
M29	貿易百貨	40	0.82 %
M32	文化創意業	45	0.92 %
M33	農業科技	15	0.31 %
M37	運動休閒	73	1.49 %
M38	居家生活	74	1.51 %
M97	油電燃氣業	31	0.63 %
M99	其他	216	4.42 %
總計		4,885	100.00 %

臺灣大學學術期刊資料庫

肆、實證結果

一、敘述性統計

表 2 是本文所採用變數的敘述統計表，為排除實證結果受極端值之影響，本研究將變數 Winsorize 處理，前後各 1%的數值分別以 1%及 99%之值取代。由表 2 結果得知，在應變數的部分，信用評等(CR_{t+1})之平均數與中位數分別為 5.918 和 6，表示平均而言公司信用評等等級介於 5~6，屬於中度風險的公司。在自變數的部分，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*PAYRATIO*)之平均數和中位數為 6.415 和 5.027，表示高階經理人之薪酬平均為基層員工的 5 至 6 倍。控制股東股權偏離(*DIV*)之平均數和中位數為 4.352 和 1.9，表示平均而言席次控制權是盈餘分配權的 4.352 倍(中位數來看是 1.9 倍)，顯示出台灣上市櫃公司確實存在控制股東席次控制權偏離於現金流量權之情況。

二、相關係數分析

表 3 為 Pearson 相關係數分析表。各變數間之相關係數，除控制變數董事會規模(*BOARD*)與獨立董事比(*INDDIR*)之相關係數偏高外，其餘變數間之相關性皆在 0.5 以下，顯示本研究之模型無嚴重共線性問題。此外，為降低各變數共線性問題之疑慮，本研究亦以變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor, VIF)檢驗，發現其結果均小於 10。整體而言，本研究各變數之間無共線性問題。

表 3 結果指出，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)與信用評等(CR_{t+1})呈現正相關且達 1%顯著水準，符合本文假說 H_{1a} 之預期，初步支持高階經理人與基層員工薪酬倍數比率愈高，會使得下一年度獲得較佳的信用評等，符合前文所述之人才分配理論和競賽理論之結果，表示若公司可吸引到具有卓越能力的高階經理人，將能有效地應對市場的競爭壓力，提高公司的績效和價值，使投資人對公司的信心增強，對公司的財務情況更加放心，而願意以較低的利率提供債務資金。同時，信用評等機構對公司的信用評比也會賦予較佳的信用等級。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2　敘述性統計表

變數名稱	平均數	標準差	中位數	第一分位數	第三分位數
CR_{t+1}	5.918	1.560	6.000	5.000	7.000
PAYRATIO	6.415	4.764	5.027	3.627	7.523
LN PAYRATIO	1.857	0.516	1.796	1.532	2.143
DIV	4.352	9.880	1.900	1.150	3.650
SIZE	15.644	1.453	15.455	14.659	16.404
BETA	0.778	0.441	0.727	0.434	1.075
SGR (%)	8.812	37.898	4.330	-8.150	17.900
DEBT (%)	46.269	16.435	46.430	34.050	57.570
ICR	66.170	210.714	13.930	2.880	45.440
BOARD	2.149	0.206	2.197	1.946	2.303
INDDIR	0.332	0.098	0.333	0.250	0.429
DIR (%)	21.227	14.477	16.980	10.370	28.110
ATTEN (%)	91.856	8.018	94.120	88.330	97.780

註：樣本數為 4,885 筆。變數定義：CR_{t+1}：信用評等，評級分數越大表示信評越佳信用風險越低；*PAYRATIO*：高階經理人與基層員工之薪酬倍數比率，以總經理或副總之薪酬平均數(仟元)除以員工薪酬平均數(仟元)衡量；*LN PAYRATIO*：*ln*(1+ *PAYRATIO*)；*DIV*：控制股東股權偏離，以席次控制權除以盈餘分配權衡量；*SIZE*：公司規模，以總資產取自然對數衡量；*BETA*：股票的市場風險值，以過去一年股票日報酬率對市場大盤報酬率進行迴歸所得之係數衡量；*SGR* (%)：營收成長率，以營收淨額前後年度變動成長率衡量；*DEBT* (%)：負債比率，以企業總負債除以總資產衡量；*ICR*：利息保障倍數，以稅前息前淨利除以利息費用衡量；*BOARD*：董事會規模，以董監席次取自然對數衡量；*INDDIR*：獨立董事比，以獨立董事席次除以董事會總席次人數衡量；*DIR* (%)：董事持股比，以董事持股除以公司流通在外股數衡量；*ATTEN* (%)：董事實際出席比，以董事實際出席人次除以公司實際應出席總人次衡量。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3　Pearson 相關係數表

	CR_{t+1}	*LN PAYRATIO*	*DIV*	*SIZE*	*BETA*	*SGR (%)*	*DEBT (%)*	*ICR*	*BOARD*	*INDDIR*	*DIR (%)*	*ATTEN (%)*
CR_{t+1}	1.000											
LN PAYRATIO	0.336***	1.000										
DIV	0.068***	0.143***	1.000									
SIZE	0.432***	0.413***	0.161***	1.000								
BETA	0.123***	0.198***	0.143***	0.180***	1.000							
SGR (%)	-0.000	0.020	-0.014	0.052***	0.103***	1.000						
DEBT (%)	-0.155***	-0.004	-0.012	0.241***	-0.053***	0.056***	1.000					
ICR	0.154***	0.050***	-0.002	0.035**	0.010	0.089***	-0.211***	1.000				
BOARD	0.147***	0.108***	0.047***	0.242***	-0.058***	-0.031**	-0.027*	0.014	1.000			
INDDIR	0.036**	0.050***	0.065***	0.038***	0.132***	0.044***	0.033**	0.004	-0.742***	1.000		
DIR (%)	-0.033**	-0.127***	-0.072***	-0.118***	-0.119***	0.015	0.009	0.005	0.052***	-0.038***	1.000	
ATTEN (%)	0.155***	0.107***	0.015	0.127***	0.075***	0.046***	-0.027*	0.080***	-0.092***	0.224***	0.001	1.000

註：(1).樣本數為 4,885 筆。(2).***,**,*分別表示 1%，5%，10%的顯著水準。(3).各連續變數之觀察值，皆經過 Winsorize 上下 1%處理極端值。(4).變數定義參見表 2 附註。

臺大學術期刊資料庫

三、迴歸分析結果

表 4 及表 5 分別為模型(1)與模型(2)之實證結果。除了控制產業及年度虛擬變數外，考量混合數據(pooled data)可能產生橫斷面(cross-sectional)相依的問題(Petersen 2009)，本研究在所有檢驗中，均採用以產業為聚類基礎之標準誤(standard errors clustered by industries)[9]來計算 z 統計量(或 t 統計量)。由表 4 可知，高階經理人與基層員工薪酬比率(*LN PAYRATIO*)和未來信用評等等級(CR_{t+1})呈顯著正向關係(係數為 0.5612，z 統計量為 4.41，p<0.01 雙尾)，支持本研究假說 H_{1a}。在經濟顯著性方面，本研究發現薪酬比率對公司信用評等具有經濟顯著性。具體而言，薪酬比率(*LN PAYRATIO*)每增加一個標準差(0.516)，和未來信用評等等級(CR_{t+1})提升的勝率將增加 75.28%(勝算比係數為 1.7528)[10]。此結果顯示：薪酬差距愈高，企業違約風險越低而代表有較佳的信用評等表現；意即對信用評等機構而言，薪酬差距較高，可正面激勵高階經理人追求公司價值，因而緩解和利害關係人之間的代理衝突，可減少公司的不確定性，故而使公司有較佳風險管理，管理者更能致力於採取適當措施以維護公司的財務健康，因此信評機構給予其較佳的信用評等。

關於控制股東股權偏離對“薪酬差距與信用評等關係”的影響，假說二之檢測主要係觀察交乘項(*LN PAYRATIO*×*DIV*)係數。實證結果發現，交乘項係數為負(係數值=-0.0042)，達 1%顯著水準(z 統計量為-5.92，p<0.01 雙尾)，支持本研究假說 H_2[11]。本研究亦發現在經濟顯著性方面，當控制股東股權偏離(*DIV*)每增加一個標準差(9.88)時，對薪酬比率和信用評等提升的勝率將減少 0.42%(勝算比係數為 0.9958)，具有經濟顯著性。此結果表示，在控制股東股權偏離隱含利益掠奪誘因的情況下，當控制股東股權越偏離時，其將透過參與管理與涉入董事會建構有利於高階管理者自身的薪酬契約，此時高階管理者與基層員工的薪酬差距比率，較傾向具有負面意涵。因此，造成信用評等機構面對控制股東核心代理問題形成的公司治理風險下，越傾向評估 “高薪酬比率”將衍生未來較高信用風險而使信用評等較差。意即，控制股東股權偏離對薪酬比率和信用評等的關係具有負面影響。

