DOI: 10.6277/TER.2014.421.4

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

陳昭蓉*

信用評等是專業團體評估公司未來財務狀況與績效的一項指標, 信用評等之結果也可視爲高階經理人是否善盡管理及經營責任的一項指標。本文以2006年至2010年台灣上市櫃非金融業公司爲樣本, 以信用評等指標作爲衡量經理人績效之非財務指標, 探討當公司被調降 (升) 信評之後, 是否會影響高階經理人之薪酬, 並進一步探討董事會獨立性、獨立董事專業性與參與度對此關聯性之調節效果。實證結果發現, 當公司信用評等被調降 (升) 時, 經理人薪酬會被調降 (升), 且由低風險等級調降至高風險等級時, 其調降幅度更明顯, 本文亦進一步採用分量迴歸 (quantile regression) 檢測, 發現經理人薪酬位於高分量值時, 其調降 (升) 幅度更明顯。當董事會獨立性愈高、獨立董事愈具專業度及參與度愈高時, 愈能發揮監督功能, 因此在調降信評後, 薪酬被調降之幅度更高; 而信用評等調降 (升) 之理由各有不同, 實證結果亦發現當公司因爲營運狀況變差 (好) 而被調降 (升) 信評時, 其薪酬調降 (升) 幅度大於其他調降理由。

關鍵詞: 信用評等調降, 獨立性, 專業性, 參與度, 高階經理人薪酬, 分量迴歸

JEL 分類代號: G24, G34, J33, M52

*作者爲中原大學會計系助理教授。本文作者非常感謝兩位匿名審查人的指正及提供珍貴的改進意見。本文爲102年國科會計劃之一部分, 作者感謝國科會所給予的專題計畫經費補助 (編號: NSC102-2410-H-033-018)。

臺灣博碩士論文知識加值系統
期刊資料庫

經濟論文叢刊 (*Taiwan Economic Review*), 42:1 (2014), 103–155。
國立台灣大學經濟學系出版

1 緒論

高階經理人負責公司整體之營運, 但錯誤的決策可能使公司面臨經營困境, 進而影響其信用評等與取得外部資金的能力, 最終可能造成公司續航力出現問題。例如 SONY 執行長平井一夫 (Kazuo Hirai) 因爲過度併購之決策, 而造成公司財務出現問題, 因此被信用評等機構評爲垃圾等級, 而 Panasonic 也因爲市場看壞需求前景, 預期公司虧損會持續擴大, 因此信評亦被調降兩級。[1] 惠普公司 (HP) 也因爲併購決策而認列88億美元之損失, 讓投資人對其管理階層之能力產生疑慮, 而穆迪也認爲惠普公司 (HP) 長期競爭力及執行力下降, 因此調降 HP 之長期信用評等。由上述新聞可知, 高階經理人之決策對公司之影響甚巨, 亦對公司信用評等有不利之影響。Marble (2011) 發現被調降信評的公司大多數是因爲管理當局之決策及行爲所造成, 因此公司信用評等調降產生之成本很高, 公司價值亦會下降 (Goh and Ederington, 1993; Barber, Lehavy, and Trueman, 2010; Marble, 2011), 但過去文獻並未探討公司信用評等變動後, 是否會調整高階經理人之薪酬金額。因此, 本文探討公司被調降或調升信評之後, 是否會影響高階經理人之薪酬, 並進一步探討董事會獨立性、獨立董事專業性及參與度對此行爲是否有所影響。

企業信用風險等級評量, 反應信評機構對企業整體信用風險、財務結構優劣、經營體質良窳及債務履行能力所作之整體評估 (Wakeman, 1990; Standard and Poor's, 2002), 且被視爲有效的信用品質指標 (Frost, 2007)。因此, 公司信用評等等級的變動會影響債權人及投資人對公司的評價 (Goh and Ederington, 1993; Gropp and Richards, 2001)。當公司信用評等被調降時, 代表信評機構認爲公司整體信用風險提高及債務履行能力下降, 公司破產風險可能性提高 (Bongini, Laeven, and Majnoni, 2002; Czarnitzki and Kraft, 2007)。企業在制定營運、投資及融資決策時會考量信用評等資訊, 例如中小企業信用保證基金可爲中小企業提供信用保證, 協助企業較容易取得融資, 但這些中小企業之銷售對象需爲 TCRI1–6 等級之廠商、富旺國際亦因爲 TCRI 等級提高而取得融資融券交易、威剛科技投資對象之 TCRI 等級需在6以上、宏遠證券及國泰金控等亦爲了風險控管要求承

[1] 中國時報 (2012), 《SONY, Panasonic 信評淪垃圾等級》, 2012/11/23。

臺灣大學學術期刊資料庫

銷之客戶信用評等等級也要在1–7等級之內, 由此可知, TCRI 是外部投資人與債權人機構對企業經營績效的綜合評估指標, 故董事會制定公司營運、投資或融資決策並監督經理人之執行成效時會考量 TCRI 資訊。[2] 台灣在2010年11月初通過證券交易法修正案, 要求公司應成立薪酬委員會並訂定薪資報酬委員會組織規程, 該組織規程要求委員會應定期檢討經理人薪資報酬之制定政策及標準, 且除了考量同業標準、個人表現及公司經營績效來決定經理人薪酬之外, 更要求公司應考量公司未來風險, 而信用評等等級則反應信用評等機構對於公司風險之評估結果, 則可作爲公司風險之替代指標, 顯示董事會在考量薪酬契約時, 可將信用評等變動資訊列入考量, 以評估經理人的績效。高階經理人受債權人及股東所託管理公司, 應善盡管理公司經濟資源的責任 (受託責任; Stewardship), 並應妥善運用資源以創造良好績效 (經營責任; Accountability), 當信用評等被調降, 可能

[2]目前台灣經濟新報 (TEJ) 信用評等資料庫 (TCRI) 在實務界之購買對象包括金融證券保險業 (約有69家)、石化、化學及電子通路 (共約9家) 等產業, 雖然實際購買對象在非金融業並不普遍, 但多數公司在平常制定營運、投資及融資決策時會使用 TCRI 資訊。在金融證券保險業方面主要使用 TCRI 結果作爲是否貸款予客戶、或是不同的信評等級給予不同的貸款額度, 例如華南金控以 TCRI 指標作爲尋找新客戶、是否貸款及設定貸款條件之依據 (楊世彬, 2004); 中小企業若與 TCRI 等級1–6之上市櫃公司交易, 中小企業信用保證基金則提供信用保證, 協助公司取得貸款, 這說明企業若要取得較好的貸款條件, 其信用等級要較高, 因此, 從貸款角度來看企業應會重視 TCRI 資訊; 從風險控管角度來看, 宏遠證券要求承銷可轉換公司債之客戶信用評等等級也要在1–7等級之內, 否則會要求發行人或擔保機構需提供一定等級之信用評等; 國泰金控定期針對投資業務風險集中度與風險暴露進行分析報告, 並對於投資部位或衍生性商品業務, 依交易對手信用評等 (TCRI) 訂定相關承作限額。在非金融業方面, 則使用信用評等資料作爲應收帳款收款期間設定及是否出貨之參考資訊, 例如, 台塑之風險管理政策中則明訂以信用評等等級評估交易對象之信用風險, 再決定是否與其進行交易, 若風險太高則直接拒絕交易, 以避免因爲違約風險而遭受損失; 富旺國際 (6219) 亦因爲台灣經濟新報 (TCRI) 之信用等級上調一等, 代表其經營狀況改善, 可進行融資融券交易; 威剛科技 (3260) 之在102年第三季季報中亦揭露其投資對象之 TCRI 等級需在6以上, 其他如華碩也將台灣經濟新報 (TEJ) 企業信用評等調查結果視爲公司表現指標之一。綜合上述情況, 不論從金融業或非金融業使用 TCRI 之情況來看, 若公司信用評等較差時, 其貸款資金成本可能較高或在進貨交易時, 其取得之貨款條件較差, 例如被要求直接付現或付款期限較短等, 亦或投資機會下降, 由此現象可知信用評等結果對公司影響甚大, 故企業會重視 TEJ 信用評等之結果。當公司被調降信用評等時, 其可能在資金調度或其他交易中會取得較不利之條件, 而影響公司未來營運狀況, 因此可能影響經理人薪酬。目前學術研究中亦開始有文獻採用 TEJ 信用評等資料爲研究變數, 例如林宛瑩等 (2009) 討論公司治理對於信用風險等級之影響。

期刊資料庫

是產業景氣等經理人無法控制的因素所造成, 也可能是高階經理人未善盡管理及經營責任, 若爲後者, 高階經理人則應該爲信評調降負責 (Hoitash, Hoitash, and Johnstone, 2012), 反之, 若信用評等調升, 亦應獎勵經理人。[3] 信用評等是債權人或投資人用來評估公司未來財務狀況的指標之一, 過去研究發現公司財務狀況及公司治理特性會影響信用評等之等級 (Gleason, 1981; Bhojraj and Sengupta, 2003; Ashbaugh-Skaife, Collins, and LaFond, 2006; 薛立言與張志向, 2004; 林宛瑩等, 2009), 而信用評等會影響公司破產機率 (Bongini, Laeven, and Majnoni, 2002) 及貸款率 (Machauer and Weber, 1998; English and Nelson, 1998) 等, 但並未探討信用評等等級變動是否會影響高階經理人薪酬, 因此本文首先探討信用評等調降或調升與高階經理人薪酬之關聯性。

爲解決經理人與股東之代理問題, 在設計薪酬契約時, 通常會將經理人薪酬連結至公司績效 (Holmstrom, 1979), 希望可以提高經理人創造公司績效之誘因, 但只考量會計盈餘或股價與薪酬之連結度, 可能會產生一些偏誤 (Tosi et al., 2000), 因爲會計盈餘容易受到經理人操弄 (Jiang, Petroni, and Wang, 2010), 進而影響股價。過去文獻發現非財務指標表現愈佳 (例如顧客滿意度、市占率及生產率等) 亦可提升公司價值 (Ittner, Larcker, and Rajan, 1997; Said, HassabElnaby, and Wier, 2003; Krolick, 2005), 因此在設計薪酬契約中若同時考量財務及非財務指標, 較能完整捕捉並評估經理人的績效, 進而提高薪酬契約的有效性 (Amir and Lev, 1996; Perera, Harrison, and Poole, 1997; Davila, 2000; Bushman and Smith, 2001)。根據資訊量原則 (informativeness principle), 能夠評估經理人績效之資訊指標都應該納入薪酬契約中 (Holmstrom, 1979), 所以從評估經理人績效資訊需求觀點來看, 信評機構可視爲公司外部之監督機制, 信用評等結果則是信

[3]公司信用評等調降可能是受到產業景氣所影響或個別企業表現不佳所造成, 中華信評公司發布之「2012台灣評等趨勢綜合報告」中指出, 2012年受到全球經濟持續疲弱及台灣GDP成長率不斷下修, 使2012年信用評等調降家數變多, 此爲經理人無法控制之因素, 但即使整體景氣不佳造成降評, 還是有些個別企業本身營運狀況或籌資能力變差而降評, 例如, 奇美電在2012年自市場舉債籌資的能力以及財務彈性正逐漸轉弱而被降評。因此當企業因個別表現不佳而降評時, 代表管理階層未善盡受託責任及經營責任, 管理階層應爲降評負責。在後續實證結果分析中, 本文進一步控制產業景氣之影響後, 再檢測信用評等調降 (升) 與經理人薪酬之關聯性。

臺灣博碩士論文 期刊資料庫

評機構對公司經理人管理與經營成果及未來潛能之評估, 所以除了績效指標外, 信用評等的結果亦可作爲評估經理人績效與潛力之增額資訊, 因此, 當公司因爲各種因素 (例如企業本身之營運狀況或籌資能力下降) 而被調降信用評等時, 代表信評機構對該公司及其經理人之經營績效及執行力評價降低, 依獎酬理論, 經理人的薪酬亦應調降, 反之, 經理人之薪酬則應調升。

信用評等調降 (升) 原因不一, 產生之影響也不相同。例如花旗 (台灣) 銀行本身獲利仍算穩健且資本結構及風險控管並無問題, 但卻因爲美國花旗集團的信評等級被調降, 花旗 (台灣) 銀行在2011/12/20亦被惠譽國際信評 (Fitch) 調降信用評等; 豐田汽車公司於2010年接連大規模召回汽車檢修, 因此遭到穆迪 (Moody's) 及標準普爾 (Standard and Poor's) 調降信用評等, 且於2011年又因爲獲利復甦力道將不如預期強勁、全球不同區域的市占率下滑和原物料價格高漲等問題, 又遭調降信評等級; 而 SONY 及 HP 則因爲併購決策失當而被調降信評。對投資人而言, 信用評等調降代表公司風險提高, 因此市場投資人對於信用評等被調降的公司會有負向反應 (Griffin and Sanvicente, 1982; Holthausen and Leftwich, 1986; Wansley and Clauretie, 1985; Cornell, Landsman, and Shapiro, 1989; Hand, Holthausen, and Leftwich, 1992), 但投資人對於信評調升則無顯著反應。而信用評等調降 (升) 原因不同時, 市場投資人之反應也不相同, 若公司是因爲營運績效變差才被調降評等, 則投資人反應較顯著, 但若調降評等原因是公司負債增加或其他原因, 市場投資人對此類型調降則無反應或是有不同反應 (Goh and Ederington, 1993; Gropp and Richards, 2001)。因此本文進一步檢測信用評等調降 (升) 原因不同時, 對高階經理人薪酬之影響程度是否有所差異。本文之信用評等指標主要取自台灣經濟新報社 (TEJ) 提供之 TCRI 指標 (Taiwan Corporate Credit Risk Index; TCRI), 其信用評等評估內容包括營運狀況、資產管理、投資效益及短期償債能力及其他等, 本文參考其評等內容將調降 (升) 原因區分爲此四大類,[4] 分別探討不同

[4]台灣經濟新報社 (TEJ) 進行信用評等調整時, 除了利用財務指標考慮企業之營運活動構面之外, 另考慮公司財務壓力, 包括資產管理、投資效益及短期償債能力。資產管理 (Assest Management) 之主要重點在於應收帳款和存貨的管理, 若收款貨存貨週轉速度明顯變慢, 積壓資金, 可視爲資產管理調等理由; 投資效益 (Profitability) 主要在於轉投資效

期刊資料庫

的調降 (升) 原因對高階經理人薪酬的影響。

近年來台灣一直很重視獨立董事在董事會中之功能是否能發揮, 因此在2002年規範獨立董事之獨立性外, 更在2003年進一步要求獨立董事之專業性, 進而於2010年11月初通過證券交易法修正案, 要求公司應成立薪酬委員會以加強薪酬契約的有效性, 獨立董事爲薪酬委員會之當然委員, 希望藉由獨立董事的獨立性與專業能力, 協助公司依據經理人對公司之貢獻與經營績效制定合理的薪酬規範。經理人薪酬由董事會制定, 因此董事會會監督薪酬契約的制定, 以獲得最適薪酬契約。而獨立董事通常具有專業素養, 且爲保護自己的聲譽, 有誘因及能力協助董事會有效監督經理人以避免盈餘管理 (Klein, 2002; Xie, Davidson, and DaDalt, 2003)、降低公司獨特性風險 (林楚雄, 陳賢名, 與王立勳, 2010)、降低財務報導誤述及舞弊的機率 (Beasley, 1996; Dechow, Hutton, and Sloan, 1996; 李春安, 吳欽杉, 與葉麗玉, 2003)、提高公司績效 (Brickley, Coles, and Terry, 1994; Byrd and Hickman, 1992)、或制定較適當之薪酬契約 (Core, Holthausen, and Larcker, 1999; Chhaochharia and Grinstein, 2009), Hoitash, Hoitash, and Johnstone (2012) 發現, 當公司有內控缺失時, 會調降 CFO 薪酬, 尤其在公司治理良好的情況下, CFO 因爲內控缺失而調降薪酬幅度更大。因此, 本文進一步檢測, 當公司董事會較具獨立性、獨立董事較具專業性且參與度愈高時, 在信評調降 (升) 後薪酬調降 (升) 的幅度是否更明顯。

本文以2006年至2010年台灣上市櫃公司爲樣本 (不含金融業), 探討信用評等與高階經理人薪酬之關聯性, 並進一步探討董事會獨立性、獨立董事專業性及參與度對此關聯性之調節效果。實證結果發現, 控制信用評等變動之內生性問題及產業景氣之影響後, 當公司信用評等被調降 (升) 時, 經理人薪酬會被調降 (升), 且由低風險等級調降至高風險等級時, 其調降幅度更明顯; 由於每家公司發放之薪酬高低不一, 因此本文亦進一步採用分量迴歸檢測, 將經理人薪酬分成高分量值 (高薪酬變動數) 及低分量

益, 若轉投資效益不彰, 獲利無法支應借款, 可視爲轉投資效益調等理由; 短期償債能力 (Liquidity) 則以公司短期償債能力爲主, 若短期資金緊俏, 手上現金太少且舉債已多, 信用擴張困難, 可視爲償債能力調等理由 (陳惠玲與蕭惠元, 2004)。因此本文參考台灣經濟新報社之作法, 將公司信用評等調整原因分成四類: 營運狀況、資產管理、投資效益及短期償債能力, 其詳細分類請見表1之說明。

期刊資料庫

值 (低薪酬變動數) 進行檢測, 實證結果發現, 經理人薪酬位於高分量值時, 代表其屬於發放薪酬變動數較高的群組, 此群組被調降信評後, 其薪酬調降幅度更明顯。世界各國都很重視公司治理問題, 尤其希望透過獨立董事功能之發揮以解決發放超額薪酬之問題, 因此本文進一步考慮董事會獨立性、獨立董事之專業性及參與度對信用評等調降 (升) 與高階經理人薪酬之關聯性有何影響, 結果發現, 在董事會獨立性愈高、獨立董事愈具專業性及參與度愈高時, 代表獨立董監可發揮其監督功能時, 公司被調降信用評等後, 經理人薪酬被調降之幅度更爲明顯, 但調升之幅度則無顯著變化。由於信用評等調降 (升) 之理由各有不同, 本文亦進一步深入探討, 發現當公司因爲營運狀況被調降 (升) 信用評等時, 其薪酬調降 (升) 幅度大於其他調降理由。

透過本文議題之探討, 預期之研究貢獻包括 (1) 可補充非財務指標與高階經理人薪酬之關聯性, 過去探討非財務指標主要將無形資產 (Bushman, Indjejikian, and Smith, 1996; Ittner, Larcker, and Rajan, 1997; Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000) 或專屬性投資 (Chen and Hsu, 2011) 等因素納入考量。至於信評資訊, 過去的文獻主要探討其於財務契約訂定所扮演之角色, 本文則進一步將信用評等資訊納入薪酬契約, 以了解信用評等資訊在薪酬契約中所扮演之角色, 可以補充信用評等與薪酬相關文獻; (2) 新巴塞爾資本協定 (Basle II Capital Accord) 要求金融機構應該加強評估貸款人之信用風險, 而信評機構提供之信用評等資訊則可提供協助, 對債權人而言, 若公司將信用評等資訊加入薪酬契約中, 可解決債權人與股東間的資訊不對稱; 對投資人而言, 更可進一步透過外部信評機構監督公司薪酬政策, 有效防止肥貓問題, 並拓展信用評等資訊的應用領域; (3) 在近代財務管理與代理理論中, 經理人必須最大化股東價值, 過去研究多從股價或財務會計資訊討論薪酬影響因素 (Bushman, Indjejikian, and Smith, 1995; Keating, 1997; Bushman and Smith, 2001), 這領域的研究, 引起了近期英國公司治理改革對股東行動主義在管理者獎酬政策影響上的看法, Bushman and Smith (2001) 指出, 股東應設計一種類似揭露於財務會計上之績效的薪酬契約, 以使經理人的目標可以與股東一致化。一般目的之財務報導資訊以投資人、貸款人與其他債權人爲主要報導對象, 現代之法令

臺灣大學學術期刊資料庫

(如2002年通過之沙氏法案 (Sarbanes-Oxley Act of 2002)) 與市場之要求, 企業應更顧及利害關係人之權益, 善盡社會責任與永續經營, 尤其在金融危機之後, 企業風險管控成爲現在的熱門主題, 內部控制與風險審計成爲當代知熱門主題。故本文發展探索企業風險 (TCRI) 與薪酬之攸關性, 此主題亦呼應近期國內法令規範, 要求公司應成立薪酬委員會且於設計薪酬契約時應考量公司未來風險。近期金管會要求公司應成立薪酬委員會以加強薪酬契約的有效性, 本文研究結果可以提供給主管機關及薪酬委員會參考, 期能發揮公司治理之功效, 除了爲建立有效薪酬契約的參考之外, 公司治理更有助於健全公司營運, 在面對金融危機時, 較具應變能力及未來競爭力。

本文除前述緒論外, 第2節爲文獻探討與假說發展; 第3節爲研究設計與變數衡量; 第4節爲實證結果與解釋, 最後一節則爲結論與建議。

2 文獻探討與假說發展

2.1 信用評等調降之相關文獻

信評機構評估企業整體信用風險及債務履行能力以決定評等分數 (Wakeman, 1990; Standard and Poor's, 2002), 因此信用評等之相關文獻中, 其中一脈文獻探討公司特性對信用評等之影響, 早期主要探討公司財務特性 (e.g., Gleason (1981)) 及產業特性 (薛立言與張志向, 2004) 與信用評等之關係, 近期則探討公司治理及公司穩健程度對信用評等之影響, Bhojraj and Sengupta (2003)、Ashbaugh-Skaife, Collins, and LaFond (2006) 及林宛瑩等 (2009) 等均發現公司治理機制較好時, 較能有效監督管理階層, 制定有效之經營決策, 並可限制經理人投機行爲, 降低股東與經理人之資訊不對稱, 因此信用評等分數較高。Ahmed et al. (2002) 及林美鳳, 金成隆, 與林良楓 (2009) 則發現當公司穩健程度較高時, 其信用評等愈好。但公司亦有可能爲了獲取較高的信用評等而進行盈餘管理 (Demirtas and Rodgers Cornaggia, 2013; 李同酥等, 2005)。另一脈文獻則探討信用評等對資金成本及投資人之影響, 例如信用評等會影響公司的資金成本 (Ederington, Yawitz, and Roberts, 1987)、債券的承銷費 (Jewell and Livingston, 1998)、發行公司債期間長度及公司融資決策 (Guedes and Opler,

臺灣人文學術期刊資料庫

1996) 等, 企業評等等級高低對於投資報酬也有顯著影響 (Nayar and Rozeff, 1994; Billett, Flannery, and Garfinkel, 1995), 本研究則進一步探討信用評等對高階經理人薪酬之影響, 以補足此一主題之學術研究文獻。

公司整體信用風險決定於公司未來現金流量是否足夠支應日常營運支出及償還債務的能力, 當公司信用評等調降時, 代表信評機構認爲公司未來現金流量減少或未來現金流量變異性提高, 因此公司破產風險提高, 故調降信用評等。因此信用評等調降時, 市場投資人會有負向反應 (Griffin and Sanvicente, 1982; Holthausen and Leftwich, 1986; Wansley and Clauretie, 1985; Cornell, Landsman, and Shapiro, 1989; Hand, Holthausen, and Leftwich, 1992; Barber, Lehavy, and Trueman, 2010), 但市場對於信用評等之調升則較沒有反應。He, Wang, and Wei (2011) 依據裁決性揭露假說 (discretionary disclosure hypothesis), 發現當公司信用評等遭調降時, 資訊不對稱增加, 而信評調升後, 資訊不對稱會下降。而調降原因不同時, 市場投資人之反應也不相同, 例如 Goh and Ederington (1993) 發現當公司因爲公司未來績效或未來願景被調降評等時, 市場投資人負向反應更爲明顯, 但公司若因爲負債提高而被調降評等, 市場則無明顯反應。Marble (2011) 亦發現公司若因爲管理當局決策行爲而被調降評等時, 市場給予負向反應。

2.2 信用評等調降 (升) 與高階經理人薪酬之關聯

將經理人薪酬與績效連結可解決經理人與股東之代理問題 (Holmstrom, 1979), 但僅考量會計盈餘或股價與薪酬之連結度之後果, 可能會造成公司經理人操弄會計盈餘 (Tosi et al., 2000; Jiang, Petroni, and Wang, 2010), 亦或藉由操弄財務報表而影響公司股價 (Morgan and Poulson, 2001; McAnally, Srivastava, and Weaver, 2008), 且薪酬績效連結度太高的結果, 亦可能造成公司財務報表誤述而提高重編或發生舞弊的可能性 (Johnson, Ryan, and Tian, 2009; Erickson, Hanlon, and Maydew, 2006; Denis, Hanouna, and Sarin, 2006)。過去文獻發現非財務指標 (例如顧客滿意度、市占率及生產率等) 亦與公司價值有關 (Ittner, Larcker, and Rajan, 1997; Said, HassabElnaby, and Wier, 2003; Krolick, 2005), 故設計獎酬契約時, 若能納入

臺灣大學學術期刊資料庫

非財務指標, 較能完整評估經理人績效。因此, 在薪酬契約中若同時考量財務及非財務指標, 可提高薪酬契約的有效性 (Amir and Lev, 1996; Perera, Harrison, and Poole, 1997; Davila, 2000; Bushman and Smith, 2001; 蔡柳卿, 2003)。

根據資訊性原則 (informativeness principle), 能夠評估高階經理人績效之指標都應該納入薪酬契約中 (Holmstrom, 1979), Hoitash, Hoitash, and Johnstone (2012) 發現, 當公司有內控缺失時, 代表 CFO 未善盡受託責任 (stewardship), 因此調降 CFO 薪酬, 且在公司治理良好的公司, 其下降程度更爲明顯, 代表公司之非財務指標 (如內部控制缺失及公司治理良窳) 亦屬重要績效參考指標。從評估高階經理人績效的觀點來看, 信評機構對公司的評等即代表對公司未來經營績效之評估, 其評等結果可視爲高階經理人之經營成果之表現。因此, 一旦信用評等被降 (升) 級, 代表信評機構認爲公司經理人經營績效下降 (提高)。依據資訊性原則, 除了財務指標外, 信用評等的結果亦可作爲評估經理人績效之增額資訊。當公司經理人股票薪酬過高時, 經理人個人財富與公司股價連結更密切, 因此經理人容易增加風險性投資, 但若無法產生正向報酬, 則容易造成財務報導失敗 (Burns and Kedia, 2006; Cheng and Warfield, 2005; Bergstresser and Philippon, 2006), Cheng and Farber (2008) 以1997–2001年有重編的公司爲樣本, 研究發現公司財務報表重編後, 爲降低風險, 公司會向下調整 CEO 股票薪酬, 且調降薪酬後, 公司未來績效會提高。當公司信用評等遭調降時, 代表信用評等機構認爲公司風險變高, 公司受到之財務限制可能變多, 因此會造成公司外部融資成本變高 (Kisgen, 2006; Kisgen, 2009), 故公司會調整政策以避免再次被調降信評。Khieu and Pyles (2012) 發現, 當公司被調降信評時, 公司會增加持有之現金, 以避免負向市場反應或未來財務危機。[5]

[5]信用評等機構評估公司各項資訊時, 若從債權人的角度出發, 會將公司的薪酬計劃考量在內 (Mann, 2005), 例如 Fitch Ratings (2004) 及 Standard and Poor's (2002) 都曾發出聲明指出, 他們會預期高階經理人薪酬應接近同業之薪酬、可以結合公司之長期目標、並且不要與股價有太密切之連結, 避免薪酬契約解決股東與經理人間的代理問題時, 卻提高股東與債權人間的代理問題, 因此公司之薪酬計劃會影響到信評機構對公司之評價, Mann (2005) 發現超額紅利和信用評等降級相關, Thompson, Smith, and Watson (2006) 亦認爲, 當 CEO 薪酬和其他資深經理人之薪酬存在較大差異時, 公司可能存在較高的信用風險。因此在後續實證結果中進一步控制信用評等調降與薪酬之間的內生性問題。根據過去文

臺灣博碩士論文期刊資料庫

故當公司被調降信用評等時, 隱含信評機構對公司之未來產生疑慮, 因此公司爲改善信評機構對公司之評價, 有可能透過調整薪酬計畫以提高信用評等分數; 反之, 若公司信用評等被調升, 則可能隱含高階經理人績效提高, 公司可獎勵經理人。綜合上述, 本文預期當公司信用評等被調降時, 高階經理人薪酬亦會下降, 而信用評等調升時, 亦會提高經理人薪酬。根據上述文獻成立 H1:

H1: 當公司信用評等被調降 (升), 高階經理人薪酬亦會被調降 (升)。

信用評等調降雖然代表信評機構對公司未來產生疑慮, 但可能基於不同理由調降公司信評, 產生之影響也不盡相同。Marble (2011) 將信評變動之理由分成三類, 包括與管理當局決策有關之因素 (例如併購或買回公司股票)、經濟因素 (例如產業競爭程度及產品需求之變動) 及營業因素 (包括一般營運困難等), 其發現因爲管理當局之決策行爲而被調降評等之情況較多, 尤其容易讓公司從投資等級被調降至投機等級。Ayers, Laplante, and Mcguire (2010) 亦發現公司財稅正向差異較大時, 會使信評機構調降公司信評。公司若因爲經營績效惡化被調降, 即代表公司可能在目前及未來獲利能力會變差, 本業經營績效變差, 可能對公司所有利害關係人均有重大影響, 例如股東報酬率會下降、債權人可能無法收回本息、供應商無法收回貨款等問題; 而若公司是因爲負債增加而使信評機構對公司未來之償債能力產生疑慮時, 對股東與債權人之影響可能不同, 若公司負債增加, 代表公司可能將債權人財富移轉到股東身上, 因此對股東不會有負向影響, 但對債權人之影響則不同 (Gropp and Richards, 2001); 而當公司可能是因爲資產管理不當或是轉投資沒有成效而被調降信評時, 可能代表公司無法有效管理公司資產, 例如應收帳款收回期間過長或囤積過多存貨, 而造成資金積壓的問題, 或是無法選擇正確之投資標的, 造成巨額投資損失等。綜合上述可知, 不同的調降或調升理由可能造成不同的後果。當公司信用評等被調降時, 可能是因爲全球經濟條件變差或企業所屬產業景氣較差, 亦可能因爲或管理階層決策有誤而影響公司表現, 若爲後者, 即可視爲經理

獻, 本文採用兩階段最小平方法 (2SLS) 解決內生性之問題, 詳細結果請見實證結果分析之說明。

臺灣大學學術期刊資料庫

人經營績效變差, 未善盡管理資源及經營責任, 應調降高階經理人薪酬; 若因爲經理人決策使公司績效提高而升等, 則應調升高階經理人薪酬。

當公司信用評等被調降時, 市場投資人通常會有負向反應 (Griffin and Sanvicente, 1982; Holthausen and Leftwich, 1986; Wansley and Clauretie, 1985; Cornell, Landsman, and Shapiro, 1989; Hand, Holthausen, and Leftwich, 1992; Norden and Weber, 2004), 市場對於信用評等調升則沒有反應, 公司若是基於經營績效惡化被調降信用評等時, 市場投資人之反應較差, 但市場投資人對於因爲負債增加而被調降評等之公司則無反應 (Goh and Ederington, 1993)。Gropp and Richards (2001) 亦發現投資人對於因爲經營績效變差而被調降評等的公司給予負向反應, 對於因爲負債增加而調降評等之公司則有正向反應。[6]