此外，在控制變數方面，不論是模型(1)或(2)，*SIZE*、*ICR* 係數皆顯著為正，

---

[9] 本研究另以公司為聚類基礎之標準誤(standard errors clustered by firms)分析，其結果均與主要測試結果一致。

[10] 勝算比(odds ratio)以順序羅吉斯迴歸係數之預期值衡量，即 odds ratio = exp(coef(ordered logit))，薪酬比率(*LN PAYRATIO*)係數為 0.5612，故計算出其勝算比為 1.7528，增加幅度為 75.28%。

[11] 針對交乘項(*LN PAYRATIO*×*DIV*)，本研究進一步分析控制股東股權偏離(*DIV*)增加時，薪酬倍數比率對下一年度信用評等(CR_{t+1})的邊際效果。未列表的實證結果發現：*DIV* 在其最小值至最大值(0.38%~85.23%)這個範圍內，每增加 2.12%時(即分為 40 級)，薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)對下一年度信用評等(CR_{t+1})之正向邊際效應逐漸減少，顯示控制股東股權偏離(*DIV*)對薪酬比率(*LN PAYRATIO*)和下一年度信用評等(CR_{t+1})的關係，具有負向的調節效果。此一邊際效應的分析與主要測試的統計結果一致。

臺灣人學學術期刊資料庫

表示出企業規模越大、利息保障倍數越高，企業違約風險降低，而獲得較佳的信評等級。*DEBT* 係數呈顯著負相關，表示負債比率越高，企業違約風險越大，獲得較差的信評等級。而公司治理變數 *BOARD*、*INDDIR*、*DIR* 與 *ATTEN* 係數皆呈顯著正相關，顯示董事會規模愈大、獨立董事比愈高、董事持股愈高、董事實際出席比率愈高，表示董事投入程度較高，能有效監督經理人的行為，而從信用評等機構觀點來看，這些特性下的公司信用風險較低，故而給予較佳的信用評等。

表 4　薪酬差距與公司信用評等之關係

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	模型(1)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.5612***	4.41	0.000	1.26
DIV	-	-0.0084***	-4.89	0.000	1.06
SIZE	+	0.7630***	11.66	0.000	1.57
BETA	-	-0.0964	-1.09	0.275	1.11
SGR (%)	+	-0.0002	-0.16	0.875	1.03
DEBT (%)	-	-0.0312***	-9.74	0.000	1.17
ICR	+	0.0010***	6.00	0.000	1.07
BOARD	+/-	0.8404***	2.78	0.005	2.76
INDDIR	+	1.5397***	2.60	0.009	2.67
DIR (%)	+/-	0.0044**	2.09	0.037	1.04
ATTEN (%)	+	0.0239***	8.24	0.000	1.09
Num. of Obs.			4,885		
Pseudo R^2			0.116		
Industry Fixed Effect			Yes		
Year Fixed Effect			Yes		

註：(1).樣本數為 4,885 筆。(2).***,**,*分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(3).z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(4).變數定義參見表 2 附註。

表 5　控制股東股權偏離對薪酬差距與公司信用評等關係之影響

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	模型(2)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.5774***	4.65	0.000	1.28
LN PAYRATIO×*DIV*	-	-0.0042***	-5.92	0.000	1.10
SIZE	+	0.7637***	11.61	0.000	1.57
BETA	-	-0.0962	-1.09	0.276	1.11
SGR (%)	+	-0.0002	-0.16	0.875	1.03
DEBT (%)	-	-0.0312***	-9.77	0.000	1.17
ICR	+	0.0010***	6.01	0.000	1.07
BOARD	+/-	0.8468***	2.83	0.005	2.76
INDDIR	+	1.5514***	2.65	0.008	2.67
DIR (%)	+/-	0.0044**	2.09	0.037	1.04
ATTEN (%)	+	0.0239***	8.27	0.000	1.09
Num. of Obs.			4,885		
Pseudo R^2			0.116		
Industry Fixed Effect			Yes		
Year Fixed Effect			Yes		

註：(1).樣本數為 4,885 筆。(2).***,**,*分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(3).z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(4).變數定義參見表 2 附註。

臺灣期刊學術期刊資料庫

四、 敏感性分析

(一) 以配對樣本進行分析：傾向評分匹配法 (propensity score matching, PSM)及熵平衡法 (entropy balancing method)

為控制同時影響信用評等及薪酬比率高低之因素，以減輕內生性問題之疑慮，本研究進一步依過去文獻依模型(1)中的其他變數進行樣本配對。根據薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)的中位數分為兩組：高於中位數為實驗組(treatment group)、低於中位數為對照組(control group)；實驗組為高薪酬差距的群組，而控制組為低薪酬差距的群組。由表 6 的配對前平均數差異檢定可知，高、低薪酬差距群組間，具有若干公司特性的差異，故本研究分別採用傾向評分匹配法及熵平衡法，以配對後的樣本進行分析。

表 6 匹配前各變數平均值之差異

	匹配前		
	高薪酬倍數比率(實驗組) 平均數 (N=2,446)	低薪酬倍數比率(對照組) 平均數 (N=2,439)	平均數差異
DIV	5.381	3.320	2.061***
SIZE	16.080	15.200	0.880***
BETA	0.843	0.713	0.130***
SGR (%)	9.051	8.580	0.471
DEBT (%)	46.040	46.500	-0.460
ICR	76.100	56.250	19.850***
BOARD	2.162	2.136	0.026***
INDDIR	0.336	0.327	0.009***
DIR (%)	19.950	22.510	-2.560***
ATTEN (%)	92.630	91.080	1.550***

註：(1).***,**,*分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2).變數定義參見表 2 附註。

本研究參照 Armstrong et al. (2010)及 Rouen (2020)採用傾向評分匹配法，為建立配對樣本，本研究以羅吉斯迴歸(logistic regression)估計傾向分數，應變數為指示變數，若 *LN PAYRATIO* 高於中位數為 1 否則為 0，納入模型(1)與(2)之控制變數，並選擇一對一配對且取後不放回，最大距離(caliper)為 0.01，高薪酬比率群組及低薪酬比率群組配對結果顯示有 1,570 對，共 3,140 個觀察值。另外，本研究亦透過平衡性檢驗(balance test)檢查匹配後各變數平均值在兩組間是否存在顯著差異，檢驗結果如表 7 所示。由表 7 第一部分可知，兩組之間各變數平均值沒有顯著差異，表示兩組間不存在系統性偏差，配對效果良好。

除了採用傾向評分匹配法，本研究亦參照近期的文獻(McMullin and Schonberger 2020)，以熵平衡法重新檢驗模型(1)及模型(2)之迴歸結果。熵平衡法產生之權重，可以對每個觀察值進行加權，使得實驗組與控制組之觀察值加權後，統計分佈上與實際相同，以確保協變量平衡(Hainmueller 2012)。與傾向評分匹配法分析相同，此處亦將樣本分為高薪酬倍數比率群組(實驗組)與低薪

臺灣人文與管理科技期刊

酬倍數比率群組(控制組)，設定應變數為指示變數，若 *LN PAYRATIO* 高於中位數為 1，否則為 0，自變數同樣選取模型(1)與(2)之變數，並對所有變數進行熵平衡，以確保兩組觀測值的平均值、變異數和偏度一致，實驗組及控制組進行熵平衡的樣本數分別有 2,446 及 2,439 個觀察值，共 4,885 個觀察值。配對後兩組之變數差異如表 7 第二部分所示，兩組之間各變數平均值沒有顯著差異，故熵平衡法配對效果亦屬良好。

表 7　匹配後各變數平均值之差異－傾向匹配評分法及熵平衡法

	匹配後					
	第一部分 傾向匹配評分法(PSM)			第二部分 熵平衡法(entropy balancing)		
	高薪酬倍數比率(實驗組) N=1,570 平均數	低薪酬倍數比率(對照組) N=1,570 平均數	平均數差異	高薪酬倍數比率(實驗組) N=2,446 平均數	低薪酬倍數比率(對照組) N=2,439 平均數	平均數差異
DIV	3.720	3.629	0.091	5.381	5.381	0.000
SIZE	15.413	15.432	-0.019	16.080	16.080	0.000
BETA	0.782	0.785	-0.003	0.843	0.843	0.000
SGR (%)	8.629	8.620	0.010	9.051	9.051	0.000
DEBT (%)	45.323	45.324	-0.001	46.040	46.040	0.000
ICR	64.735	64.680	0.055	76.100	76.100	0.000
BOARD	2.142	2.138	0.004	2.162	2.162	0.000
INDDIR	0.330	0.331	-0.001	0.336	0.336	0.000
DIR (%)	21.551	21.386	0.165	19.950	19.950	0.000
ATTEN (%)	91.884	91.958	-0.074	92.630	92.630	0.000

註：變數定義參見表 2 附註。

表 8 Panel A 列示分別以傾向評分匹配法及熵平衡法配對樣本進行模型(1)之重新分析的結果，表 8 Panel B 則為模型(2)之重新分析實證結果。不論是傾向評分匹配法或熵平衡法，其配對後樣本之實證結果顯示：表 8 Panel A 模型(1)之高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)對下一年度信用評等等級(CR_{t+1})呈顯著正向關係(傾向匹配評分法係數為 0.4122，z 統計量為 3.04，p<0.01 雙尾；熵平衡法係數為 0.3684，z 統計量為 2.31，p<0.05 雙尾)，與主要測試的結果一致，支持本研究之假說 H_{1a}。