綜合上述可知, 公司因爲不同原因被調降或調升信用評等時, 對經理人之經營績效亦有不同影響, 因此對股東與債權人也會有不同影響, 而公司在考量信評變動對於經理人薪酬之影響時, 亦會因爲降 (升) 評理由不同而有不同的調整幅度, 因此本文進一步檢測信用評等調降 (升) 原因不同時, 對經理人薪酬之影響程度亦有所差異。本文採用台灣經濟新報社 (TEJ) 提供之 TCRI 指標, 探討公司因爲營運狀況、資產管理、投資效益及短期償債能力及其他等原因而調整評等等級時, 對於經理人薪酬之影響程度是否會因爲上述原因而有所差異, 並進一步預期因爲營運狀況惡化 (改善) 而被調降 (升) 信用評等時, 其薪酬調降 (升) 幅度會大於其他調降 (升) 理由。因此發展 H2:

H2: 信用評等調降 (升) 理由不同, 高階經理人薪酬下降 (上升) 程度亦不同。

H2-1: 公司因爲營運狀況惡化 (改善) 而調降 (升) 信評時, 高階經理人薪酬下降 (上升) 幅度會比其他調降理由明顯。

[6]市場投資人對於不同信評機構調降評等之反應也不一, Norden and Weber (2004) 發現, 投資人對於 Moody's 及 Standard and Poor's 調降評等之負向反應較明顯, 對 Fitch 之調降評等較無顯著反應。

臺大圖書館 期刊資料庫

2.3 董事會獨立性、獨立董事專業性及參與度對信用評等調降 (升) 與高階經理人薪酬關聯性之調節效果

從代理理論觀點來看, 公司治理機制可發揮監督功能, 減緩公司與經理人間的代理問題, 國內外學術研究文獻上常探討公司治理對高階經理人薪酬的影響, 國外文獻發現, 董監事席次愈高、機構投資人持股愈多、及薪酬委員會持股較高時, 基於監督誘因, 公司較不會產生超額發放薪酬的問題 (Black, 1992; Elson, 1993; Davidson, Pilger, and Szakmary, 1998; David, Kochhar, and Levitas, 1998); 在國內文獻方面, 林淑惠與胡星陽 (2003) 以董事會之非總經理關係人比例與最大股東持股比例衡量董事會監督能力, 其監督能力會影響薪酬與績效連結度, 林穎芬與劉維琪 (2003) 則探討家族企業之薪酬政策與非家族企業之差別, 且其發現外部董事對於非家族企業設計薪酬契約時具有較大影響力。因此主管機關制定相關法令, 希望國內公司治理機制可以發揮功效, 尤其希望透過獨立董事或獨立監察人制度改善董事會功能不佳的情形, 從2002年開始即要求首次上市或上櫃公司至少應設置二名以上獨立董事及一名以上獨立監察人, 2003年則要求所有公開發行公司之獨立董監事應具備獨立性及專業性, 2011年金管會更進一步要求公司成立薪酬委員會, 獨立董事爲薪酬委員會之當然委員, 且要求該委員會成員亦應具有財務、會計或法律等專業背景, 顯示國內對於獨立董事制度之重視, 尤其希望獨立董事可以協助公司制定較適當之薪酬契約。因此本文進一步從董事會獨立性、獨立董事專業性與參與度角度探討其對於信用評等調降 (升) 與經理人薪酬關聯性之影響。

獨立董事通常具有專業素養, 且爲保護自己的聲譽, 有誘因及能力協助董事會制定對公司有利之決策 (Fama and Jensen, 1983), 從過去文獻即可發現, 董事會獨立性愈高, 愈能有效監督經理人以避免盈餘管理 (Klein, 2002; Xie, Davidson, and DaDalt, 2003; 陳瑞斌與許崇源, 2007), 並能降低公司獨特性風險 (林楚雄, 陳賢名, 與王立勳, 2010)、降低財務報導誤述及舞弊的機率 (Beasley, 1996; Dechow, Hutton, and Sloan, 1996; 李春安, 吳欽杉, 與葉麗玉, 2003)、提高公司績效 (Brickley, Coles, and Terry, 1994; Byrd and Hickman, 1992), 且不易產生超額薪酬 (Core, Holthausen, and Larcker, 1999; Chhaochharia and Grinstein, 2009) 則發現在 SOX 之

臺灣大學學術期刊資料庫

後, 公司依法設置獨立董事, CEO 薪酬有下降的趨勢, Hoitash, Hoitash, and Johnstone (2012) 則發現, 當公司有內控缺失時, CFO 薪酬會被調降, 尤其在公司治理良好的公司, 其薪酬下降程度更爲明顯。此實證結果說明, 當 CFO 未善盡管理之責而導致內控缺失之發生時, 在公司治理機制較能發揮效果的情況下, 更會要求 CFO 應對其業務疏失負起責任。蔡柳卿 (2007) 採用獨立董事席次、非忙碌程度、外部董事持股率及董事會規模衡量董事會有效性, 發現董事會能有效用作下, 可影響公司薪酬契約績效指標之選擇, 郭欣潔 (2011) 從公司治理的角度探討高階經理人薪酬與信用風險間的關聯性, 其實證結果發現, 當企業之公司治理機制較完善時, 高階經理人之固定薪酬較低, 但績效薪酬會較高, 而公司治理較差且信用評等被列爲投機等級的公司, 高階經理人會領取較高薪酬。陳業寧, 邱顯比, 與洪雲萍 (2004) 建構一理論模型探討台灣是否應強制所有上市上櫃公司設立獨立董事其分析結果顯示, 即使企業經營者可以賄賂獨立董事, 聘任獨立董事仍可降低企業經營者道德危險的問題, 因此獨立董事可發揮除弊功能。綜合國內外文獻發現, 基於代理理論觀點, 國內公司治理良窳會影響經理人薪酬, 尤其是獨立董事, 爲維護自身聲譽, 愈有誘因監督公司之運作, 制定有效之薪酬契約, 因此本文預期公司董事會較具獨立性時, 當信用評等調降 (升), 高階經理人薪酬被調降 (升) 之幅度更明顯。

爲確保獨立董事有執行業務之能力, 除了其獨立性之外, 國內「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」要求獨立董事具有財務、會計、法律或與公司業務相關之專業能力, Morck, Shleifer, and Vishny (1988) 亦指出董事專業知識可提升董事會功能之發揮程度。故本文除了從董事會獨立性探討之外, 亦進一步考慮獨立董事之專業性及參與度, 以更深入探討獨立董事對於設計薪酬契約之影響力。從資源依賴理論觀點, 當董事具有專業性時, 可提供公司適當之建議, 作出有利於公司之決策。Burak Güner, Malmendier, and Tate (2008) 發現獨立董事之財務及會計專長有助於董事監督職能之發揮, 當獨立董事具有財務專業時對公司政策會有正面影響, 陳麗宇與賴蓉禾 (2013) 發現董事愈具海外購併相關專業經驗, 公司海外購併績效愈好; Park and Shin (2002) 亦發現若董事具有財務金融背景者, 盈餘管理的情形會減緩, 楊朝旭等 (2012) 亦發現董事會的成員較具專業

臺灣大學學術期刊資料庫

性時, 可減緩因爲績效門檻誘因所導致的實質盈餘管理幅度。DeZoort and Salterio (2001)、Abbott, Parker, and Peters (2004)、Agrawal and Chadha (2005) 及薛敏正, 林嬋娟, 與林秀鳳 (2008)、等人則發現董事會中有財務或會計專業成員之公司, 發生財務報表重編之可能性較低。因此可預期當獨立董事愈具有專業性, 公司制定薪酬決策時則有適當諮詢對象, 可協助公司制定較適當之薪酬政策。

董事是否積極參與公司運作亦是衡量董事會是否有效運作之重要指標之一 (Cai, Garner, and Walkling, 2009), 尤其獨立董事平時較無法直接接觸公司營運, 但能透過參與董事會了解公司運作狀況, 因此, 當獨立董事參與度愈高時, 代表可與公司管理階層密切溝通, 較能幫助公司推動適當之政策, 當獨立董事出席董事會比率愈高, 愈能幫助公司創造公司績效 (Tobin's Q) (Brown and Caylor, 2006), Lin, Yeh, and Yang (2014) 控制董事會出席率之影響因素後, 亦發現董事出席率與公司績效有正向關係。而且, 獨立董事愈積極參與公司運作, 董事會愈能發揮監督功能, 提高設置風險管理委員會之可能性 (Yatim, 2010), 進一步改善公司內部控制問題, Abbott, Parker, and Peters (2004) 則發現當公司董事出席率愈高, 財務報表誤述可能性愈低, Xie, Davidson, and DaDalt (2003) 亦發現, 董事成員愈積極參與董事會之運作, 愈能減緩盈餘管理行爲, 陳宜伶 (2008) 以台灣資料檢驗, 亦發現當董事會成員參與度較高時, 可提升公司績效並降低信用風險, 鄭宏哲, 蘇淑慧, 與呂倩如 (2013) 則發現企業權益資金成本可下降。Masulis, Wang, and Xie (2012) 則發現獨立董事若出席董事會比率太低, 則公司財務報表容易產生誤述及 CEO 容易領取超額薪酬。因此, 若獨立董事出席董事會比率較高者, 則說明獨立董事較積極參與公司實際運作, 更能提高董事會之監督品質, 亦即獨立董事參與程度愈高, 其功能愈能發揮, 愈能協助公司制定較有效之薪酬契約。

綜合上述文獻, 顯示獨立董事有誘因與能力監督公司管理者, 並可降低公司的代理成本。因此, 根據代理理論及資源依賴理論, 本文預期公司董事會若較具獨立性、獨立董事較具有專業性及參與度較高時, 更能發揮監督效果, 當公司信用評等被調降 (升) 時, 高階經理人薪酬調降 (升) 幅度愈明顯。根據上述推論設立 H3a–H3c:

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

H3a: 當公司董事會獨立性較高時, 信用評等調降使高階經理人薪酬下降 (上升) 幅度愈明顯。

H3b: 當公司獨立董事專業性較高時, 信用評等調降使高階經理人薪酬下降 (上升) 幅度愈明顯。

H3c: 當公司獨立董事參與度較高時, 信用評等調降使高階經理人薪酬下降 (上升) 幅度愈明顯。

3 研究設計

3.1 實證模型

本研究探討信用評等調降及調升與高階經理人薪酬的關聯性, 並進一步檢驗董事會獨立性、獨立董事專業性及參與度對此關聯性之影響。本文以下列模式 (1) 檢測信用評等調降 (升) 是否會影響高階經理人薪酬。當公司信用評等調降等級時, DOWNGRADE 則設爲1, 其他則設爲, 信用評等調升等級時, UPGRADE 則設爲 1, 其他則設爲, 根據假說 1 之預期, 信用評等調降 (升) 時, 高階經理人薪酬也會下降 (上升), 因此預期 DOWNGRADE 係數 $\beta_1 < 0$, UPGRADE 係數 $\beta_2 > 0$。爲檢測獨立董事對於信評調降 (升) 與薪酬下降 (提高) 關聯性之影響, 本文以 BOARD 分別與降評 (DOWNGRADE) 及升評 (UPGRADE) 之交乘項驗證假說 3a–3c, 在檢驗 H3a–H3c 時, 分別以董事會獨立性 (IND)、獨立董事之專業性 (EXPERT) 及參與度 (ATTENDANCE) 取代 BOARD, 預期董事會獨立性、獨立董事專業性及參與度愈高的公司, 信評調降 (升) 時, 高階經理人薪酬下降 (上升) 幅度更多, 因此預期 $\beta_3 < 0$, $\beta_4 > 0$。

$$\begin{aligned}\Delta \ln(\mathrm{COMP})_i = {} & \alpha_0 + \beta_1 \mathrm{DOWNGRADE}_i + \beta_2 \mathrm{UPGRADE} \\ & + \beta_3 \mathrm{DOWNGRADE}_i \times \mathrm{BOARD}_i \\ & + \beta_4 \mathrm{UPGRADE}_i \times \mathrm{BOARD}_i + \beta_5 \mathrm{BOARD}_i + \beta_6 \mathrm{ROA}_i \\ & + \beta_7 \mathrm{RET}_i + \beta_8 \mathrm{RD}_i + \beta_9 \mathrm{MB}_i + \beta_{10} \mathrm{SIZE}_i \\ & + \beta_{11} \mathrm{LEVERAGE}_i + \delta \mathrm{YEARdummy} \\ & + \theta \mathrm{INDUSTRYdummy} + \varepsilon_i。\end{aligned} \tag{1}$$

臺灣大學學術期刊資料庫

假說2主要檢測信用評等調降 (升) 理由不同時, 高階經理人薪酬下降幅度是否也會產生差異, 因此在模式 (1) 中將 DOWNGRADE 改以信用評等調降理由 Down_Finance、Down_Asset、Down_Invest、及 Down_Debt 代替, 預期 γ_{14} 均 < 0, 且預期當公司因爲營運狀況惡化 (Down_Finance) 而調降信評時, 高階經理人薪酬下降幅度會比其他調降理由明顯, 因此預期 $\gamma_1 < \gamma_{24}$。爲檢測信評升等原因對於薪酬之影響, 將模式 (1) 中將 UPGRADE 改以信用評等調升理由 Up_Finance、Up_Asset、Up_Invest、及 Up_Debt 代替, 預期 λ_{1-4} 均 > 0, 且預期當公司因爲營運狀況改善 (Up_Finance) 而調升信評時, 高階經理人薪酬增加幅度會比其他調升理由明顯, 因此預期 $\lambda_1 > \lambda_{2-4}$。

$$\begin{aligned}\Delta \ln(\text{COMP})_i = {} & \alpha_0 + \gamma_1 \text{Down_Finance} + \gamma_2 \text{Down_Asset} \\ & + \gamma_3 \text{Down_Invest} + \gamma_4 \text{Down_Debt} + \gamma_5 \text{UPGRADE}_i \\ & + \gamma_6 \text{ROA}_i + \gamma_7 \text{RET}_i \gamma_8 \text{RD}_i + \gamma_9 \text{MB}_i + \gamma_{10} \text{SIZE}_i \\ & + \gamma_{11} \text{LEVERAGE}_i + \delta \text{YEARdummy} \\ & + \eta \text{INDUSTRYdummy} + \mu_i \text{。} \qquad (2)\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\Delta \ln(\text{COMP})_i = {} & \alpha_0 + \lambda_1 \text{Up_Finance} + \lambda_2 \text{Up_Asset} + \lambda_3 \text{Up_Invest} \\ & + \lambda_4 \text{Up_Debt} \lambda_5 \text{DOWNGRADE}_i + \lambda_6 \text{ROA}_i + \lambda_7 \text{RET}_i \\ & + \lambda_8 \text{RD}_i + \lambda_9 \text{MB}_i + \lambda_{10} \text{SIZE}_i \lambda_{11} \text{LEVERAGE}_i \\ & + \delta \text{YEARdummy} + \phi \text{INDUSTRYdummy} + \upsilon_i \text{。} \qquad (3)\end{aligned}$$