表 8 Panel B 模型(2)之交乘項 *LN PAYRATIO*×*DIV* 係數顯著為負(傾向匹配評分法係數為-0.0059，z 統計量為-5.76，p<0.01 雙尾；熵平衡法係數為-0.0044，z 統計量為-5.19，p<0.01 雙尾)，表示控制股東股權越偏離，對於薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)與信用評等級數(CR_{t+1})兩者關係有負面影響；由於級數越低表示信用風險越高而信用評等表現越差，意味著當控制股東的利益掠奪誘因越高時，信用評等機構會越傾向評估“高薪酬比率”將衍生未來較高信用風險而給予的信用評等較差，故而造成薪酬比率和信用評等績效兩者間的關係會受負面衝擊。

臺灣大學學術期刊資料庫

此結果與主要測試的結果一致，控制股東股權偏離具有負向影響效果，支持本研究之假說 H_2。

(二) 排除受新冠疫情影響之年度

考量到新冠疫情(COVID-19)造成全球經濟重創，為排除疫情對實證結果的影響，本研究排除疫情期間的樣本後，進行敏感性分析。所謂疫情期間，此處分別設定為：(1).2020 年單一年度，以及(2).2020-2021 兩年期間。不同疫情期間設定下進行樣本排除後，實證結果分別如表 9 及表 10 所示。

表 9 及表 10 Panel A 為排除新冠疫情不同期間設定的觀察值後的模型(1)結果。關注的高階經理人與基層員工薪酬倍數比率 (*LN PAYRATIO*)係數皆顯著為正，顯示高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)和下一年度信用評等(CR_{t+1})呈顯著正向關係，此係數在表 9 Panel A 和表 10 Panel A 分別為：未配對前全樣本係數為 0.4747、0.9494 (皆達 1%顯著水準，雙尾)；傾向匹配評分法係數為 0.4244、0.8086 (皆達 1%顯著水準，雙尾)；熵平衡法係數為 0.2987、0.5579 (分別為 5%及 10%顯著水準，雙尾)，與主要測試的結果一致，支持本研究之假說 H_{1a}。

表 9 及表 10 Panel B 為排除新冠疫情不同設定期間(2020 年單一年度，以及 2020-2021 兩年期間)後的模型(2)分析結果。關注的交乘項 *LN PAYRATIO×DIV* 係數皆顯著為負，此係數在表 9 Panel B 和表 10 Panel B 分別為：未配對前全樣本係數為-0.0042、-0.0030(皆達 1%顯著水準，雙尾)；傾向匹配評分法係數為-0.0042、-0.0040(皆達 1%顯著水準，雙尾)；熵平衡法係數為-0.0040、-0.0048(皆達 1%顯著水準，雙尾)，表示控制股東股權越偏離，對於薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)與信用評等等級(CR_{t+1})兩者關係有負面影響，與主要測試的結果一致，支持本研究之假說 H_2。

綜上可知，本研究以傾向評分匹配法、熵平衡法及排除新冠疫情影響進行之敏感性分析結果，均與主要測試的結果一致，顯示本研究之結果是穩健的。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8　配對樣本分析－傾向匹配評分法及熵平衡法

Panel A　假說一(H_1)：薪酬差距與公司信用評等之關係

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	模型(1) 傾向匹配評分法(PSM) 係數	z 統計量	p 值	VIF	熵平衡法(entropy balancing) 係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.4122***	3.04	0.002	1.02	0.3684**	2.31	0.021	1.26
DIV	-	-0.0115***	-4.43	0.000	1.03	-0.0071***	-2.76	0.006	1.06
SIZE	+	0.8034***	8.61	0.000	1.25	0.7877***	11.49	0.000	1.57
BETA	-	-0.0753	-0.93	0.351	1.07	-0.0771	-0.89	0.374	1.11
SGR (%)	+	-0.0005	-0.24	0.812	1.03	0.0003	0.14	0.887	1.03
DEBT (%)	-	-0.0336***	-9.87	0.000	1.16	-0.0305***	-7.37	0.000	1.17
ICR	+	0.0012***	5.39	0.000	1.06	0.0010***	6.72	0.000	1.07
BOARD	+/-	0.6373**	2.25	0.024	2.78	0.5128	1.17	0.241	2.76
INDDIR	+	1.1185*	1.69	0.090	2.70	0.8781	1.08	0.279	2.67
DIR (%)	+/-	0.0025	1.07	0.284	1.03	0.0009	0.45	0.651	1.04
ATTEN (%)	+	0.0231***	5.96	0.000	1.07	0.0276***	6.84	0.000	1.09
Num. of Obs.		3,140				4,885			
Pseudo R^2		0.084				0.105			
Industry Fixed Effect		Yes				Yes			
Year Fixed Effect		Yes				Yes			

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣學術期刊資料庫

表 8　配對樣本分析－傾向匹配評分法及熵平衡法(續)

Panel B　假說二(H_2)：控制股東股權偏離對薪酬差距與公司信用評等關係之影響

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	模型(2)							
		傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.4323***	3.24	0.001	1.03	0.3873**	2.51	0.012	1.28
LN PAYRATIO×DIV	-	-0.0059***	-5.76	0.000	1.04	-0.0044***	-5.19	0.000	1.10
SIZE	+	0.8043***	8.56	0.000	1.25	0.7899***	11.49	0.000	1.57
BETA	-	-0.0754	-0.93	0.354	1.06	-0.0745	-0.86	0.389	1.11
SGR (%)	+	-0.0005	-0.24	0.812	1.03	0.0004	0.14	0.886	1.03
DEBT (%)	-	-0.0336***	-9.88	0.000	1.16	-0.0305***	-7.36	0.000	1.17
ICR	+	0.0012***	5.39	0.000	1.06	0.0010***	6.75	0.000	1.07
BOARD	+/-	0.6451**	2.30	0.021	2.78	0.5452	1.27	0.206	2.76
INDDIR	+	1.1278*	1.73	0.084	2.70	0.9458	1.18	0.238	2.67
DIR (%)	+/-	0.0025	1.07	0.286	1.03	0.0008	0.44	0.660	1.04
ATTEN (%)	+	0.0230***	5.97	0.000	1.07	0.0276***	6.89	0.000	1.09
Num. of Obs.		3,140				4,885			
Pseudo R^2		0.085				0.105			
Industry Fixed Effect		Yes				Yes			
Year Fixed Effect		Yes				Yes			

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣學術期刊資料庫

表 9　排除受新冠疫情影響之年度－排除 2020 年

Panel A　假說一(H_1)：薪酬差距與公司信用評等之關係

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	未配對前全樣本				傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.4747***	3.53	0.000	1.26	0.4244***	3.66	0.000	1.02	0.2987**	2.10	0.036	1.26
DIV	-	-0.0085***	-3.79	0.000	1.06	-0.0075**	-2.55	0.011	1.03	-0.0062*	-1.92	0.054	1.06
SIZE	+	0.6484***	10.46	0.000	1.57	0.7134***	8.09	0.000	1.27	0.6597***	12.60	0.000	1.57
BETA	-	-0.0011	-0.01	0.992	1.13	-0.0471	-0.41	0.684	1.08	0.0204	0.22	0.828	1.13
SGR (%)	+	-0.0004	-0.25	0.805	1.04	-0.0018	-0.73	0.464	1.05	0.0002	0.09	0.931	1.04
DEBT (%)	-	-0.0248***	-8.29	0.000	1.17	-0.0290***	-10.24	0.000	1.18	-0.0248***	-5.79	0.000	1.17
ICR	+	0.0009***	6.38	0.000	1.07	0.0009***	5.74	0.000	1.07	0.0008***	6.98	0.000	1.07
BOARD	+/-	0.7737**	2.29	0.022	2.62	0.4703	1.19	0.235	2.66	0.6482	1.53	0.125	2.62
INDDIR	+	1.6015**	2.36	0.018	2.56	0.9510	1.15	0.252	2.61	1.4195**	2.00	0.045	2.56
DIR (%)	+/-	0.0043*	1.90	0.058	1.05	0.0065***	3.16	0.002	1.03	0.0012	0.59	0.558	1.05
ATTEN (%)	+	0.0200***	6.91	0.000	1.10	0.0208***	5.61	0.000	1.08	0.0229***	5.62	0.000	1.10
Num. of Obs.			3,644				2,364				3,644		
Pseudo R^2			0.091				0.067				0.082		
Industry Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		
Year Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		

註：(1).***、**、* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣學術期刊資料庫

表 9　排除受新冠疫情影響之年度－排除 2020 年(續)