這裡, $\Delta \ln(\text{COMP})$ = 高階經理人薪酬變動數; DOWNGRADE = 信用評等調降設爲1, 其他設爲0; UPGRADE = 信用評等升等設爲1, 其他設爲0; BOARD = 分別爲董事會獨立性 (IND)、獨立董事專業性 (EXPERT)、獨立董事參與度 (ATTENDANCE); Down_Finance = 因爲營運狀況惡化而調降設爲1, 其他設爲0; Down_Asset = 因爲資產管理不當而調降設爲1, 其他設爲0; Down_Invest = 因爲投資效益不彰而調降設爲1, 其他設爲0; Down_Debt = 因爲短期償債能力惡化而調降設爲1, 其他設爲0; Up_Finance = 因爲營運狀況改善而調升設爲1, 其他設爲0; Up_Asset = 因爲資產管理績效提高而調升設爲1, 其他設爲0; Up_Invest

臺灣大學學術期刊資料庫

= 因爲投資效益改善而調升設爲 1, 其他設爲 0; Up_Debt = 因爲短期償債能力提高而調升設爲 1, 其他設爲 0; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

3.2 變數衡量: 變數之操作性定義如下

3.2.1 $\Delta \ln$ (COMP): 高階經理人薪酬變動數

由於在 2005 年之後, 董監事及經理人薪酬以級距方式揭露, 在高階經理人薪酬方面, 揭露對象包括總經理及副總經理, 薪酬內容包括固定薪資、現金紅利、股票紅利等薪酬之合計數, 本研究以高階經理人支領之固定薪資、現金紅利、股票紅利加總平減支領人數後, 計算平均每位高階經理人之總薪酬。對高階經理人薪酬之平均數取自然對數後再計算薪酬變動數 (林穎芬, 黃麗津, 與陳思源, 2012), 其計算式如下:

高階經理人平均薪酬 = Ln [(薪資 + 獎金及特支費 + 現金紅利 + 股票紅利) /高階經理人人數];

高階經理人薪酬變動數 $\Delta \ln$ (COMP) = 第 t 期高階經理人平均薪酬 − 第 $t-1$ 期高階經理人平均薪酬。

3.2.2 信用評等調降 (DOWNGRADE) 及升等 (UPGRADE)

信用評等調降 (升) 變數爲 TEJ 信用評等風險指標 (TCRI) 兩期之變動數, 若公司信評等級下降, DOWNGRADE 則設爲1, 未變動或調升則設爲 0。若公司信評等級上升, UPGRADE 則設爲 1, 未變動或調降則設爲 0。TCRI 利用合併財務報表內各項比率, 並依照風險高低評分, 依照分數分爲一至九等, 已違約之信用評等則設爲 D, 等級越高表示風險越高 前 4 等的公司, 多半是獲利、財務結構穩健、維持中高度流動性, 對不景氣抗壓力較高, 故第 1–4 等, 設定爲低風險。第 5–6 等屬中度風險, 財務結構雖算穩健但獲利差或不穩、或獲利雖好但財務結構差, 對景氣抗壓力略遜於前 4 等的公司。第 7 等之後, 多是常年虧損、雖損益兩平但會計資訊品質差、或雖損益兩平但財務結構脆弱、流動性極差者, 景氣抗壓力最差, 因此第 7–9

臺灣大學學術期刊資料庫

等, 設定爲高風險、高財務壓力。由於有些公司雖然信評等級調降, 但仍歸屬在同一風險等級中, 例如從第 5 等降到第 6 等, 還是在中度風險等級中, 因此本文再將 TCRI 分成三組, 第 1–4 等設定爲 1 (低風險組), 第 5–6 等設爲 2 (中度風險), 第 7–9 等設定爲 3 (高風險組), 若公司信用評等風險等級有下降 (例如由 1 下降爲 2 或 3), DOWNGRADE1 則設爲 1, 其他則設爲 0。因此, 當公司被調降信用評等時, 應該更進一步考量其影響程度, 例如公司雖然被降等, 但仍歸屬於同一風險等級時, 其破產風險雖然稍有提高, 但不影響其進入資本市場之能力或外部融資成本也不會顯著提高, 亦即, 公司雖遭調降信評但仍在同一風險等級中, 並不會使公司財務限制變高。但公司若從「低風險」等級被評爲「高風險」等級, 則代表信用評等機構認爲公司信用風險等級有明顯下降的情況, 因此本文進一步預期當公司信用評等從低度風險調降爲中度或高度風險時, 高階經理人薪酬下降幅度更大。[7]

3.2.3 信用評等調降 (升) 原因

TEJ 信用評等風險指標評量內容包括營運狀況、資產管理、投資效益及短期償債能力及其他等因素, 且每年於會定期於「貨幣觀測與信用風險評等」中公布信用評等調整及其調整原因說明, 本文將調降 (升) 原因收集整理後並依營運狀況、資產管理、投資效益及短期償債能力進行分類, 其分類詳細說明如表1。

3.2.4 董事會獨立性 (IND)

獨立董事爲保護自己的聲譽, 有努力成爲決策控制專家以發展其自身聲譽的誘因, 因此過去文獻發現, 當公司外部或獨立董事成員比重提高, 董事會之監督有效性 (Fama and Jensen, 1983) 及公司績效 (Brickley, Coles, and

[7]本文所提及之「低風險」或「高風險」等級, 在國外文獻部分, 分別以「投資」或「投機」等級稱之, 過去探討風險等級變動之相關文獻, 例如 Kisgen (2006) 發現當公司從「投資」等級降爲「投機」等級, 其對資本結構之影響較明顯, 而 Khieu and Pyles (2012) 則發現公司持有超額現金會大幅增加。而在 TEJ 資料庫中也有進一步說明 TCRI 的 1–4 級約當於 S&P 的投資等級, 5–10 級則可類比於 S&P 的投機等級 (詳細內容請參考台灣經濟新報社 (2004, 頁 134))。

期刊資料庫

表 1: 信用評等調降 (升) 原因說明

變數名稱	調降 (升) 原因分組	調降原因說明
Down_Finance (Up_Finance)	營運狀況	例如因爲銷售狀況及毛利率衰退 (成長) 較同業嚴重、出貨大減、大客戶取消訂單、產業供過於求、主要產品被其他產品取代等主要營運狀況惡化而調降評等; 升等原因包括獲利創新高, 預計應可持續、擴增生產線或轉虧爲盈等原因而調高評等。
Down_Asset (Up_Asset)	資產管理	例如因爲原物料價格上漲、應收帳款收回期間太長、大量報廢存貨、存貨積壓等理由造成信用評等被調降; 升等原因包括售貨天數下降、收款天數下降, 公司效率上升、處分閒置資產等原因。
Down_Invest (Up_Invest)	投資效益	由於轉投資投資效益不彰、交叉持股, 不利於公司治理等因素造成降評; 升等原因包括轉投資獲利倍增或轉投資轉虧爲盈。
Down_Debt (Up_Debt)	短期償債能力	因爲借款增加、財務槓桿偏高、違反借款契約等因素造成公司降評; 升等原因包括償還借款、財務結構改善、負債比率下降等原因。
Down_Other (Up_Other)	其他	降等原因包括高階主管異動頻繁、內線交易、企業轉型尚未見效; 升等原因包括董監持股設質改善、關係人銷貨比重大減、或繼續經營假設疑慮解除。

Terry, 1994; Byrd and Hickman, 1992) 會隨之增加, 並可降低公司獨特性風險 (林楚雄, 陳賢名, 與王立勳, 2010)。而董事會獨立性提高, 可降低發生財務報導舞弊的機率 (Beasley, 1996; Dechow, Hutton, and Sloan, 1996; 李春安, 吳欽杉, 與葉麗玉, 2003)、或抑制盈餘管理 (Klein, 2002; Xie, Davidson, and DaDalt, 2003), 顯示獨立董事有誘因與能力監督公司管理者, 降低公司操弄財務報表的可能性, 因此本文預期當公司董事會獨立性愈高, 信用評等調降高階經理人薪酬之負向關係愈明顯。本研究參考過去文獻, 以獨立董事占董監席次比率 (IND) 衡量董事會獨立性。

臺灣人文藝術 期刊資料庫

3.2.5 獨立董事之專業性 (EXPERT) 及參與度 (ATTENDANCE)

董事會成員愈具有專業知識及能力, 愈能制定對公司較有利的政策, 因此董事會功能愈能發揮。本研究檢視獨立董事的工作經驗及背景, 以獨立董事是否具備財務、會計或法律背景來衡量獨立董事之專業性 (e.g., Abbott, Parker, and Peters (2004); 薛敏正, 林嬋娟, 與林秀鳳 (2008)), 首先算出獨立董事具有財務、會計或法律背景之人數予以加總, 再以獨立董事總人數平減, 亦即以獨立董事具備財務或會計專長人數檢視董事會整體專業能力 (EXPERT)。本研究以獨立董事出席董事會會議比率來衡量獨立董事董事會參與程度 (ATTENDANCE)。以獨立董事之「實際出席人次數」除以「總應出席人次數」衡量獨立董事之平均出席率。其中「總應出席人次數」係指, 各獨立董監事合計該年度應該出席的總人次。預期獨立董事會成員出席比例愈高, 代表獨立董事投入公司經營程度愈高, 董事會效能愈能發揮。

3.2.6 控制變數

本文參考薪酬相關文獻, 加入 ROA (會計績效)、RET (市場績效)、RD (研發密度) 及 MB (市價淨值比)、SIZE (公司規模)、LEVERAGE (負債比率) 等控制變數, 公司之經營績效將影響高階主管薪酬及採行員工獎酬制度之偏好 (Bergman and Jenter, 2007), 本研究採用息前稅前淨利除以總資產來衡量公司會計績效 (ROA), 並以股票報酬率衡量市場績效 (RET), 在會計績效 (ROA) 部分, 爲排除共同不確定因素 (Holmstrom, 1979; Jensen and Murphy, 1990) 之影響, 本文參考相對績效評估 (relative performance evaluation) 文獻, 扣除產業平均會計績效; 在市場報酬率部分, 本文則參考 Warner, Watts, and Wruck (1988) 及蔡柳卿 (2006) 等人之作法, 將原始報酬率減除市場加權平均報酬率, 以市場調整報酬模式衡量市場績效。[8] 根據過去文獻, 當公司績效愈好時, 薪酬愈高, 預期會計績效及股票報酬與薪酬呈正相關。本文以研發密度 (RD) 及每股市價淨值比 (MB) 作爲公司未來成長機會的代理變數, 其衡量方式分別爲研發支出除以總資產 (RD) 以

[8] 作者感謝匿名審查委員之建議。本文亦將會計績效與市場績效扣除上一期績效後, 獲得相同之結論。

臺灣大學學術期刊資料庫

及期末每股市價除以期末每股淨值 (MB), 公司的成長機會較多, 所面臨的風險也較高, 因此公司會透過獎酬吸引經理人制定對公司有利的決策, 因此傾向發放較多股票薪酬 (Smith and Watts, 1992; Baber, Janakiraman, and Kang, 1996)。過去文獻亦指出公司規模對於 CEO 獎酬有顯著的影響 (Tosi et al., 2000), 尤其當公司在執行與績效有關的活動時, 大公司的執行成本會低於小公司 (McWilliams and Siegel, 2001), 所以本文參考過去文獻的作法, 將公司規模 (SIZE) 列爲控制變數, 但不預期方向, SIZE 爲當年底總資產取自然對數。較高的負債比率讓公司的現金流量相對較低, 加上負債契約的限制存在, 使經理人的裁決性決策範圍縮小 (Jensen, 1986), 據此, John and John (1993) 指出負債會降低薪酬績效敏感度, 且洪玉舜與王泰昌 (2005) 之實證結果亦支持負債比率與薪酬績效敏感度呈負向關係, 故本研究以總負債除以總資產衡量負債比率 (LEVERAGE), 預期 LEVERAGE (負債比率) 之係數方向爲負。

企業被調降信用評等時, 可能因爲全球經濟衰退或企業所屬產業景氣較差, 或因爲公司本身經營績效變差、債務政策之改變或資產管理無效率等問題造成降等, 如果是系統性因素 (例如受到產業景氣之影響而調等), 並非高階經理人可控制的問題, 顯示企業信用評等之變動, 可能受到景氣之影響, 若因爲經理人無法控制之因素而調整經理人之薪酬, 顯然並不合理, 因此本文進一步控制年度別 (YEARdummy) 及產業別 (INDUSTRYdummy) 之固定效果, 以控制因爲產業景氣所造成之影響。

4 實證結果說明

4.1 資料來源及選樣過程

信用評等 (TCRI) 資料起點爲2002年, 高階經理人薪酬於2005年起改以級距方式揭露, 本文進一步以2005年爲研究起點, 以台灣上市及上櫃公司爲樣本, 資料期間爲2005年至2010年, 但爲計算薪酬變動數, 研究期間則爲2006至2010年, 剔除金融相關產業、非曆年制、及遺漏相關資料之樣本。高階經理人薪酬變數、相關財務、股價、董事會獨立性、專業性、參與度及信用評等調降資料均取自台灣經濟新報社, 而信用評等調整理由則翻閱「貨幣觀測與信用風險評等」所公布之信用評等調整資訊, 逐筆整理公

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2: 樣本篩選過程

	信用評等升等	信用評等降等	信用評等未變動	全部樣本
2002 年至 2010 年台灣上市櫃公司 (扣除金融業)	1,095	941	7,965	10,001
減: 計算經理人薪酬變數資料缺漏者 (扣除 2002–2005 年缺少薪酬資料)	(371)	(341)	(3,204)	(3,916)
2006–2010 樣本數	599	475	5,011	6,085
減: 財務相關變數資料缺漏者	(67)	(39)	(868)	(974)
研究樣本 (2006–2010 年)	532	436	4,143	5,111

司信用評等調降之理由並核對 TCRI 模組, 再將各項調降理由歸類。2006 年至 2010 年之全部上市櫃公司 (不含金融業) 共有 6,085 筆公司/年樣本, 扣除缺少財務相關變數資料缺漏者共 974 筆公司/年樣本, 最後研究樣本共有 5,111 筆公司/年樣本, 其中有 436 筆公司/年樣本信用評等被調降。樣本篩選過程請見表 2。

4.2 信用評等變動資料統計

表 3 列示依產業別及年度別統計信用評等之樣本分配情況, 從 2002 年至 2010 年, 共有 941 筆公司/年樣本被調降信用評等, 其中以 2008 年 203 筆公司/年樣本最多 (占降等樣本之 22%, 203/941), 僅有 37 筆公司/年樣本調升評等, 其可能是在 2008 年面臨金融風暴, 因此大多數企業受到景氣影響造成經營績效下降, 因此較多公司被調降評等, 若以產業別來看, 電子業樣本大約有 602 筆公司/年樣本被調降評等, 大約占電子業樣本之 11% (602/5307), 而汽車業大約有 19% (8/43) 被調降評等, 詳細數字請見表 3。[9]

[9]在降等941 筆樣本中, 約有 898 筆樣本僅降一等, 34 筆樣本降二等, 9 筆樣本降三等。本文亦進一步按照調降等級再重新定義 DOWNGRADE 變數, 若僅降一等 (D1), 則設爲 1, 其他設爲 0, 若降二等, 另設爲 D2, 其他設爲 0, 以這兩個虛擬變數代替 DOWNGRADE, 再重新執行模式 (1), 未列表結果顯示, D1 顯著爲負, 但 D2 不顯著, 代表公司降一等即有可能調降薪酬, 但調降二等則沒有發現結果, 其可能是因爲調降二等的樣本較少, 導致結果較不顯著。