Panel B　假說二(H_2)：控制股東股權偏離對薪酬差距與公司信用評等關係之影響

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	未配對前全樣本				傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.4908***	3.72	0.000	1.28	0.4370***	3.79	0.000	1.03	0.3155**	2.29	0.022	1.28
LN PAYRATIO×DIV	-	-0.0042***	-4.99	0.000	1.10	-0.0042***	-3.51	0.000	1.04	-0.0040***	-4.29	0.000	1.10
SIZE	+	0.6494***	10.43	0.000	1.57	0.7146***	8.12	0.000	1.27	0.6631***	12.67	0.000	1.57
BETA	-	-0.0006	-0.01	0.995	1.12	-0.0454	-0.40	0.692	1.08	0.0225	0.24	0.809	1.12
SGR (%)	+	-0.0004	-0.25	0.805	1.04	-0.0018	-0.74	0.462	1.05	0.0002	0.09	0.932	1.04
DEBT (%)	-	-0.0248***	-8.33	0.000	1.17	-0.0290***	-10.26	0.000	1.18	-0.0249***	-5.79	0.000	1.17
ICR	+	0.0009***	6.37	0.000	1.07	0.0009***	5.75	0.000	1.07	0.0008***	6.95	0.000	1.07
BOARD	+/-	0.7808**	2.33	0.020	2.62	0.4749	1.20	0.231	2.66	0.6709	1.60	0.110	2.62
INDDIR	+	1.6153**	2.39	0.017	2.56	0.9587	1.15	0.249	2.61	1.4606**	2.07	0.039	2.56
DIR (%)	+/-	0.0043*	1.89	0.059	1.05	0.0066***	3.19	0.001	1.03	0.0011	0.55	0.584	1.05
ATTEN (%)	+	0.0201***	6.94	0.000	1.10	0.0208***	5.64	0.000	1.08	0.0231***	5.69	0.000	1.10
Num. of Obs.		3,644				2,364				3,644			
Pseudo R^2		0.091				0.067				0.083			
Industry Fixed Effect		Yes				Yes				Yes			
Year Fixed Effect		Yes				Yes				Yes			

註：(1).***、**、* 分別表示 1%、5%、10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣學術期刊資料庫

表 10　排除受新冠疫情影響之年度－排除 2020 及 2021 年

Panel A　假說一(H_1)：薪酬差距與公司信用評等之關係

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	未配對前全樣本				傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.9494***	3.53	0.000	1.27	0.8086***	3.17	0.002	1.02	0.5579*	1.78	0.076	1.27
DIV	-	-0.0063**	-2.24	0.025	1.06	-0.0074***	-4.50	0.000	1.03	-0.0076***	-3.10	0.002	1.06
SIZE	+	1.1716***	10.80	0.000	1.58	1.2826***	10.99	0.000	1.25	1.1988***	13.42	0.000	1.58
BETA	-	-0.2370**	-2.49	0.013	1.13	-0.2544***	-2.85	0.004	1.05	-0.2750***	-2.98	0.003	1.13
SGR (%)	+	0.0031	1.04	0.299	1.01	0.0022	0.65	0.518	1.01	0.0068	1.58	0.115	1.01
DEBT (%)	-	-0.0480***	-9.68	0.000	1.18	-0.0524***	-10.11	0.000	1.16	-0.0497***	-6.88	0.000	1.18
ICR	+	0.0013***	4.36	0.000	1.05	0.0017***	5.52	0.000	1.06	0.0017***	5.64	0.000	1.05
BOARD	+/-	0.7431*	1.80	0.072	2.44	0.4174	0.81	0.421	2.42	1.2688***	2.81	0.005	2.44
INDDIR	+	0.6063	0.84	0.399	2.40	0.2808	0.30	0.760	2.37	1.7774**	2.84	0.004	2.40
DIR (%)	+/-	0.0105***	3.24	0.001	1.05	0.0085**	2.42	0.016	1.03	0.0025	0.65	0.518	1.05
ATTEN (%)	+	0.0338***	7.51	0.000	1.06	0.0336***	6.81	0.000	1.04	0.0340***	6.78	0.000	1.06
Num. of Obs.			2,383				1,502				2,383		
Pseudo R^2			0.211				0.173				0.198		
Industry Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		
Year Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣學術期刊資料庫

表 10　排除受新冠疫情影響之年度－排除 2020 及 2021 年(續)

Panel B　假說二(H_2)：控制股東股權偏離對薪酬差距與公司信用評等關係之影響

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	未配對前全樣本				傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.9610***	3.58	0.000	1.28	0.8225***	3.26	0.001	1.03	0.5781*	1.87	0.062	1.28
LN PAYRATIO×DIV	-	-0.0030***	-3.02	0.003	1.08	-0.0040***	-5.84	0.000	1.03	-0.0048***	-5.48	0.000	1.08
SIZE	+	1.1719***	10.75	0.000	1.58	1.2843***	10.92	0.000	1.25	1.2035***	13.28	0.000	1.58
BETA	-	-0.2364**	-2.47	0.014	1.13	-0.2545***	-2.85	0.004	1.05	-0.2726***	-2.98	0.003	1.13
SGR (%)	+	0.0031	1.04	0.297	1.01	0.0022	0.65	0.515	1.01	0.0068	1.57	0.116	1.01
DEBT (%)	-	-0.0480***	-9.71	0.000	1.18	-0.0524***	-10.09	0.000	1.16	-0.0498***	-6.94	0.000	1.18
ICR	+	0.0013***	4.38	0.000	1.05	0.0017***	5.52	0.000	1.06	0.0017***	5.67	0.000	1.05
BOARD	+/-	0.7460*	1.81	0.070	2.44	0.4238	0.82	0.414	2.42	1.2895***	2.88	0.004	2.44
INDDIR	+	0.6141	0.86	0.392	2.40	0.2906	0.32	0.752	2.37	1.8285***	2.94	0.003	2.40
DIR (%)	+/-	0.0105***	3.23	0.001	1.05	0.0086**	2.43	0.015	1.03	0.0025	0.63	0.532	1.05
ATTEN (%)	+	0.0338***	7.53	0.000	1.06	0.0337***	6.78	0.000	1.04	0.0342***	6.78	0.000	1.06
Num. of Obs.			2,383				1,502				2,383		
Pseudo R^2			0.211				0.174				0.199		
Industry Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		
Year Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣學術期刊資料庫

(三) 薪酬差距重新衡量--採用員工薪酬中位數作為員工平均薪酬水準的替代衡量

如前所述，台灣接軌國際要求上市櫃公司於 2019 年 6 月起強制揭露 2018 年非擔任主管的全時員工薪酬，相關資訊包含員工薪資總額、員工人數(年平均)、員工薪資平均數、每股盈餘及同產業公司資訊(如員工薪資平均數即平均每股盈餘)，我國金管會要求 2020 年起揭露前一年非主管員工薪資之中位數，因此，本研究另採用員工薪酬中位數與原已公開揭露之高階經理人薪酬，計算出高階經理人與基層員工之薪酬差距，分別以未配對前全樣本、傾向評分匹配法及熵平衡法重新進行測試，未列表之實證結果均與主要測試的結果一致。

(四) 採用二階段最小平方法(two-stage OLS)減緩內生性

由於迴歸模型中諸多變數可能同時決定而衍生內生性問題，本研究採用二階段最小平方法(two-stage OLS)來減緩此問題。第一階段迴歸中，參照 Rouen (2020)納入未預期公司成長作為薪酬差距的工具變數，而未預期研發成長(*RDshock*)被用來衡量公司未預期成長機會的指標。如文獻所述，公司成長時需激勵員工努力創造績效，因此會內生地影響薪酬差距(Hsu 2009)；另一方面，成長的公司對高技能高階管理者的需求越高，故需透過較高薪酬吸引管理人才(Gabaix and Landier 2008)。未預期研發成長(*RDshock*) 係以過去一年之研發費用減過去二至五年研發費用平均數後取自然對數來衡量。表 11 是採二階段最小平方法重新分析後的實證結果。

表 11 第(1)欄呈現的是二階段最小平方法之第一階段迴歸分析結果。與預期相同，未預期研發成長(*RDshock*)的係數顯著為正(係數為 0.0357，達 1%顯著水準，雙尾)，表示未預期研發支出和薪酬差距有正向關係，且 F 統計量[12]均滿足相關性和強度測試的條件，顯示該工具變數具有效性。表 11 第(2)欄至第(3)欄報導關於 H_1 及 H_2 之第二階段迴歸分析結果。

表 11 第(2)欄指出，在考量各變數同時決定的內生問題後，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率工具變數 (*LN PAYRATIO_IV*)與下一年度信用評等(CR_{t+1})呈顯著正向關係(係數為 2.9369，z 統計量為 2.05，p<0.05 雙尾)，與主要結果一致，支持本研究之假說 H_{1a}。關於 H_2 之檢測，採二階段最小平方法時與前述分析相同，面臨同時納入 *DIV* 及 *LN PAYRATIO_IV*×*DIV* 出現共線性問題[13]，因此，此處進一步移除 *DIV* 單獨項以避免共線性造成的實證結果偏差，結果如第(3)欄所示。交乘項 *LN PAYRATIO_IV*×*DIV* 係數顯著為負(係數為-0.0047，z 統計量為 -2.66，p<0.01 雙尾)，表示控制股東股權越偏離，對於薪酬倍數比率(*LN*

[12] 本研究依過去文獻(Larcker and Rusticus 2010)檢驗該工具變數的有效性，Cragg-Donald Wald F 統計量為 34.246，Kleibergen-Paap rk Wald F 統計量為 34.964，均大於 Stock-Yogo 臨界值(10%的臨界值為 16.38)，顯示該工具變數滿足相關性和強度測試的條件。

[13] 兩者之 VIF 值分別高達 29.43 及 30.21。

PAYRATIO_IV)與信用評等等級(CR_{t+1})兩者關係有負面影響，與主要測試的結果一致，支持本研究之假說 H_2。

整體而言，本研究採用二階段最小平方法減緩內生性問題後之敏感性分析結果，均與主要測試的結果一致，顯示本研究結果並未受到變數可能同時決定的因素而有影響。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 11　採用二階段最小平方法

	(1)				(2)				(3)			
	第一階段				**第二階段(H_1)**				**第二階段(H_2)**			
	$Y=LN\ PAYRATIO$				$Y=CR_{t+1}$				$Y=CR_{t+1}$			
	係數	t 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
Constant	-1.1743***	-3.81	0.001									
LN PAYRATIO_IV					2.9369**	2.05	0.040	3.56	2.7821*	1.90	0.057	3.59
DIV	0.0017***	5.45	0.000	1.10	-0.0121***	-4.12	0.000	1.09				
LN PAYRATIO_IV×DIV									-0.0047***	-2.66	0.008	1.12
SIZE	0.1584***	7.48	0.000	1.63	0.3717*	1.91	0.056	3.10	0.3977**	2.02	0.043	3.10
BETA	0.0721***	2.91	0.008	1.47	-0.2791***	-3.40	0.001	1.23	-0.2678***	-3.26	0.001	1.23
SGR (%)	0.0004	1.25	0.225	1.10	-0.0010	-0.68	0.494	1.03	-0.0009	-0.65	0.519	1.03
DEBT (%)	-0.0018**	-2.72	0.013	1.29	-0.0270***	-6.08	0.000	1.25	-0.0272***	-6.13	0.000	1.25
ICR	0.0000	1.26	0.222	1.11	0.0009***	5.07	0.000	1.08	0.0009***	5.10	0.000	1.08
BOARD	0.1174*	1.85	0.078	2.87	0.5861	1.61	0.108	2.83	0.6006*	1.66	0.097	2.83
INDDIR	0.1821	1.19	0.246	2.85	1.1173	1.52	0.129	2.71	1.1336	1.55	0.122	2.71
DIR (%)	-0.0019	-1.70	0.104	1.08	0.0093*	1.95	0.051	1.10	0.0090*	1.89	0.059	1.10
ATTEN (%)	0.0022**	2.70	0.013	1.17	0.0174***	3.57	0.000	1.10	0.0179***	3.66	0.000	1.10
RDshock	0.0357***	3.39	0.003	1.04								
Num. of Obs.		4,873				4,873				4,873		
Adj. R^2		0.281										
Pseudo R^2						0.112				0.111		
Industry Fixed Effect		Yes				Yes				Yes		
Year Fixed Effect		Yes				Yes				Yes		

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). t (z) 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。(4).第二階段之迴歸係使用第一階段迴歸所得出之工具變數(*LN PAYRATIO_IV*)預測值。(5).第(3)欄模型僅納入 H_2 關注的交乘項 *LN PAYRATIO_IV×DIV*，主要因為同時納入 *DIV* 及 *LN PAYRATIO_IV×DIV* 具有共線性問題(VIF 值分別高達 29.43 及 30.21)。

臺灣期刊資料庫

(五) 進一步檢視造成差距的高階經理人「高薪」及基層員工「低薪」各自的影響

上述結果顯示高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)和下一年度信用評等(CR_{t+1})之關係均與本研究之預期相符。由於高薪酬差距可能源自於經理人之高薪酬或基層員工之低薪酬，本研究進一步檢視高階經理人「高薪」及基層員工「低薪」分別對信用評等造成的影響。此處在模型中將原有之高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)變數替換納入兩個指標變數(indicator variables)：(1).若高階經理人薪酬位於同業所有公司之最高四分位數時，設定 *ExecuPay_High* 為 1，代表高階經理人最高薪群組，否則為 0；(2).若公司之基層員工薪酬平均數位於所有同業公司之最低四分位數時，設定 *StaffPay_Low* 等於 1，此即基層員工最低薪群組，否則為 0。實證結果如表 12 所示。

表 12 指出，高階經理人高薪群組(*ExecuPay_High*) 指標變數之係數顯著為正(係數為 0.5931，z 統計量為 7.02，p<0.01 雙尾)，而基層員工低薪群組(*StaffPay_Low*)和下一年度信用評等(CR_{t+1})呈顯著負向關係(係數為-0.2895，z 統計量為-5.93，p<0.01 雙尾)。此結果表示，就高階經理人而言，高階經理人高薪被視為對公司經營有正面意義，如同人才分配理論及激勵理論所主張，高薪反映的是管理者能力及被激發的努力。儘管高階經理人高薪可能存在管理者利益掠奪疑慮，但本研究目前的發現顯示，平均而言，信評機構在正、負面意涵並存之評估下，傾向將高階經理人高薪酬視為管理者為擁有聲譽、能力及網絡關係的企業關鍵資源，故而評估該類公司具有較低信用風險，給予較佳信用評等。另一方面，員工低薪群組具有較差的信用評等績效，顯示信用評等機構對於同業中低薪公司的信用風險評估不佳。ESG 及 CSR 重視員工權益，而員工低薪可能被視為公司對企業社會責任的漠視，因而缺乏道德資本來減緩公司未來負面事件的不利影響，包括違約風險(Jiraporn et al. 2014；謝懿等 2022)。此處的綜合結果顯示，本研究高階經理人和基層員工間薪酬差距和信用評等之正向關係，主要是和高階經理人高薪有關，而非透過給予基層員工低薪所致。

表 12 進一步檢視造成差距的高階經理人「高薪」及基層員工「低薪」各自的影響

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	係數	z 統計量	p 值	VIF
ExecuPay_High	+/-	0.5931***	7.02	0.000	1.32
StaffPay_Low	+/-	-0.2895***	-5.93	0.000	1.10
DIV	-	-0.0092***	-5.64	0.000	1.06
SIZE	+	0.7417***	11.70	0.000	1.67
BETA	-	-0.0771	-0.84	0.402	1.11
SGR (%)	+	-0.0006	-0.39	0.700	1.03
DEBT (%)	-	-0.0314***	-10.12	0.000	1.17
ICR	+	0.0009***	5.46	0.000	1.08
BOARD	+/-	0.8074**	2.38	0.018	2.76
INDDIR	+	1.5214**	2.16	0.031	2.67
DIR (%)	+/-	0.0043*	1.85	0.065	1.04
ATTEN (%)	+	0.0234***	8.44	0.000	1.09
Num. of Obs.			4,885		
Pseudo R^2			0.116		
Industry Fixed Effect			Yes		
Year Fixed Effect			Yes		

註：(1).***,**,*分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

臺灣人學學術期刊資料庫

(六) 額外納入 ESG 綜合構面績效之控制變數

本研究探討的高階管理者和員工薪酬差距攸關員工薪酬公平性，其為 ESG 績效的社會(S)構面績效之一(梁嘉紋等 2022)，同時也可能反映公司治理(G)構面的績效(汪進揚與林慧茹 2021)。因此，此處進一步在檢測模型中以 ESG 綜合構面績效[14]為額外控制變數，以釐清本研究之結果是否為虛假相關。納入額外控制變數重新檢測後，表 13 Panel A 及 Panel B 列示未配對前全樣本、傾向匹配評分法及熵平衡法之實證結果，而表 14 則為二階段最小平方法之實證結果。

關於假說一，未配對前全樣本及配對樣本重新分析結果列示於表 13 Panel A；而全樣本採二階最小平方法進一步納入額外控制變數後的結果，列示於表 14 的第(2)欄。所有結果中，假說一關注的高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)係數皆顯著為正，此係數在表 13 Panel A 分別顯示：未配對前全樣本係數為 0.5236(達 1%顯著水準，雙尾)；傾向評分匹配法為 0.5113(達 1%顯著水準，雙尾)；熵平衡法為 0.3184(達 10%顯著水準，雙尾)；至於在表 14 第(2)欄指出其 *LN PAYRATIO_IV* 係數為 2.7981(達 10%顯著水準，雙尾)。因此，所有結果皆顯示，額外控制攸關本研究員工薪酬差距的 ESG 綜合構面績效變數後，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO*)和下一年度信用評等(CR_{t+1})呈顯著正向關係，與主要測試的結果一致，本研究之假說 H_{1a} 依然獲得支持。