期刊資料庫

表 3: 信用評等變動樣本整理: 年度別及產業別

	年度別																														
	2002			2003			2004			2005			2006			2007			2008			2009			2010			合計		
產業別	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動	降等	升等	未變動
11水泥	0	4	3	0	4	3	0	2	5	0	0	7	0	1	6	0	2	5	1	0	6	0	0	7	1	0	6	2	13	48
12食品	0	3	20	3	5	15	3	1	19	2	5	16	0	0	23	1	1	21	0	1	22	0	7	16	0	3	20	9	26	172
13石化	1	5	18	4	2	18	0	5	22	2	1	24	2	4	21	0	2	25	1	1	25	0	7	20	1	4	22	11	31	195
14紡織	6	6	40	2	2	49	9	4	40	5	1	46	3	5	46	3	4	47	10	0	43	3	8	43	0	10	44	41	41	398
15機械	5	8	29	5	8	33	8	6	37	8	8	38	5	6	45	8	8	42	21	4	34	3	4	54	2	11	48	65	69	360
16電器電纜	0	5	9	1	2	11	1	4	9	2	1	11	0	1	13	2	1	11	1	3	10	0	0	14	0	2	13	7	20	101
17化學	4	8	35	2	8	43	4	8	50	6	5	55	1	5	61	10	7	52	11	0	60	3	6	68	2	7	73	43	75	497
18玻璃陶瓷	0	0	5	0	1	4	0	1	4	0	2	3	0	0	5	0	1	4	1	0	3	1	1	2	0	0	5	2	6	35
19造紙	0	0	7	0	2	5	0	2	5	0	0	7	1	0	6	0	2	5	0	0	7	0	0	7	0	1	6	1	7	55
20鋼鐵	2	14	18	0	11	23	0	7	26	7	2	25	1	6	30	2	5	30	7	1	31	2	2	35	1	8	31	22	63	249
21橡膠	0	5	5	0	3	7	1	0	9	2	0	8	0	2	9	0	4	7	0	0	11	0	0	11	1	0	10	4	14	77
22汽車	0	1	3	1	1	2	0	0	5	2	0	3	0	0	5	3	0	2	2	0	3	0	0	5	0	0	5	8	2	33
23電子	63	42	270	70	48	332	96	42	378	69	75	421	22	54	519	66	99	475	122	18	523	54	65	575	40	86	594	**602**	618	4,087
25營建	7	10	36	4	9	44	8	17	34	7	13	40	2	6	52	3	20	37	12	1	45	2	24	35	0	8	54	45	109	377
26運輸	2	2	17	0	8	13	1	5	15	2	4	15	1	1	19	1	2	18	2	2	18	0	2	21	0	2	21	9	29	157
27觀光	0	0	10	2	0	9	0	2	9	0	1	10	0	0	11	1	2	8	0	0	11	0	1	10	0	2	9	3	8	87
29百貨	0	3	11	2	1	13	4	3	10	1	0	17	0	2	16	2	1	15	3	0	15	2	1	15	1	4	13	15	17	125
99其他	3	13	48	5	10	53	12	7	50	10	7	54	4	4	63	2	8	63	9	6	61	4	14	57	3	6	67	52	78	516
合計	93	129	584	101	125	677	147	116	727	125	125	800	42	97	950	104	169	867	**203**	37	928	74	142	995	52	154	1,041	**941**	1,226	7,569

期刊資料庫

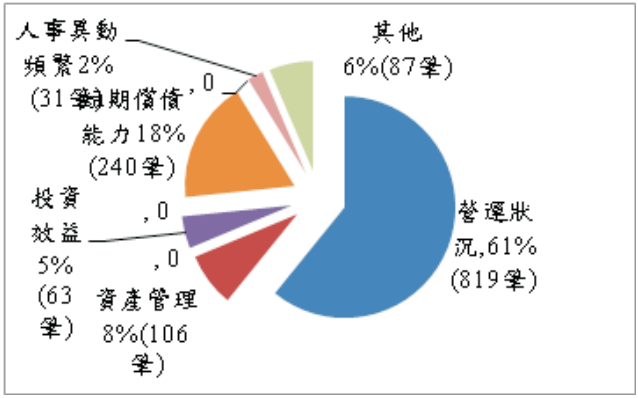


圖 1: 降等原因分佈

本文參考 TEJ 信用評等風險指標, 將信用評等變動之原因分類爲營運狀況、資產管理、投資效益及短期償債能力、人事異動及其他原因。以調等原因來看, 升等與降等原因分布狀況大致相同, 大約有 819 筆 (965 筆) 樣本, 約占樣本之 61% (68%) 的樣本被調降 (升) 之理由爲「營運狀況」, 包括其銷售狀況及毛利率衰退較同業嚴重、出貨大減、大客戶取消訂單、產業供過於求、主要產品被其他產品取代等原因, 其次大約有 240 筆 (310 筆) 樣本, 約占樣本之 18% (22%) 樣本被調降 (升) 評等之理由爲短期償債能力, 其可能是公司借款增加、財務槓桿偏高、或違反借款契約等原因, 其詳細分佈情況請見圖 1 及圖 2。[10]

4.3 敘述統計量

表 4 A 列示全部樣本敘述統計量, 其中經理人薪酬變動數 ($\Delta \ln$ (COMP)) 平均數爲 0.018, 中位數爲 0.020; 信用評等調降 (DOWNGRADE) 平均爲 0.85, 代表在本研究樣本中, 有大約 9% 之樣本被調降信評; 信用評等調升 (UPGRADE) 平均爲 0.103, 大約有 10% 之樣本被調升信評。ROA 變動數 (ROA) 平均爲 −0.012, 表示平均而言, 在本文之研究樣本中, 大多數公司

[10]依據調等理由分類時, 降等 (升等) 理由之合計數爲1,346筆樣本 (1,420筆) 大於表 2 中列示之降等 (升等) 總樣本數 941 筆樣本 (1,226筆), 主要原因在於有些公司同時包括數個調等原因, 因此區分調等理由時樣本數會較多。

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

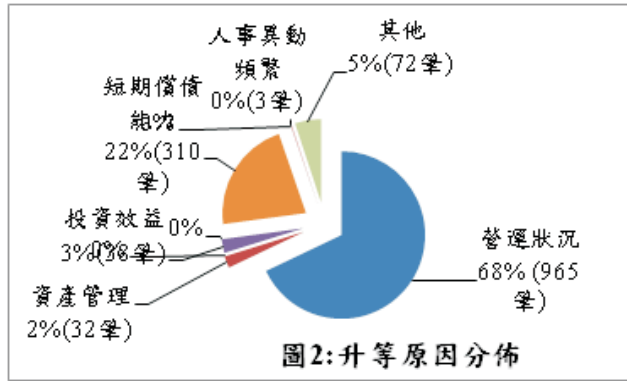


圖 2: 升等原因分佈

績效較差, 研發密度 (RD) 平均爲 0.02, 代表研發支出大約占總資產之 2%, 市值帳面值比 (MB) 平均爲 2.300, 平均而言, 樣本公司之市值約爲帳面值之兩倍, 負債比率 (LEVERAGE) 平均爲 0.379。Panel B 列示以是否降等分組之敘述統計量, 發現在降等組別中, $\Delta \ln$ (COMP) 平均數爲 0.140, 在未降等組別中, 平均數爲 0.033, 兩組差異達顯著性, 表示在降等組別中, 薪酬調降之幅度較大, 符合假說一之預期。在其他控制變數中, 相較於未降等組別, 有降等之公司其會計績效及市場績效均顯著較差, 但 RD 及 MB 均顯著較高, 表示在降等組別中公司成長性較高, 降等公司之規模 (SIZE) 顯著較小、負債比率 (LEVERAGE) 亦較高, 代表降等公司風險程度較高。

4.4 實證結果說明

本文主要探討公司信用評等調降 (升) 後, 是否會影響高階經理人薪酬, 實證結果列示於表 6。爲了避免在探討變數關係時可能存在內生性 (endogeneity) 的問題, 進而產生偏誤及不一致的估計參數, 本文首先使用 Hausman Test 來檢定變數間是否存在內生性的問題。若變數間存在內生性問題時, 則採用兩階段最小平方法 (2SLS) 來解決估計參數不一致所造成偏誤的問題。Hausman Test 之檢測結果顯示經理人薪酬 ($\Delta \ln$ (COMP)) 與信用評等降等 (DOWNGRADE) 具有內生性問題 (檢測值爲 42.945, p 值 $<$ 0.0001), 因此本文進一步以兩階段最小平方法 (2SLS) 驗證假說。第一階

表 4: 敘述統計量

Panel A: 全部樣本 ($N = 5111$)

變數名稱	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
Δ ln (COMP)	0.018	0.732	−7.767	−0.195	0.020	0.228	8.311
DOWNGRADE	0.085	0.279	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
UPGRADE	0.104	0.305	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
ROA	−0.012	0.127	−1.835	−0.047	0.000	0.049	0.981
RET	18.600	65.802	−83.683	−19.008	3.055	35.503	310.380
RD	0.020	0.030	0.000	0.000	0.009	0.026	0.177
MB	2.300	10.837	0.154	0.774	1.170	1.771	368.025
SIZE	15.187	1.361	10.775	14.248	15.017	15.934	20.890
LEVERAGE	0.379	0.170	0.013	0.253	0.368	0.487	0.991

Panel B: 分組之敘述統計量

	降等 ($N = 436$)		未降等 ($N = 4{,}675$)		差異數檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數檢定	中位數檢定
Δ ln (COMP)	−0.140	−0.094	0.033	0.028	−0.173***	−0.123***
ROA	−0.116	−0.071	−0.002	0.006	−0.114***	−0.076***
RET	−9.000	−13.999	21.174	4.931	−30.174***	−18.930***
RD	0.025	0.015	0.019	0.008	0.006***	0.007***
MB	2.381	0.949	2.292	1.186	0.088	−0.237***
SIZE	15.030	14.902	15.202	15.041	−0.172***	−0.138***
LEVERAGE	0.442	0.443	0.373	0.360	0.069***	0.083***

註: 1. 變數說明: Δ ln (COMP) = 高階經理人薪酬變動數; DOWNGRADE = 信用評等調降設爲 1, 其他設爲 0; UPGRADE = 信用評等升等設爲 1, 其他設爲 0; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

2. $^{*}p < 0.10$, $^{**}p < 0.05$, $^{***}p < 0.01$。

段工具變數的選取參考 Ashbaugh-Skaife, Collins, and LaFond (2006) 之作法, 加入公司負債比例變動數 (Δ LEVERAGE)、獲利能力 (ROA 及 RET)、是否虧損 (LOSS)、利息保障倍數 (INT_COV)、公司規模 (SIZE)、資本密度 (CAP_INTEN; 固定資產除以總資產) 等變數, 並參考 Johnston and DiNardo (1997) 之作法, 以 DOWNGRADE 的前一期資料當作工具變數, 以第一階段迴歸得出 DOWNGRADE 估計值, 再將此估計值帶入第二階段 (即模式 (1) 之 DOWNGRADE 以模式 (2) 之估計值取代), 第一階段實證

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5: 控制內生性_第一階段結果

	係數	p 值
截距項	−2.119***	(0.000)
lag DOWNAGRAD	0.258***	(0.002)
ROA	−2.144***	(0.000)
RET	−0.050***	(0.007)
SIZE	0.029	(0.164)
RD	1.738**	(0.044)
Δ LEVERAGE	1.408***	(0.000)
LOSS	0.689***	(0.000)
INT_COV	−0.089	(0.125)
CAP_INTEN	−0.078	(0.610)
N	5111	
pseudo R^2	0.141	

註: 1. 變數說明: DOWNGRADE = 信用評等調降設爲 1, 其他設爲 0; ROA = 息前稅前淨利除以總資產; RET = 市場報酬率; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; Δ LEVERAGE = 負債比率變動數, 第 T 期減第 $T-1$ 期負債比率; INT_COV = 利息保障倍數, 利息費用除以息前淨利; CAP_INTEN = 資本密度, 固定資產除以總資產; LOSS = 虧損, 若公司當年度虧損則設爲 1, 其他設爲 0。

2. p-values in parentheses; $^{*}p < 0.10$, $^{**}p < 0.05$, $^{***}p < 0.01$。

結果列於表5。

$$\begin{aligned}\text{DOWNGRADE}_i = {} & \gamma_0 + \gamma_1 \text{lag DOWNGRADE} + \gamma_2 \text{ROA}_i + \gamma_3 \text{RET}_i \\ & + \gamma_4 \text{RD}_i + \gamma_5 \text{MB}_i + \gamma_6 \text{SIZE}_i \\ & + \gamma_7 \Delta\text{LEVERAGE}_i + \gamma_8 \text{LOSS} + \gamma_9 \text{INT_COV}_i \\ & + \gamma_{10} \text{CAP_INTEN}_i + \mu_i。\end{aligned} \tag{4}$$

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6: 信用評等調降及調升與經理人薪酬迴歸結果: 假說一

		分量迴歸								
		低薪酬			高薪酬					
	2SLS	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
截距項	−0.055	−0.420**	−0.225*	−0.087	−0.087	0.002	−0.024	0.024	0.096	0.427***
	(0.459)	(0.024)	(0.072)	(0.304)	(0.216)	(0.970)	(0.736)	(0.802)	(0.551)	(0.006)
DOWNGRADE	−0.263***	−0.275	−0.342**	−0.253***	−0.225**	−0.128	−0.047	−0.076	−0.084	−0.350*
	(0.006)	(0.206)	(0.014)	(0.001)	(0.015)	(0.217)	(0.576)	(0.362)	(0.445)	(0.058)
UPGRADE	0.095***	0.006	0.057*	0.066***	0.061***	0.079***	0.088***	0.106***	0.119***	0.140**
	(0.000)	(0.884)	(0.096)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.012)
ROA	0.061	0.238*	0.121	0.164*	0.163**	0.196**	0.158*	0.118	0.121	−0.121
	(0.407)	(0.098)	(0.230)	(0.087)	(0.042)	(0.012)	(0.051)	(0.212)	(0.339)	(0.479)
RET	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
SIZE	0.004	0.009	0.006	0.004	0.008*	0.006	0.009**	0.011*	0.014	−0.000
	(0.426)	(0.454)	(0.487)	(0.453)	(0.079)	(0.196)	(0.045)	(0.070)	(0.170)	(0.985)
RD	−0.000	0.942*	0.657***	0.249	0.057	0.011	−0.110	−0.320	−0.394	−0.926*
	(0.998)	(0.066)	(0.006)	(0.271)	(0.734)	(0.957)	(0.595)	(0.195)	(0.241)	(0.064)
MB	−0.001*	−0.004	−0.004**	−0.004*	−0.002	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002
	(0.091)	(0.417)	(0.037)	(0.050)	(0.374)	(0.977)	(0.915)	(0.832)	(0.722)	(0.809)
LEVERAGE	0.056*	0.061	0.100**	0.055*	0.040	−0.001	0.031	0.028	0.024	0.133*
	(0.071)	(0.532)	(0.020)	(0.097)	(0.132)	(0.956)	(0.384)	(0.457)	(0.679)	(0.088)
年固定效果	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
產業固定效果	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5,111	5,075								
Adj (Pseudo) R^2	0.074	0.69	0.54	0.42	0.036	0.034	0.037	0.041	0.041	0.042

註: 1. 變數說明: Δ ln (COMP) = 高階經理人薪酬變動數; DOWNGRADE = 信用評等調降設爲 1, 其他設爲 0; UPGRADE = 信用評等升等設爲 1, 其他設爲 0; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