假說二關注交乘項 *LN PAYRATIO×DIV* 係數。額外納入 ESG 綜合構面績效為控制變數後之未配對前全樣本及配對樣本重新分析結果，列示於表 13 Panel B；而全樣本採二階段最小平方法進一步納入額外控制變數後的結果，列示於表 14 的第(3)欄。*LN PAYRATIO×DIV* 係數皆顯著為負，此係數在表 13 Panel B 分別為未配對前全樣本係數為 -0.0039(達 1%顯著水準，雙尾)；傾向評分匹配法下的係數為-0.0054(達 1%顯著水準，雙尾)；熵平衡法的係數為-0.0036(達 1%顯著水準，雙尾)；表 14 第(3)欄中 *LN PAYRATIO_IV×DIV* 係數為-0.0046(達 5%顯著水準，雙尾)。上述結果表示控制股東股權越偏離，對於薪酬倍數比率(*LN PAYRATIO_IV*)與信用評等等級(CR_{t+1})兩者關係有負面影響，與 H_2 主要測試的結果一致。

整體而言，考量額外控制 ESG 綜合構面績效後，結果仍支持本研究之 H_{1a} 及 H_2，表示本研究結果非因虛假相關所導致。

[14] 本研究亦分別納入社會(S)構面績效與公司治理(G)構面績效作進一步檢測，其結果均與主要測試結果一致。ESG 評級分數資料來源為台灣經濟新報(TEJ)之 TESG 永續發展指標，ESG 綜合構面績效為環境(E)、社會(S)和公司治理(G)三項構面績效的綜合性指標；社會(S)構面績效包含員工健康及安全、員工資訊統計、產品品質及安全、資料安全等指標；公司治理(G)構面績效包含董監酬勞、控制持股與董監結構、公司治理評鑑等指標。

表 13　額外納入 ESG 綜合構面績效之控制變數

Panel A　假說一(H_1)：薪酬差距與公司信用評等之關係

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	未配對前全樣本				傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
LN PAYRATIO	+/-	0.5236***	4.06	0.000	1.27	0.5113***	3.72	0.000	1.01	0.3184*	1.87	0.061	1.27
DIV	-	-0.0073***	-3.96	0.000	1.06	-0.0106***	-4.78	0.000	1.03	-0.0050	-1.50	0.133	1.06
SIZE	+	0.7008***	9.75	0.000	1.78	0.7771***	9.12	0.000	1.37	0.7299***	9.73	0.000	1.78
BETA	-	-0.0697	-0.84	0.403	1.11	-0.1360**	-1.99	0.047	1.07	-0.0288	-0.35	0.727	1.11
SGR (%)	+	0.0001	0.08	0.937	1.03	0.0001	0.03	0.972	1.03	0.0011	0.43	0.667	1.03
DEBT (%)	-	-0.0311***	-9.02	0.000	1.18	-0.0330***	-9.40	0.000	1.15	-0.0307***	-6.31	0.000	1.18
ICR	+	0.0009***	6.10	0.000	1.08	0.0013***	6.79	0.000	1.06	0.0009***	5.76	0.000	1.08
BOARD	+/-	0.7457**	2.48	0.013	2.79	0.5754*	1.85	0.064	2.81	0.3143	0.73	0.465	2.79
INDDIR	+	1.3293**	2.06	0.040	2.69	0.7895	1.13	0.258	2.74	0.5169	0.56	0.576	2.69
DIR (%)	+/-	0.0040*	1.67	0.095	1.05	0.0056	1.62	0.106	1.03	0.0004	0.20	0.843	1.05
ATTEN (%)	+	0.0205***	8.17	0.000	1.10	0.0206***	4.98	0.000	1.08	0.0218***	5.59	0.000	1.10
TESG	+	0.0296***	5.26	0.000	1.34	0.0334***	5.10	0.000	1.18	0.0350***	6.57	0.000	1.34
Num. of Obs.		4,872				3,096				4,872			
Pseudo R^2		0.119				0.095				0.111			
Industry Fixed Effect		Yes				Yes				Yes			
Year Fixed Effect		Yes				Yes				Yes			

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

學術期刊資料庫

表 13　額外納入 ESG 綜合構面績效之控制變數(續)

Panel B　假說二(H_2)：控制股東股權偏離對薪酬差距與公司信用評等關係之影響

$Y=CR_{t+1}$	預期方向	未配對前全樣本				傾向匹配評分法(PSM)				熵平衡法(entropy balancing)			
		係數	z 統計量	p 值	VIF 值	係數	z 統計量	p 值	VIF 值	係數	z 統計量	p 值	VIF 值
LN PAYRATIO	+/-	0.5384***	4.29	0.000	1.29	0.5279***	3.95	0.000	1.02	0.3329**	2.03	0.043	1.29
LN PAYRATIO×DIV	-	-0.0039***	-5.17	0.000	1.10	-0.0054***	-6.93	0.000	1.03	-0.0036***	-3.44	0.001	1.10
SIZE	+	0.7018***	9.72	0.000	1.78	0.7776***	9.12	0.000	1.36	0.7325***	9.78	0.000	1.78
BETA	-	-0.0690	-0.83	0.408	1.11	-0.1366**	-2.03	0.042	1.07	-0.0255	-0.31	0.756	1.11
SGR (%)	+	0.0001	0.08	0.937	1.03	0.0001	0.03	0.974	1.03	0.0011	0.43	0.664	1.03
DEBT (%)	-	-0.0312***	-9.04	0.000	1.18	-0.0330***	-9.41	0.000	1.15	-0.0307***	-6.28	0.000	1.18
ICR	+	0.0009***	6.11	0.000	1.08	0.0013***	6.80	0.000	1.06	0.0009***	5.79	0.000	1.08
BOARD	+/-	0.7541**	2.54	0.011	2.79	0.5774*	1.86	0.063	2.81	0.3508	0.83	0.408	2.79
INDDIR	+	1.3456**	2.10	0.035	2.69	0.7917	1.13	0.257	2.74	0.5971	0.65	0.515	2.69
DIR (%)	+/-	0.0039*	1.67	0.095	1.05	0.0057	1.63	0.104	1.03	0.0004	0.18	0.854	1.05
ATTEN (%)	+	0.0205***	8.19	0.000	1.10	0.0206***	5.00	0.000	1.08	0.0219***	5.61	0.000	1.10
TESG	+	0.0297***	5.27	0.000	1.34	0.0335***	5.12	0.000	1.18	0.0350***	6.57	0.000	1.34
Num. of Obs.			4,872				3,096				4,872		
Pseudo R^2			0.119				0.096				0.111		
Industry Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		
Year Fixed Effect			Yes				Yes				Yes		

註：(1).***,**,* 分別表示 1%，5%，10%的顯著水準(雙尾)。(2). z 統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。

學術期刊資料庫

表 14　額外納入 ESG 綜合構面績效之控制變數—二階段最小平方迴歸分析

	(1)				(2)				(3)			
	第一階段				**第二階段(H_1)**				**第二階段(H_2)**			
	Y=LN PAYRATIO				*Y=CR$_{t+1}$*				*Y=CR$_{t+1}$*			
	係數	t 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF	係數	z 統計量	p 值	VIF
Constant	-1.1220***	-3.74	0.001									
LN PAYRATIO_IV					2.7981*	1.85	0.064	3.81	2.6567*	1.72	0.086	3.84
DIV	0.0018***	5.59	0.000	1.10	-0.0114***	-3.32	0.001	1.10				
LN PAYRATIO_IV×DIV									-0.0046**	-2.32	0.020	1.13
SIZE	0.1459***	6.28	0.000	1.96	0.3570*	1.94	0.053	3.03	0.3787**	2.03	0.043	3.03
BETA	0.0765***	3.15	0.005	1.47	-0.2590***	-2.86	0.004	1.25	-0.2476***	-2.71	0.007	1.25
SGR (%)	0.0004	1.39	0.180	1.10	-0.0007	-0.55	0.583	1.03	-0.0006	-0.50	0.614	1.03
DEBT (%)	-0.0017**	-2.65	0.014	1.30	-0.0272***	-5.78	0.000	1.25	-0.0274***	-5.80	0.000	1.25
ICR	0.0000	1.01	0.324	1.11	0.0008***	5.23	0.000	1.08	0.0008***	5.25	0.000	1.08
BOARD	0.0919	1.42	0.169	2.90	0.5292	1.41	0.160	2.83	0.5387	1.44	0.149	2.83
INDDIR	0.1401	0.86	0.401	2.87	1.0153	1.26	0.208	2.72	1.0254	1.28	0.202	2.72
DIR (%)	-0.0020*	-1.72	0.099	1.08	0.0087	1.62	0.106	1.10	0.0084	1.56	0.120	1.10
ATTEN (%)	0.0017*	1.98	0.060	1.18	0.0161***	3.89	0.000	1.11	0.0164***	3.97	0.000	1.11
TESG	0.0047***	3.60	0.002	1.42	0.0180*	1.78	0.075	1.47	0.0190*	1.84	0.065	1.47
RDshock	0.0344***	3.44	0.002	1.04								
Num. of Obs.		4,872				4,872				4,872		
Adj. R^2		0.284										
Pseudo R^2						0.115				0.115		
Industry Fixed Effect		Yes				Yes				Yes		
Year Fixed Effect		Yes				Yes				Yes		