2. *p*-values in parentheses $^{*}p < 0.10$, $^{**}p < 0.05$, $^{***}p < 0.01$。

臺灣大學 期刊資料庫

表6列示之信用評等調降係數 (DOWNGRADE) 在 2SLS 模式中顯著爲負 (係數 = −0.263, *P* 值 = 0.006), 達1%之顯著水準, UPGRADE 係數亦顯著爲正 (係數 = 0.095, *P* 值 = 0.000), 2SLS 估計之結果顯示, 當公司被調降 (升) 信用評等之後, 高階經理人薪酬會被調降 (升), 支持假說一。在控制變數方面, RET 顯著爲正, 代表公司績效較好的情況下, 薪酬發放愈多; 而 MB 與薪酬呈現負向關係, 說明企業在成長性較高的情況下, 可能較少使用誘因薪酬, 此部分結果與 Lewellen, Loderer, and Martin (1987) 及 Bizjak, Brickley, and Coles (1993) 等人之發現一致。其認爲當公司屬於成長性較高的公司時, 資訊不對稱問題較嚴重, 經理人擁有之私有資訊較多, 因此過高的薪酬可能造成經理人作出次佳投資決策, 因此文獻上建議爲避免過度投資之問題, 可減少發放以盈餘爲基礎之誘因薪酬。LEVERAGE與薪酬呈現正向關係則與過去文獻一致 (Lewellen, Loderer, and Martin, 1987; Bryan, Hwang, and Lilien, 2000), Cadenillas, Cvitanić, and Zapatero (2004) 亦建議當公司負債比率較高時, 可發放較多薪酬給能力較高的經理人, 吸引他們付出努力以提高公司價值, 該結論亦呼應 Fairchild (2007) 之說法, 其指出經理人可能會自願增加負債水準, 以促使自己提高努力的程度, 因此負債比率可作爲經理人能力或願意提高努力之替代變數, 故當公司負債愈高時, 薪酬亦可能愈高。

而有發放薪酬之公司, 其發放薪酬水準高低不一, 本文亦進一步採用分量迴歸區分高薪酬與低薪酬, 探討信用評等變動對於高低薪酬之影響權重是否有所不同。由於不同薪酬水準之影響因素或權重可能不一致, 因此本文進一步觀察分量迴歸之結果, 由此實證結果可知, 發放較高薪酬公司, 當公司被調降信用評等時, 其薪酬被調降的幅度也愈大, 該分量迴歸結果顯示, 信用評等調降對於不同水準之高階經理人薪酬之影響權重並不相同, 尤其在最高分量值 (0.9) 下, 信用評等調降 (升) 對薪酬之負 (正) 向影響最明顯, 通常發放較高薪酬的公司, 企業規模愈大, 管理組織層次較爲複雜, 對高階管理階層能力的要求較高, 且其職權也愈大, 高階管理階層逐漸追求其在企業中的價值體現, 而信用評等功能的發揮, 則可減少管理當局管理租 (managerial rent) 的行爲, 因此當信用評等降等時, 其高薪酬者被降低薪酬的幅度愈高。該結果顯示公司可利用信用評等資訊了解其對高階管理

臺灣大學學術期刊資料庫

階層薪酬之影響, 進而避免企業高階管理階層的短視行爲。

即使公司被調降信用評等, 其可能仍在同一風險等級中, 雖然破產風險稍有提高, 但不影響其進入資本市場取得資金之能力, 有些公司從「低風險」等級被評爲「高風險」等級, 則代表信用評等機構認爲公司信用等級有明顯下降的情況, 代表公司風險等級變動更明顯, 因此高階經理人薪酬下降幅度更大, 本文進一步修正 DOWNGRADE 之定義, 當公司信用評等從低度風險調降爲中度或高度風險時, DOWNGRADE1 則設爲1, 其他則設爲0, 預期 DOWNGRADE1 仍顯著爲負。預期公司從低風險等級調降至高風險等級時, 其薪酬調降幅度應更明顯, 該實證結果列於表7。從表7可看出, 重新定義爲 DOWNGRADE1 之後, 發現 DOWNGRADE1 係數在各種模式下亦顯著爲負, 仍支持假說一之結果, 進一步比較表6及表7中 DOWNGRADE 之係數可發現, 在 2SLS 模式下, 表6中 DOWNGRADE 係數爲0.263而表7中 DOWNGRADE1 係數爲 −0.404, 顯示將降評 (DOWNGRADE) 定義更爲嚴謹之後, 薪酬調降幅度更明顯, 即當公司信用評等從低度風險調降爲中度或高度風險時, 高階經理人薪酬下降幅度更大。

信用評等調降 (升) 理由可能有所差異, 有些公司可能是因爲營業未來前景不佳遭調降, 有些公司可能轉投資績效不佳或因爲財務槓桿變差而調降, 但不同調降理由, 代表公司風險程度變動情況亦不相同, 產生之影響也不相同 (Griffin and Sanvicente, 1982; Holthausen and Leftwich, 1986; Wansley and Clauretie, 1985; Cornell, Landsman, and Shapiro, 1989; Hand, Holthausen, and Leftwich, 1992; Norden and Weber, 2004), 本文第二個假說則進一步區分降 (升) 等之理由, 探討調降 (升) 信評之理由對於經理人薪酬之影響, 實證結果列示於表8。

表8 PanleA 第 (1) 欄列示全部樣本之結果, 在降等理由的部份, 因營運狀況惡化被調降 (Down_Finance) 之係數顯著爲負, 代表當公司因爲未來營運前景不佳被調降時, 相較於轉投資績效較差、負債增加或資產管理不當被調降, 薪酬下降之幅度更大, 與 Gropp and Richards (2001) 發現相較於因爲負債增加而調降評等之公司, 投資人對於因爲經營績效變差而被調降評等的公司給予負向反應之結論相似。進一步以分量迴歸測試不同薪

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

表 7: 信用評等調降及調升與經理人薪酬迴歸結果: DOWNGRADE 區分風險等級

		分量迴歸								
		低薪酬			高薪酬					
	2SLS	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
截距項	−0.070	−0.392**	−0.375***	−0.306***	−0.145**	−0.083*	−0.077*	−0.027	0.092	0.394***
	(0.217)	(0.040)	(0.000)	(0.000)	(0.011)	(0.096)	(0.092)	(0.726)	(0.357)	(0.008)
DOWNGRADE1	−0.404*	−0.009	−0.589	−0.413*	−0.479**	−0.426*	−0.169	−0.203	0.127***	−0.712*
	(0.079)	(0.793)	(0.173)	(0.074)	(0.040)	(0.072)	(0.411)	(0.339)	(0.000)	(0.051)
UPGRADE	0.099***	−0.542	0.051	0.061**	0.085***	0.082***	0.100***	0.100***	−0.346	0.147**
	(0.000)	(0.292)	(0.122)	(0.037)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.297)	(0.015)
ROA	0.094	0.395**	0.131	0.196**	0.164*	0.146*	0.145**	0.127*	0.008	−0.137
	(0.179)	(0.024)	(0.292)	(0.035)	(0.091)	(0.087)	(0.015)	(0.084)	(0.957)	(0.433)
RET	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
SIZE	0.002	−0.004	0.004	0.007	0.005	0.005	0.009***	0.010*	0.009	0.002
	(0.535)	(0.747)	(0.536)	(0.186)	(0.194)	(0.123)	(0.006)	(0.072)	(0.188)	(0.854)
RD	−0.134	0.527	−0.158	0.012	−0.065	0.022	−0.088	−0.379*	−0.721**	−1.074**
	(0.455)	(0.388)	(0.530)	(0.951)	(0.812)	(0.897)	(0.577)	(0.051)	(0.041)	(0.015)
MB	−0.001	−0.020	0.002	0.003	0.003	0.006	0.010	0.021***	0.037***	0.063***
	(0.410)	(0.180)	(0.597)	(0.387)	(0.401)	(0.209)	(0.220)	(0.003)	(0.002)	(0.001)
LEVERAGE	0.059*	0.074	0.050	0.075*	0.018	0.012	−0.009	0.016	0.032	0.045
	(0.075)	(0.477)	(0.438)	(0.055)	(0.681)	(0.752)	(0.811)	(0.694)	(0.663)	(0.660)
N	5,111	5,075								
Pseudoadj. R^2	0.059	0.055	0.044	0.038	0.034	0.032	0.035	0.039	0.042	0.047

註: 1. 變數說明: Δln (COMP) = 高階經理人薪酬變動數; DOWNGRADE1 = 從低度風險調降爲中度或高度風險設爲1, 其他設爲 0; UPGRADE = 信用評等升等設爲 1, 其他設爲 0; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

2. *p*-values in parentheses * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8: 信用評等變動原因與經理人薪酬迴歸結果: 假說二

PANEL A:		分量迴歸								
		低薪酬			高薪酬					
降等理由	全部樣本	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
截距項	0.074	−0.247	−0.115	−0.080	−0.038	0.033	0.040	0.079	0.096	0.480**
	(0.289)	(0.149)	(0.152)	(0.207)	(0.472)	(0.642)	(0.473)	(0.375)	(0.391)	(0.011)
Down_Finance	−0.084***	−0.101*	−0.110***	−0.113**	−0.073**	−0.066**	−0.061**	−0.046**	−0.063*	−0.121***
	(0.001)	(0.094)	(0.009)	(0.014)	(0.013)	(0.024)	(0.044)	(0.045)	(0.076)	(0.001)
Down_Debt	0.010	0.009	−0.039	0.011	0.004	0.025	0.020	0.002	−0.010	−0.015
	(0.804)	(0.933)	(0.678)	(0.862)	(0.953)	(0.558)	(0.635)	(0.962)	(0.831)	(0.794)
Down_Asset	0.074	0.164*	0.137**	0.084	0.040	0.034	0.026	0.005	0.099	−0.002
	(0.264)	(0.056)	(0.027)	(0.150)	(0.581)	(0.549)	(0.674)	(0.962)	(0.235)	(0.981)
Down_Invest	−0.089	−0.069	−0.045	−0.060	−0.076	−0.145	−0.025	−0.025	0.054	0.043
	(0.328)	(0.801)	(0.835)	(0.706)	(0.557)	(0.299)	(0.861)	(0.866)	(0.667)	(0.808)
UPGRADE	0.079***	−0.012	0.044**	0.055***	0.055***	0.071***	0.073***	0.096***	0.113***	0.137***
	(0.000)	(0.701)	(0.035)	(0.004)	(0.004)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
ROA	0.154***	0.356***	0.265***	0.310***	0.254***	0.183**	0.167***	0.129*	0.129	0.054
	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.005)	(0.012)	(0.005)	(0.050)	(0.108)	(0.670)
RET	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
SIZE	0.003	0.001	0.000	0.004	0.006*	0.004	0.008**	0.009*	0.014**	−0.001
	(0.518)	(0.931)	(0.977)	(0.297)	(0.068)	(0.309)	(0.023)	(0.099)	(0.044)	(0.900)
RD	−0.106	0.753	0.486**	0.163	−0.029	−0.040	−0.171*	−0.345	−0.397	−0.581
	(0.572)	(0.104)	(0.012)	(0.273)	(0.882)	(0.800)	(0.069)	(0.129)	(0.162)	(0.105)
MB	−0.001	−0.004	−0.003***	−0.003***	−0.001	0.000	0.000	0.000	0.002	0.002
	(0.147)	(0.113)	(0.000)	(0.001)	(0.234)	(0.861)	(0.858)	(0.643)	(0.270)	(0.349)
LEVERAGE	0.034	0.090	0.071	0.042	0.018	−0.001	0.009	0.003	0.016	0.083
	(0.341)	(0.212)	(0.113)	(0.304)	(0.568)	(0.974)	(0.783)	(0.929)	(0.711)	(0.178)
N	5,111	5,075								
Pseudo R^2	0.084	0.090	0.065	0.051	0.043	0.039	0.042	0.047	0.050	0.054

續接下頁

臺灣大學 期刊資料庫

承接上頁

PANEL B: 升等理由	全部樣本	分量迴歸 低薪酬 0.1	0.2	0.3	高薪酬 0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
截距項	−0.045 (0.579)	−0.254* (0.093)	−0.284** (0.010)	−0.194*** (0.005)	−0.117* (0.087)	−0.067 (0.454)	−0.074 (0.368)	−0.045 (0.687)	0.032 (0.777)	0.362** (0.048)
Up_Finance	0.107*** (0.000)	0.043* (0.066)	0.078** (0.016)	0.088*** (0.000)	0.101*** (0.000)	0.091*** (0.000)	0.103*** (0.000)	0.101*** (0.000)	0.133*** (0.000)	0.124** (0.043)
Up_Debt	0.002 (0.951)	−0.098 (0.105)	−0.036 (0.517)	−0.037 (0.322)	−0.039 (0.193)	−0.043 (0.311)	−0.009 (0.850)	0.016 (0.819)	0.049 (0.468)	0.056 (0.635)
Up_Asset	0.075 (0.282)	0.351*** (0.001)	0.152** (0.023)	0.069 (0.220)	0.016 (0.843)	−0.005 (0.947)	−0.054 (0.507)	−0.031 (0.825)	0.095 (0.527)	−0.062 (0.613)
Up_Invest	−0.159 (0.117)	−0.313 (0.168)	−0.163 (0.451)	−0.045 (0.808)	−0.047 (0.753)	−0.062 (0.604)	−0.037 (0.662)	−0.071 (0.503)	−0.064 (0.593)	−0.124 (0.358)
DOWNGRADE	−0.355*** (0.001)	−0.801** (0.010)	−0.507** (0.026)	−0.363*** (0.007)	−0.294** (0.011)	−0.216** (0.013)	−0.160 (0.121)	−0.152 (0.184)	−0.209 (0.267)	−0.411 (0.118)
ROA	0.046 (0.630)	0.014 (0.938)	0.003 (0.982)	0.138 (0.249)	0.160 (0.144)	0.180 (0.116)	0.135 (0.199)	0.131 (0.306)	0.148 (0.400)	−0.031 (0.890)
RET	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
SIZE	0.003 (0.568)	−0.014 (0.187)	0.004 (0.613)	0.005 (0.285)	0.006 (0.220)	0.005 (0.380)	0.010* (0.098)	0.011 (0.159)	0.012 (0.120)	0.003 (0.791)
RD	−0.015 (0.946)	0.553 (0.352)	0.366 (0.209)	0.298 (0.308)	0.101 (0.727)	0.140 (0.420)	−0.084 (0.586)	−0.202 (0.420)	−0.363 (0.182)	−0.517 (0.249)
MB	−0.001 (0.347)	−0.003 (0.185)	−0.003*** (0.000)	−0.002 (0.350)	−0.001 (0.592)	0.000 (0.821)	0.000 (0.950)	0.001 (0.232)	0.002 (0.480)	0.002 (0.532)
LEVERAGE	0.079* (0.076)	0.196 (0.160)	0.111 (0.181)	0.090* (0.057)	0.042 (0.227)	0.044 (0.240)	0.032 (0.348)	0.049 (0.172)	0.044 (0.446)	0.136 (0.164)
N	5,111	5,075								
Pseudo R^2	0.063	0.068	0.051	0.044	0.037	0.033	0.036	0.040	0.042	0.044

註: 1. 變數說明: Δln (COMP) = 高階經理人薪酬變動數; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; Down_Finance = 因爲財務績效惡化而調降設爲 1, 其他設爲 0; Down_Asset = 因爲資產管理不當而調降設爲 1, 其他設爲 0; Down_Invest = 因爲投資效益不彰而調降設爲 1, 其他設爲 0; Down_Debt = 因爲短期償債能力惡化而調降設爲 1, 其他設爲 0; Up_Finance = 因爲財務績效改善而調升設爲 1, 其他設爲 0; Up_Asset = 因爲資產管理而調升設爲 1, 其他設爲 0; Up_Invest = 因爲投資效益改善而調升設爲 1, 其他設爲 0; Up_Debt = 因爲短期償債能力改善而調升設爲 1, 其他設爲 0; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

2. *p*-values in parentheses * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$。

臺灣大學 期刊資料庫

酬分量下, 調降理由不同對薪酬之影響, 從表 8 Panel A 可以看出, 在不同的分量下, 因營運狀況惡化被調降 (Down_Finance) 亦顯著爲負, 但高分量之係數大於低分量之係數, 顯示經理人薪酬愈高時, 薪酬因爲經營狀況 (Down_Finance) 被調降信評之調降幅度愈大。在 Panel B 則列示升等理由對於薪酬之影響, 亦發現因爲經營狀況改善而提升信評後, 經理人薪酬亦會提高, 且薪酬位於高分量值時, 其調升幅度更明顯。假說二得到支持。

綜合表 6–表 8 之實證結果, 可發現當公司信用評等被調降 (升) 時, 公司高階管理階層之薪酬亦會被調降 (升), 而進一步將信用評等調降改成考慮信用評等風險等級調降後發現, 當公司風險等級提高, 經理人薪酬調降更多, 更進一步發現, 當經理人薪酬愈高時, 其信用評等調降 (升) 後, 經理人薪酬調降 (升) 愈多, 說明信用評等調降 (升) 對於薪酬之影響權重會因爲薪酬水準高低而有不同之影響程度。進一步探討調降原因對薪酬之影響時, 亦可發現因營業狀況變差 (改善) 而被調降 (升) 信評之公司, 其經理人薪酬被調降 (升) 幅度愈高, 尤其薪酬發放較多者, 其下降 (上升) 幅度更明顯。

從 2002 年開始, 台灣即非常重視獨立董事在公司治理中所扮演的角色, 除了要求其獨立性之外, 更進一步要求其專業性, 近期金管會更要求公司設置薪酬委員會, 獨立董事爲當然成員, 可見獨立董事在薪酬契約制定時扮演重要之角色, 因此本文進一步探討當公司因爲信用評等調整經理人薪酬時, 董事會獨立性、獨立董事之專業性及參與度扮演何種角色。首先, 在第 (1) 欄本文將董事會獨立性 (IND) 與信用評等調降 (DOWNGRADE) 交乘, 實證結果顯示 IND × DOWNGRADE 係數爲 −0.153, 顯著爲負, 表示當公司被調降信評時, 若董事會獨立性較高, 則經理人薪酬被調降幅度更明顯, 而 IND × UPGRADE 係數爲 0.045, 但不顯著, 部分支持假說 3a。第 (2) 欄則列示獨立董事專業性對於信評變動與薪酬關聯性之調節效果, EXPERT × DOWNGRADE 交乘項係數爲 −0.399, 亦顯著爲負, 表示當獨立董事愈具備財務、會計或法律專業知識時, 經理人因爲信評調降而調降薪酬之幅度會變大, EXPERT × UPGRADE 之交乘項則不顯著, H3b 獲得部分支持; 第 (3) 欄則列示獨立董事參與度對於信評變動與薪酬關聯性之調節效果, ATTENDANCE × DOWNGRADE 交乘項

臺灣大學學術期刊資料庫

亦顯著爲負 (係數爲 −0.004), 代表當公司獨立董事愈積極參與公司營運, 愈能發揮其功能, 經理人因爲信評調降而調降薪酬之幅度會較大, 升等與董事參與度之交乘項亦不顯著, H3c 部分獲得支持。綜合表 9 之結果可知, 獨立董事與 DOWNGRADE 之交乘項均顯著爲負, 而 UPGRADE 與董事會相關變數之交乘項則未發現有顯著結果, 表示當公司董事會獨立性較高、獨立董事愈具專業性及參與度愈高時, 公司董事會可運作良好, 協助公司制定適當之營運政策, 更可進一步制定較好之經理人薪酬契約, 此結果亦支持主管機關要求公司董事會獨立性、專業性及參與度之規定可提升董事會之運作效率。

4.5 敏感性測試

4.5.1 區分公司為獲利 (Profit) 或虧損 (Loss)

公司虧損或是獲利, 其發放薪酬方式可能有所不同, 薪酬受到信用評等調降之影響程度可能也不相同, 因此本文進一步將樣本分組, 當年度獲利提升或虧損減少列爲 Profit, 當年度獲利減少或虧損變多設爲 Loss, 以分組方式再重新檢測假說一, 實證結果列於表 10。從表 10 可以發現, 在 Loss 組中, DOWNGRADE 係數爲 0.290, 顯著爲正, 在 Profit 中, 係數爲 0.241, 但未達顯著水準, 在 Loss 組中, 其係數大於 Profit 組, 該結果說明, 當公司被調降信用評等時, 在當年度獲利減少或虧損變多的公司中, 其薪酬調降幅度更明顯, 顯示信用評等調降後, 在獲利或虧損公司中薪酬調降幅度不同, 但升等對於薪酬之正向影響並未因爲獲利或虧損而有差異。

5 結論

高階經理人負責制定並執行公司所有營運策略, 企業通常會設計最適薪酬契約以激勵經理人以公司最大利益爲考量, 爲了能夠完整捕捉經理人之努力, 文獻上建議公司應採財務及非財務指標評估經理人之績效 (Amir and Lev, 1996; Perera, Harrison, and Poole, 1997; Davila, 2000; Bushman and Smith, 2001)。信用評等機構針對公司未來前景進行評估而決定信用評等等級, 信用評等結果可視爲信用評等機構對公司高階經理人管理與經營成果之評估, 因此根據資訊性原則, 信用評等的結果亦可作爲評估經理人績

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9: 信用評等調降與經理人薪酬之關聯性: 董事會獨立性、專業性及參與度之調節效果

	(1) 董事會 獨立性	(2) 獨立董事 專業性	(3) 獨立董事 參與度
截距項	−0.083 (0.299)	−0.093 (0.200)	−0.113 (0.123)
DOWNGRADE	−0.086*** (0.000)	−0.083*** (0.000)	−0.084*** (0.000)
UPGRADE	0.038 (0.521)	0.079*** (0.002)	0.092*** (0.000)
IND	−0.003 (0.952)		
EXPERT		0.016 (0.609)	
ATTENDANCE			−0.000 (0.703)
IND × DOWNGRADE	−0.153*** (0.007)		
EXPERT × DOWNGRADE		−0.399* (0.062)	
ATTENDANCE × DOWNGRADE			−0.004*** (0.007)
IND × UPGRADE	0.045 (0.243)		
EXPERT × UPGRADE		0.084 (0.257)	
ATTENDANCE × UPGRADE			0.001 (0.103)
ROA	0.346*** (0.000)	0.387*** (0.000)	0.420*** (0.000)
RET	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
SIZE	0.007* (0.098)	0.007* (0.063)	0.008* (0.081)
RD	−0.021 (0.924)	−0.034 (0.880)	−0.100 (0.653)

續接下頁

臺灣大學管理學院 期刊資料庫

承接上頁

	(1) 董事會 獨立性	(2) 獨立董事 專業性	(3) 獨立董事 參與度
MB	−0.001 (0.277)	−0.001* (0.054)	−0.001* (0.059)
LEVERAGE	0.033 (0.441)	0.012 (0.744)	0.010 (0.793)
年度固定效果	控制	控制	控制
產業固定效果	控制	控制	控制
N	5,111	5,111	5,111
adj. R^2	0.060	0.061	0.059

註: 1. 變數說明: Δ ln (COMP) = 高階經理人薪酬變動數; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; DOWNGRADE = 信用評等調降設爲 1, 其他設爲 0, 或從低度風險調降爲中度或高度風險設爲 1, 其他設爲 0; IND = 董事會獨立性; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

2. *p*-values in parentheses $^{*}p < 0.10$, $^{**}p < 0.05$, $^{***}p < 0.01$。

效之增額資訊, 然而, 信用評等機構可能因爲全球經濟衰退或產業景氣較差調降公司信用評等等級時, 亦可能因爲個別公司面臨經營困境、投資或融資決策失當等問題, 造成取得外部資金能力變差。若爲前者, 並非經理人可控制之因素, 因此不能要求經理人負責, 但若爲後者, 則代表經理人績效及執行力變差, 應調整高階經理人薪酬。高階經理人薪酬相關文獻中已有多數主題探討財務指標與非財務指標與高階經理人薪酬之關聯性, 但並未考量信用評等變動對薪酬之影響, 本文主要探討信用評等調降 (升) 與高階經理人薪酬之關聯性, 並進一步考量董事會獨立性、獨立董事之專業性與參與度對此關聯性之調節效果。

本文以2006年至201年台灣上市櫃公司爲樣本 (扣除金融業), 實證結果發現, 加入年度及產業固定效果以控制產業景氣之影響後, 當公司信用評等被調降時, 代表公司未來前景惡化, 公司風險增加, 亦代表經理人經

臺灣大學學術期刊資料庫

表 10: 區分虧損或獲利樣本

	(1) 虧損	(2) 獲利
截距項	0.154 (0.139)	−0.353*** (0.001)
UPGRADE	0.091** (0.031)	0.057** (0.011)
DOWNGRADE	−0.290** (0.015)	−0.241 (0.252)
ROA	−0.273*** (0.005)	0.533*** (0.000)
RET	0.001*** (0.000)	0.000*** (0.000)
SIZE	−0.017** (0.011)	0.029*** (0.000)
RD	−0.351 (0.136)	0.478 (0.102)
MB	−0.002*** (0.005)	−0.000 (0.743)
LEV	0.125** (0.019)	0.016 (0.769)
年度控制效果	控制	控制
產業控制效果	控制	控制
N	2,570	2,541
adj. R^2	0.052	0.066

註: 1. 變數說明: Δ ln (COMP) = 高階經理人薪酬變動數; ROA = 息前稅前淨利除以總資產扣除產業 ROA 平均數; RET = 市場報酬率扣除市場加權平均報酬率; DOWNGRADE = 信用評等調降設爲 1, 其他設爲 0; UPGRADE = 信用評等調升設爲 1, 其他設爲 0; RD = 研發密度; MB = 市值除以帳面值; SIZE = 總資產取自然對數; LEVERAGE = 負債比率。

2. p-values in parentheses $^{*}p < 0.10$, $^{**}p < 0.05$, $^{***}p < 0.01$。

臺灣大學學術期刊資料庫

營績效下降, 因此高階經理人薪酬會被調降, 尤其當公司信用評等由低風險等級調降至中或高風險等級時, 薪酬調降幅度更明顯, 顯示公司會視經營惡化狀況而調降高階經理人薪酬, 仍發現調降信評後經理人薪酬亦會減少, 顯示公司會因爲信評調降要求經理人負責。再則, 每家公司薪酬發放金額高低不一, 面臨調降信用評等時, 薪酬之調降幅度也可能有差異, 因此本文亦進一步採用分量迴歸, 將經理人薪酬分成高分量值 (高薪酬變動數) 及低分量值 (低薪酬變動數) 進行檢測, 實證結果發現, 經理人薪酬位於高分量值時, 代表其屬於發放薪酬變動數較高的群組, 此群組被調降信評後, 其薪酬調降幅度更明顯。每家公司信用評等被調降之理由有所差異, 本文進一步將信用評等調降理由分成營運狀況、資產管理、投資效益或短期償債能力, 探討不同之調降信評理由對於薪酬之調降幅度是否有影響, 結果發現, 當公司因爲營運狀況被調降信用評等時, 其薪酬調降幅度大於其他調降理由。而信用評等調升後, 代表經理人績效提高, 公司則會調升薪酬以獎勵經理人, 且因爲營運狀況改善而調升評等後, 薪酬之調升幅度也高於其他調升理由。

目前世界各國都極爲重視公司治理問題, 希望透過制度設計強化公司治理功能, 尤其重視獨立董事是否真能發揮功能協助公司制定較適當之薪酬契約, 因此本文則進一步考慮董事會獨立性、獨立董事之專業性及參與度對信用評等變動與高階經理人薪酬之關聯性有何影響。實證結果發現, 當董事會獨立性愈高、獨立董事愈具有專業性及參與度愈高時, 在信用評等被調降後, 薪酬被調降之幅度更爲明顯, 但升等後薪酬之調升幅度則無顯著變化, 顯示當董事會獨立性愈高、愈具專業性及參與度愈高時, 愈能夠發揮其監督功能, 於公司營運狀況惡化時, 亦可即時調整其薪酬金額, 使薪酬契約可達到最佳效果。台灣亦於2011年要求公司應設立薪酬委員會, 並要求獨立董事爲當然成員, 因此可知道獨立董事在薪酬契約制定上扮演極爲重要之角色, 尤其希望透過董事會獨立性避免發放超額薪酬之問題, 亦可解決肥貓現象, 此實證結果亦進一步證實獨立董事之功能, 爲此一政策提供實證證據支持。

本文主要探討信用評等升等及降等對高階經理人薪酬之影響, 但升等與降等對公司之影響程度或許不同, 因此建議未來研究進一步可探討升等

臺灣大學學術期刊資料庫

與降等對薪酬是否產生不對稱之影響。本文亦探討獨立董事特性對降評與薪酬關聯性之影響, 建議未來研究可進一步討論其他公司治理機制, 例如外部大股東或機構投資人等外部公司治理是否可發揮其監督功能協助公司制定最適薪酬契約。

參考文獻

台灣經濟新報社 (2004), 《貨幣觀測與信用風險評等》, 46, 124–136。(Taiwan Economic Journal (2004), *Money Watching and Credit Rating*, 46, 124–136.)

李同酥, 顧裔芳, 王姿斐, 與陳海敏 (2005), "經理人藉盈餘管理影響信用評等之探討," 《會計與公司治理》, 2, 1–24。(Lee, Torng-Her, Yi-Fang Ku, Chi-Fei Wang, and Hai-Min Chen (2005), "Does Management Try to Influence Credit Ratings by Smoothing Earnings," *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 2, 1–24.)

李春安, 吳欽杉, 與葉麗玉 (2003), "所有權結構與公司非法行爲關係之研究 — 以台灣股票上市公司爲例," 《證券市場發展季刊》, 14, 75–138。(Li, Chun-An, Chin-Shun Wu, and Li-Yu Yeh (2003), "Ownership Structure and Illegal Corporate Act — The Case of Taiwan Listed Company," *Review of Securities and Futures Markets*, 14, 75–138.)

林宛瑩, 許崇源, 戚務君, 與陳宜伶 (2009), "公司治理與信用風險," 《台大管理論叢》, 19, 71–98。(Lin, Wan-Ying, Chung-Yuan Hsu, Wu-Chun Chi, and Yi-Ling Chen (2009), "Corporate Governance and Credit Risk," *NTU Management Review*, 19, 71–98.)

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之研究," 《台大管理論叢》, 20, 289–330。(Lin, Mei-Feng, Chen-Lung Chin, and Liang-Feng Lin (2009), "Ownership Structures, Accounting Conservatism and Firm's Credit Ratings," *NTU Management Review*, 20, 289–330.)

林淑惠與胡星陽 (2003), "上市公司高階經理人之酬勞結構," 《經濟論文》, 31, 171–206。(Lin, Shu-Hui and Shing-Yang Hu (2003), "CEO Com-

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

pensation Structure in Taiwan's Listed Companies," *Academia Economic Papers*, 31, 171–206.)

林楚雄, 陳賢名, 與王立勳 (2010), "公司治理機制對獨特性風險之影響," 《管理學報》, 27, 409–435。(Lin, Chu-Hsiung, Hsien-Ming Chen, and Li-Hsun Wang (2010), "The Effects of Corporate Governance Mechanisms on Idiosyncratic Risk," *Journal of Management*, 27, 409–435.)