註：(1).***、**、* 分別表示 1%、5%、10%的顯著水準(雙尾)。(2).t (z)統計量係根據 heteroskedasticity-robust standard errors clustered by industries 計算而得。(3).變數定義參見表 2 附註。(4).第二階段之迴歸係使用第一階段迴歸所得出之工具變數(*LN PAYRATIO_IV*)預測值。

期刊資料庫

伍、 結論與建議

過往文獻鮮少以信用評等機構的觀點，探討其是否具前瞻性地洞察高階主管與基層員工薪酬差距對公司信用風險之評估，並將其納入信用評等決策。本研究以台灣上市櫃公司，在新法規要求公開揭露非擔任主管職務之全時員工薪資資訊的背景下，探討高階經理人與基層員工薪酬差距和信用評等的關係，並進一步檢視控制股東控制權與所有權偏離對此關係之影響。根據實證結果，本研究提出以下結論：首先，高階經理人與基層員工薪酬倍數比率對信用評等呈顯著正向關係，支持人才分配理論和競賽理論，表示公司較重視人才及提供激勵效果，有助於提高公司的經營績效及財務表現，高階經理人更有動機最大化公司長期價值，因而減少和各利害關係人之代理衝突與減緩未來經營之不確定性，信用評等機構進而對公司的風險評估較為樂觀，因此給予較佳的信用評等。其次，控制股東之控制權大於所有權時，產生控制權偏離會與信用評等呈負向關係，表示控制股東股權偏離程度負面衝擊薪酬倍數比率和信用評等表現兩者間的關係，顯示控制股東股權偏離越高，薪酬倍數比率越可能肇因於掠奪誘因而使厭惡不公平感加深，影響公司未來績效，導致信用評等機構預期高薪酬倍數比率可能提升未來信用風險。最後，本研究之敏感性分析實證結果發現高階經理人與基層員工薪酬倍數比率和信用評等呈顯著正相關，另控制股東之控制權偏離對高階經理人與基層員工薪酬倍數比率和信用評等呈顯著負相關，均與前述之實證結果一致，支持本研究之假說 H_{1a} 及假說 H_2，顯示本研究結果是穩健的。

本研究之貢獻如下。第一，本研究之發現可供瞭解具高度專業性之信用評等機構如何前瞻性地洞察了 CSR 與 ESG 項目中之員工權益資訊，值得企業管理者、董事會及政策制定者重視。此外，本研究的實證結果也對於主管機關強制公司揭露非主管全時員工薪資資訊，提供政策意涵，主要係協助主管機關從信用評等機構角度，評估此揭露政策對信用風險評估的有用性。第二，在學術方面，目前鮮少文獻以信用評等機構之觀點，探討薪酬差距如何影響公司信用評等。本研究採用台灣新興市場主管機關強制揭露員工薪資而計算出的薪酬差距，據以分析信用評等機構對此公開資訊的判讀，具較高外部效度，對全球同屬新興市場的國家有參考價值，而本研究亦補充了高階管理者和基層員工薪酬差距的信用風險意涵之學術文獻。同時，目前尚無文獻探討關於控制股東股權偏離如何進一步影響了信用評等機構對這項薪酬差距的風險意涵評估，因此，本研究補充了過去文獻，闡明控制股東股權偏離對薪酬差距之經濟意涵的影響。

本研究以客觀的次級資料進行實證分析，信用評等可能隨時間與相關影響因素而產生年度內變化(逐季變化甚至逐月變化)，惟本研究因受限於高階主管與員工薪酬僅年資料公開可得，因此，資料時效性之研究限制，導致無法更精

臺灣大學學術期刊資料庫

準地觀察到薪酬差距與信用評等之間的即時連動關係。此外，在研究建議方面，本研究雖主要聚焦信用評等專業機構的評估，惟隨著債務市場對企業籌資之重要性與日俱增，提供債務融資之相關債權人在評估公司償還能力與財務風險時，如何考量該公司高階管理者和基層員工之薪酬差距，而反映在債務成本的調整上？目前台灣市場的證據有限，建議未來研究可延伸探討薪酬差距與債務成本之關聯性，從實質提供融資的債權人之觀點，補充不同於本研究之利害關係人面對薪酬差距時之風險評估結果。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

王元章與張椿柏，2011，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，第 23 卷，第 2 期：131-174。(Wang, Yung-Jang, and Chuen-Bo Jang. 2011. The effect of ownership structure and board characteristics on firm performance: From the perspective of core agency problem. *Review of Securities and Futures Markets* 23 (2): 131-174.)

李桓伊、陳淑萍、紀信義與張明皓，2021，採用新式查核報告對債務資金成本之影響，台灣管理學刊，第 21 卷，第 1 期：51-70。(Li, Huan-Yi, Shu-Ping Chen, Hsin-Yi Chi, and Ming-Hao Chang. 2021. The effects of adopting new audit report on cost of debt. *Taiwan Academy of Management Journal* 21 (1): 51-70.)

李桓伊與陳明進，2021，員工流動率與非主管員工薪資對公司避稅之影響，管理學報，第 38 卷，第 2 期：175-202。(Li, Huan-Yi, and Ming-Chin Chen. 2021. The effects of employee turnover and nonmanagement employee salaries on corporate tax avoidance. *Journal of Management and Business Research* 38 (2): 175-202.)

汪進揚與王妤如，2021，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，會計學報，第 8 卷，第 2 期：35-69。(Uang, Jinn-Yang, and Yu-Ju Wang. 2021. The impact of excess director and top manager compensation on employee pay: The moderating effect of CEO power. *Soochow Journal of Accounting* 8 (2): 35-69.)

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，第 2 期：203-230。(Uang, Jinn-Yang, and Hui-Ju Lin. 2021. Pay fairness: The impact of employee productivity and the separation of control and cash flow rights. *Journal of Management and Business Research* 38 (2): 203-230.)

林美鳳、金成隆與林良楓，2009，股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究，臺大管理論叢，第 20 卷，第 1 期：289-329。(Lin, Mei-Feng, Chen-Lung Chin, and Liang-Feng Lin. 2009. Ownership structures, accounting conservatism and firm's credit ratings. *NTU Management Review* 20 (1): 289-329.)

林宛瑩與許崇源，2008，台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議，交大管理學報，第 28 卷，第 1 期：269-312。(Lin, Wan-Ying, and Chung-Yuan Hsu. 2008. A research on ownership structure and corporate governance performance indicators of Taiwanese business groups. *Chiao Da Management Review* 28 (1): 269-312.)

張雅淇、張瑞當與柯文鎧，2023，薪酬委員會品質是否影響核心代理問題與薪酬績效敏感性間的關聯？，會計評論，第 77 期：91-137。(Chang, Ya-Chi, Ruey-Dang Chang, and Wen-Kai Ko. 2023. Does the quality of the compensation committee affect the relationship between core agency problems and pay-performance sensitivity?. *Journal of Accounting Review* 77: 91-137.)

梁嘉紋、吳幸蓁與林芯妤，2022，非擔任主管職務之全時員工薪資與企業揭露員工薪資調整情形之關聯性研究，會計審計論叢，第 12 卷，第 2 期：87-138。(Liang, Jia-Wen, Shing-Jen Wu, and Hsin-Yu Lin. 2022. The relation between non-executive full-time employee compensation and the disclosure of employee salary adjustment. *Review of Accounting and Auditing Studies* 12 (2): 87-138.)

陳妮雲，2018，會計師事務所規模對於信用評等與揭露水準之影響，會計審計論叢，第 8 卷，第 2 期：1-29。(Chen, Ni-Yun. 2018. Credit rating, disclosure level, and the financial reporting quality of Big 4 vs. non-Big 4 audits. *Review of Accounting and Auditing Studies*

臺灣人學圖書館期刊資料庫

8 (2): 1-29.)
陳昭蓉，2014，信用評等變動與高階經理人薪酬：董事會獨立性、專業性及參與度之調節效果，經濟論文叢刊，第 42 卷，第 1 期：103-155。(Chen, Chao-Jung. 2014. Credit rating changes and CEO compensation: The moderation effects of board independence, expertise, and attendance. *Taiwan Economic Review* 42 (1): 103-155.)
陳瑞斌、翁慈青與朱全斌，2009，揭露水準對於信用評等與負債資金成本之影響，財務金融學刊，第 17 卷，第 2 期：71-110。(Chen, Jui-Pin, Tzu-Ching Weng, and Quan-Bin Zhuo. 2009. The effect of disclosure level on credit rating and cost of debt capital. *Journal of Financial Studies* 17 (2): 71-110.)
黃玉麗、沈中華與林昆立，2012，政治關聯 (係) 與債務資金成本，管理學報，第 29 卷，第 2 期：155-185。(Huang, Yu-Li, Chung-Hua Shen, and Kun-Li Lin. 2012. Political connection and the cost of debt. *Journal of Management and Business Research* 29 (2): 155-185.)
賴曉君、陳韻淇與高銘淞，2022，台灣獨立董事制度之探討，輔仁管理評論，第 29 卷，第 3 期：28-62。(Lai, Shiau-Jiun, Yu-Chi Chen, and Ming-Sung Kao. 2022. A study on independent director mechanism in Taiwan. *Fu Jen Management Review* 29 (3): 28-62.)
戴怡蕙，2017，控制股東的股權偏離程度與公司績效：持股率與類別的調節效果，會計審計論叢，第 7 卷，第 2 期：85-116。(Tai, Yi-Hui. 2017. Controlling shareholder's separation of share rights and firm performance: The role of shareholding ratio and type. *Review of Accounting and Auditing Studies* 7 (2): 85-116.)
謝懿、羅文綺、蕭育仁與陳雯雯，2022，從企業違法事件對股市的影響探討企業社會責任的意涵，證券市場發展季刊，第 34 卷，第 4 期：85-117。(Yi, Xie, Wen-Chi Lo, Yu-Jen Hsiao, and Wen-Wen Chen. 2022. The implications of corporate social responsibility from the impact of corporate illegal events on the stock market. *Review of Securities and Futures Markets* 34 (4): 85-117.)
Adams, J. S. 1965. Inequity in social exchange. *Advances in Experimental Social Psychology* 2: 267-299.
Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, and M. Stanford-Harris. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77 (4): 867-890.
Akerlof, G. A., and J. L. Yellen. 1990. The fair wage-effort hypothesis and unemployment. *The Quarterly Journal of Economics* 105 (2): 255-283.
Armstrong, C. S., A. D. Jagolinzer, and D. F. Larcker. 2010. Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities. *Journal of Accounting Research* 48 (2): 225-271.
Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. LaFond. 2006. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): 203-243.
Baker, G. P., and B. J. Hall. 2004. CEO incentives and firm size. *Journal of Labor Economics* 22 (4): 767-798.
Banfield, E. C. 1958. *The Moral Basis of a Backward Society*. New York, NY: Free Press.
Bannister, J. W., H. A. Newman, and E. Y. Peng. 2020. Top management tournament incentives and credit ratings. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 55 (2): 769-801.
Bao, M. X., X. Cheng, and D. Smith. 2020. A path analysis investigation of the relationships between CEO pay ratios and firm performance mediated by employee satisfaction. *Advances in Accounting* 48:100457.
Bardos, K., S. E. Kozlowski, and M. R. Puleo. 2021. Entrenchment or efficiency? CEO-to-
臺灣人壽學術期刊資料庫

employee pay ratio and the cost of debt. *The Financial Review* 56 (3): 511-533.
Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. 2006. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
Bebchuk, L. A., R. Kraakman, and G. Triantis. 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In *Concentrated Corporate Ownership*, edited by R. Morck, 295-318. Chicago, IL: University of Chicago Press.
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.
Berle, A. A., and G. C Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Piscataway, NJ: Transaction Publishers.
Bowen, R. M., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2008. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25 (2): 351-405.
Chan, H. L., B. Kawada, T. Shin, and J. Wang. 2020. CEO-employee pay gap and firm R&D efficiency. *Review of Accounting and Finance* 19 (2): 271-287.
Cheng, Q., T. Ranasinghe, and S. Zhao. 2017. Do high CEO pay ratios destroy firm value?. Working paper, Singapore Management University, American University, and Oakland University.
Choe, C., G. Y. Tian, and X. Yin. 2014. CEO power and the structure of CEO pay. *International Review of Financial Analysis* 35: 237-248.
Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57 (6): 2741-2771.
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.
Cornaggia, K. J., G. V. Krishnan, and C. Wang. 2017. Managerial ability and credit ratings. *Contemporary Accounting Research* 34 (4): 2094-2122.
DeHaan, E. 2017. The financial crisis and corporate credit ratings. *The Accounting Review* 92 (4): 161-189.
Du, L., J. Huang, and B. A. Jain. 2019. Tournament incentives and firm credit risk: Evidence from credit default swap referenced firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 46 (7-8): 913-943.
Edmans, A. 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics* 101 (3): 621-640.
Faleye, O., E. Reis, and A. Venkateswaran. 2013. The determinants and effects of CEO-employee pay ratios. *Journal of Banking & Finance* 37 (8): 3258-3272.
Fischer, M., and J. Lindermoyer. 2020. Dodd Frank Act: Reporting CEO compensation relationship to worker ratio and firm performance. *American Journal of Management* 20 (1): 31-45.
Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 295-327.
Fukuyama, F. 1995. *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. New York, NY: Simon and Schuster.
Gabaix, X., and A. Landier. 2008. Why has CEO pay increased so much?. *The Quarterly*

臺灣大學學術期刊資料庫

Journal of Economics 123 (1): 49-100.
Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. 2009. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal* 30 (4): 425-445.
Green, T. C., and D. Zhou. 2019. Pay inequality, job satisfaction, and firm performance. Working paper, Emory University, and Baruch College.
Hainmueller, J. 2012. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies. *Political Analysis* 20 (1): 25-46.
Hossain, A., T. Hossain, A. Jha, and M. Mougoué. 2023. Credit ratings and social capital. *Journal of Corporate Finance* 78: 102338.
Hsu, P. H. 2009. Technological innovations and aggregate risk premiums. *Journal of Financial Economics* 94 (2): 264-279.
Huang, G. Y., H. H. Huang, and J. Yu. 2018. CEO-employee pay ratio and bond yield spreads. Asian Finance Association (Asian FA) 2018 Conference, Tokyo, Japan.
Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
Jiraporn, P., N. Jiraporn, A. Boeprasert, and K. Chang. 2014. Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management* 43 (3): 505-531.
Jung, S.-M., N. K. W. Kim, H. S. Ryu, and J. Y. Shin. 2021. Why do firms utilize the flexibility allowed in CEO-employee pay ratio disclosure? Evidence from Dodd-Frank Act Section 953 (b). *Accounting Horizons* 35 (2): 83-106.
Kale, J. R., E. Reis, and A. Venkateswaran. 2009. Rank-order tournaments and incentive alignment: The effect on firm performance. *The Journal of Finance* 64 (3): 1479-1512.
Kaplan, R. S., and G. Urwitz. 1979. Statistical models of bond ratings: A methodological inquiry. *The Journal of Business* 52 (2): 231-261.
Kelly, K., and J. L. Seow. 2016. Investor reactions to company disclosure of high CEO pay and high CEO-to-employee pay ratio: An experimental investigation. *Journal of Management Accounting Research* 28 (1): 107-125.
Kuang, Y. F., and B. Qin. 2013. Credit ratings and CEO risk-taking incentives. *Contemporary Accounting Research* 30 (4): 1524-1559.
La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 3-27.
La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
Larcker, D. F., and T. O. Rusticus. 2010. On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics* 49 (3): 186-205.
Lazear, E. P., and S. Rosen. 1981. Rank-order tournaments as optimum labor contracts. *Journal of Political Economy* 89 (5): 841-864.
Lei, L. 2017. *CEO-to-worker Pay Disparity and the Cost of Debt*. Ph. D. dissertation, Virginia Polytechnic Institute and State University.
McMullin, J. L., and B. Schonberger. 2020. Entropy-balanced accruals. *Review of Accounting*

臺灣人文學術期刊資料庫

Studies 25 (1): 84-119.
Mueller, H. M., P. P. Ouimet, and E. Simintzi. 2017. Within-firm pay inequality. *The Review of Financial Studies* 30 (10): 3605-3635.
Pan, Y., E. S. Pikulina, S. Siegel, and T. Y. Wang. 2022. Do equity markets care about income inequality? Evidence from pay ratio disclosure. *The Journal of Finance* 77 (2): 1371-1411.
Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1): 435-480.
Rosen, S. 1981. The economics of superstars. *The American Economic Review* 71 (5): 845-858.
Rouen, E. 2020. Rethinking measurement of pay disparity and its relation to firm performance. *The Accounting Review* 95 (1): 343-378.
Shin, J. Y., S.-C. Kang, J.-H. Hyun, and B.-J. Kim. 2015. Determinants and performance effects of executive pay multiples: Evidence from Korea. *ILR Review* 68 (1): 53-78.
Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
Shyu, Y. W., and C. I. Lee. 2009. Excess control rights and debt maturity structure in family-controlled firms. *Corporate Governance: An International Review* 17 (5): 611-628.
Talavera, O., S. Yin, and M. Zhang. 2021. Tournament incentives, age diversity and firm performance. *Journal of Empirical Finance* 61: 139-162.
Tang, T. T. 2009. Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement. *Journal of Financial Economics* 93 (2): 325-351.
Tarkovska, V. V. 2017. CEO pay slice and firm value: Evidence from UK panel data. *Review of Behavioral Finance* 9 (1): 43-62.
Vitanova, I. 2022. CEO overconfidence and corporate tournaments. *Managerial and Decision Economics* 43 (5): 1423-1438.
Yeh, Y. H., and T. Woidtke. 2005. Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking & Finance* 29 (7): 1857-1885.
Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2 (1-2): 21-48.
Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185-211.
Zhang, X. 2018. Do firms manage their credit ratings? Evidence from rating-based contracts. *Accounting Horizons* 32 (4): 163-183.

臺灣大學學術期刊資料庫