——— (2012), "經理人薪酬, 公司治理與現金股利政策," 《中山管理評論》, 20, 1213–1251。(Lin, Ying-Fen, Li-Jin Huang, and Szu-Yuan Chen (2012), "Executive Compensation, Corporate Governance, and Cash Dividend Policy," *Sun Yat-Sen Management Review*, 20, 1213–1251.)

林穎芬與劉維琪 (2003), "從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度," 《管理學報》, 20, 365–395。(Lin, Ying-Fen and Victor, Wei-Chi Liu (2003), "On the Implementation of Agency Theory in Taiwan: A Study of CEO Compensation," *Journal of Management*, 20, 365–395.)

洪玉舜與王泰昌 (2005), "績效衡量指標在高階主管現金薪酬契約中之相對重要性," 《證券市場發展季刊》, 17, 7月, 35–100。(Hung, Yu-Shun and Tay-Chang Wang (2005), "An Analysis of the Relative Importance of Performance Measures in Executive Compensation Contracts," *Review of Securities and Futures Markets*, 17, 35–100.)

郭欣潔 (2011), "高階主管薪酬與信用風險: 公司治理觀點," 碩士論文, 台北: 銘傳大學風險管理與保險學系研究所。(Kuo, Hsin-Chieh (2011), "Executive Compensation and Credit Risk: The Perspectives of Corporate Governance," Unpublished master's thesis, Ming Chuan University, Taipei.)

陳宜伶 (2008), "董事會之獨立、專業、參與對企業績效及風險之影響," 博士論文, 台北: 國立政治大學會計學系研究所。(Chen, Yi Ling (2008), "The Effect of Board Independence, Expertise, and Attendance on Firm Performance and Risk," Unpublished doctoral dissertattion, National Cheng Chi University, Taipei.)

臺灣大學學術期刊資料庫

陳惠玲與蕭惠元 (2004), “TCRI 定位、範圍及程序概述,” 《貨幣觀察與信用評等》, 46, 4–12。(Chen, Hui Ling and Hui Yuan Xiao (2004), “TCRI Dingwei Fanwei Ji Chengxu Gaishu,” *Taiwan Economic Journal*, 46, 4–12.)

陳業寧, 邱顯比, 與洪雲萍 (2004), “獨立董事與公司治理: 政府應該要求所有上市上櫃公司聘任獨立董事嗎?” 《證券市場發展季刊》, 64, 1–36。(Chen, Yehning, Shean-bii Chiu, and Yun-ping Hung (2004), “Independent Directors and Corporate Governance: Should the Government Require Listed Companies to Have Independent Directors?,” *Review of Securities and Futures Markets*, 64, 1–36.)

陳瑞斌與許崇源 (2007), “公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究,” 《交大管理學報》, 27, 55–109。(Chen, Jui-Pin and Chung-Yuan Hsu (2007), “A Study of Association Between Corporate Governance Structure and Information Disclosure,” *Chiao Da Management Review*, 27, 55–109.)

陳麗宇與賴蓉禾 (2013), “董事經驗對企業海外直接投資績效之影響 — 以美國企業國際併購宣告爲例,” 《中山管理評論》, 21, 199–237。(Chen, Li-Yu and Jung-Ho Lai (2013), “The Impact of Board Experience on the Performance of Foreign Direct Investment: The Case of International Acquisition Announcements,” *Sun Yat-Sen Management Review*, 21, 199–237.)

楊世彬 (2004), “TCRI 信用評等在實務上之應用,” 《華南金控》, 23, 19–25。(Yang, Shi-Bin (2004), “TCRI Xin Yong Ping Deng Zai Shi Wu Shang Zhi Ying Yong,” *Hua Nan Financial Holdings*, 23, 19–25.)

楊朝旭, 蔡柳卿, 陳家慧, 與廖思婷 (2012), “董事會特性與實質盈餘管理,” 《台大管理論叢》, 23, 363–400。(Young, Chaur-Shiuh, Liu-Ching Tsai, Chia-Hui Chen, and Ssu-Ting Liao (2012), “Board Characteristics and Real Earnings Management,” *NTU Management Review*, 23, 363–400.)

蔡柳卿 (2003), “總經理薪酬、非財務績效衡量指標、與公司未來績效,” 《會計評論》, 37, 85–116。(Tsai, Liu-Ching (2003), “CEO Compensation, Nonfinancial Performance Measures and Future Performance,” *International Journal of Accounting Studies*, 37, 85–116.)

臺灣大學學術期刊資料庫

蔡柳卿 (2006), “相對績效評估與高階主管薪酬: 論產業競爭程度之影響,” 《管理評論》, 25, 69–94。(Tsai, Liu-Ching (2006), “Relative Performance Evaluation and Top Executive Compensation: The Effect of the Industry Competition,” *Management Review*, 25, 69–94.)

——— (2007), “依會計盈餘時效性設計高階主管薪酬契約: 董事會所扮演的角色,” 《會計評論》, 44, 61–94。(Tsai, Liu-Ching (2007), “The Design of Top Executive Compensation Contracts Based on the Timeliness of Accounting Earnings: The Role of the Board of Directors,” *International Journal of Accounting Studies*, 44, 61–94.)

鄭宏哲, 蘇淑慧, 與呂倩如 (2013), “董事會特性暨會計師產業專精於權益資金成本之研究,” 《會計審計論叢》, 3, 27–59。(Zheng, Hong-Zhe, Shu-Hui Sue, and Chien-Ju Lu (2013), “Board Characteristics, Auditor Industry Specialization and Cost of Equity Capital,” *Review of Accounting and Auditing Studies*, 3, 27–59.)

薛立言與張志向 (2004), “信用評等: 期間與產業差異分析,” 《中山管理評論》, 12, 307–336。(Hsueh, L. Paul and Chih-Hsiang Chang (2004), “Study Period and the Industry Effect of Credit Rating,” *Sun Yat-Sen Management Review*, 12, 307–336.)

薛敏正, 林嬋娟, 與林秀鳳 (2008), “董事會特性與財務報告重編,” 《交大管理學報》, 28, 73–103。(Shiue, Min-Jeng, Chan-Jane Lin, and Hsiu-Feng Lin (2008), “Board Characteristics and Financial Report Restatements,” *Chiao Da Mangement Review*, 28, 73–103.)

Abbott, Lawrence J., Susan Parker, and Gary F. Peters (2004), “Audit Committee Characteristics and Restatements,” *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 23, 69–87.

Agrawal, Anup and Sahiba Chadha (2005), “Corporate Governance and Accounting Scandals,” *Journal of Law and Economics*, 48, 371–406.

Ahmed, Anwer S., Bruce K. Billings, Richard M. Morton, and Mary Stanford-Harris (2002), “The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts Over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs,” *Accounting Review*, 77, 867–890.

臺灣大學學術期刊資料庫

Amir, Eli and Baruch Lev (1996), "Value-Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communications Industry," *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3–30.

Ashbaugh-Skaife, Hollis, Daniel W. Collins, and Ryan LaFond (2006), "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203–243.

Ayers, Benjamin C., Stacie Kelley Laplante, and Sean T. Mcguire (2010), "Credit Ratings and Taxes: The Effect of Book/Tax Differences on Ratings Changes," *Contemporary Accounting Research*, 27, 359–402.

Baber, William R., Surya N. Janakiraman, and Sok-Hyon Kang (1996), "Investment Opportunities and the Structure of Executive Compensation," *Journal of Accounting and Economics*, 21, 297–319.

Balkin, David B., Gideon D. Markman, and Luis R. Gomez-Mejia (2000), "Is CEO Pay in High-Technology Firms Related to Innovation?" *Academy of Management Journal*, 43, 1118–1129.

Barber, Brad M., Reuven Lehavy, and Brett Trueman (2010), "Ratings Changes, Ratings Levels, and the Predictive Value of Analysts' Recommendations," *Financial Management*, 39, 533–553.

Beasley, Mark S. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *Accounting Review*, 71, 443–465.

Bergman, Nittai K. and Dirk Jenter (2007), "Employee Sentiment and Stock Option Compensation," *Journal of financial Economics*, 84, 667–712.

Bergstresser, Daniel and Thomas Philippon (2006), "CEO Incentives and Earnings Management," *Journal of Financial Economics*, 80, 511–529.

Bhojraj, Sanjeev and Partha Sengupta (2003), "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors," *Journal of Business*, 76, 455–475.

Billett, Matthew T., Mark J. Flannery, and Jon A. Garfinkel (1995), "The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return," *Journal of Finance*, 50, 609–718.

Bizjak, John M., James A. Brickley, and Jeffrey L. Coles (1993), "Stock-Based Incentive Compensation and Investment Behavior," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 349–372.

Black, Bernard S. (1992), "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice," *UCLA Law Review*, 39, 811–893.

臺灣大學學術期刊資料庫

Bongini, Paola, Luc Laeven, and Giovanni Majnoni (2002), "How Good is the Market at Assessing Bank Fragility? A Horse Race Between Different Indicators," *Journal of Banking and Finance*, 26, 1011–1028.

Brickley, James A., Jeffrey L. Coles, and Rory L. Terry (1994), "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills," *Journal of Financial Economics*, 35, 371–390.

Brown, Lawrence D. and Marcus L. Caylor (2006), "Corporate Governance and Firm Valuation," *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409–434.

Bryan, Stephen, LeeSeok Hwang, and Steven Lilien (2000), "CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants," *Journal of Business*, 73, 661–693.

Burak Güner, A., Ulrike Malmendier, and Geoffrey Tate (2008), "Financial Expertise of Directors," *Journal of Financial Economics*, 88, 323–354.

Burns, Natasha and Simi Kedia (2006), "The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting," *Journal of Financial Economics*, 79, 35–67.

Bushman, Robert M., Raffi J. Indjejikian, and Abbie J. Smith (1995), "Aggregate Performance Measures in Business Unit Manager Compensation: The Role of Intrafírm Interdependencies," *Journal of Accounting Research*, 33, 101–128.

——— (1996), "CEO Compensation: The Role of Individual Performance Evaluation," *Journal of Accounting and Economics*, 21, 161–193.

Bushman, Robert M. and Abbie J. Smith (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance," *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–333.

Byrd, John W. and Kent A. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids," *Journal of Financial Economics*, 32, 195–222.

Cadenillas, Abel., Jakša Cvitanić, and Fernando Zapatero (2004), "Leverage Decision and Manager Compensation With Choice of Effort and Volatility," *Journal of Financial Economics*, 73, 71–92.

Cai, Jie, Jacqueline L. Garner, and Ralph A. Walkling (2009), "Electing Directors," *Journal of Finance*, 64, 2389–2421.

Chen, Chao-Jung and Chung-Yuan Hsu (2011), "Relationship-Specific Investments and Pay-for-Performance: The Impact of Corporate Gover-

臺灣大學學術期刊資料庫

nance," 6th Annual London Business Research Conference, London: Imperial College.
Cheng, Qiang and David B. Farber (2008), "Earnings Restatements, Changes in CEO Compensation, and Firm Performance," *Accounting Review*, 83, 1217–1250.
Cheng, Qiang and Terry D. Warfield (2005), "Equity Incentives and Earnings Management," *Accounting Review*, 80, 441–476.
Chhaochharia, Vidhi and Yaniv Grinstein (2009), "CEO Compensation and Board Structure," *Journal of Finance*, 64, 231–261.
Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51, 371–406.
Cornell, Bradford, Wayne Landsman, and Alan C. Shapiro (1989), "Cross-Sectional Regularities in the Response of Stock Prices to Bond Rating Changes," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4, 460–479.
Czarnitzki, Dirk and Kraft Kraft (2007), "Are Credit Ratings Valuable Information?" *Applied Financial Economics*, 17, 1061–1070.
David, Parthiban, Rahul Kochhar, and Edward Levitas (1998), "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation," *Academy of Management Journal*, 41, 200–208.
Davidson, Wallace N., Theodore Pilger, and Andrew Szakmary (1998), "Golden Parachutes, Board and Committee Composition, and Shareholder Wealth," *Financial Review*, 33, 17–32.
Davila, Tony (2000), "An Empirical Study on the Drivers of Management Cost Systems' Design in New Product Development," *Accounting, Organizations and Society*, 25, 383–409.
Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan (1996), "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation," *Journal of Accounting Research*, 34, 1–20.
Demirtas, K. Ozgur and Kimberly Rodgers Cornaggia (2013), "Initial Credit Ratings and Earnings Management," *Review of Financial Economics*, 22, 135–145.
Denis, David J., Paul Hanouna, and Atulya Sarin (2006), "Is There a Dark Side to Compensation?" *Journal of Corporate Finance*, 12, 467–488.
DeZoort, F. Todd and Steven E. Salterio (2001), "The Effects of Corporate Governance Experience, Financial Reporting and Sudit Knowledge on Sudit Committee Members Judgments," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 20, 31–47.

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

Ederington, Louis H., Jess B. Yawitz, and Brian E. Roberts (1987), "The Informational Content of Bond Rating," *Journal of Financial Research*, 10, 211–226.

Elson, Charles M. (1993), "Executive Overcompensation: A Board-Based Solution," *Boston College Law Review*, 34, 937–996.

English, William and William Nelson (1998), "Bank Risk Rating of Business Loans," Finance and Economics Discussion Paper series, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Erickson, Merle, Michelle Hanlon, and Edward L. Maydew (2006), "Is There a Link Between Executive Compensation and Accounting Fraud?" *Journal of Accounting Research*, 44, 113–143.

Fairchild, Richard (2007), "Managerial Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance," University of Bath School of Management Working Paper Series.

Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of law and economics*, 26, 301–325.

Fitch Ratings (2004), "Evaluating Corporate Governance: The Bondholder's Perspective," Criteria report, Corporate Group, New York: Fitch Ratings.

Frost, Carol Ann (2007), "Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 22, 469–492.

Gleason, William B. (1981), "Lending to Automobile Dealerships," *Journal of Commercial Bank Lending*, 63, 2–10.

Goh, Jeremy C. and Louis H. Ederington (1993), "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?" *Journal of Finance*, 48, 2001–2008.

Griffin, Paul A. and Antonio Z. Sanvicente (1982), "Common Stock Returns and Rating Changes: A Methodological Comparison," *Journal of Finance*, 37, 103–119.

Gropp, Reint and Anthony J. Richards (2001), "Rating Agency Actions and the Pricing of Debt and Equity of European Banks: What Can we Infer About Private Sector Monitoring of Bank Soundness," *Economic Notes*, 30, 373–398.

Guedes, Jose and Tim Opler (1996), "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues," *Journal of Finance*, 51, 1809–1833.

臺灣大學學術期刊資料庫

Hand, John, Robert W. Holthausen, and Richard W. Leftwich (1992), "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices," *Journal of Finance*, 47, 733–752.

He, Yan, Junbo Wang, and K. C. John Wei (2011), "Do Bond Rating Changes Affect the Information Asymmetry of Stock Trading?" *Journal of Empirical Finance*, 18, 103–116.

Hoitash, Rani, Udi Hoitash, and Karla M. Johnstone (2012), "Internal Control Material Weaknesses and CFO Compensation," *Contemporary Accounting Research*, 29, 768–803.

Holmstrom, Bengt (1979), "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, 10, 74–91.

Holthausen, Robert W. and Richard W. Leftwich (1986), "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 17, 57–89.

Ittner, Christopher D., David F. Larcker, and Madhav V. Rajan (1997), "The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts," *Accounting Review*, 72, 231–255.

Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323–339.

Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, 225–264.

Jewell, Jeff and Miles Livingston (1998), "Split Rating, Bond Yields, and Underwriter Spreads," *Journal of Financial Research*, 21, 185–204.

Jiang, John, Kathy R. Petroni, and Isabel Yanyan Wang (2010), "CFOs and CEOs: Who Has the Most Influence on Earnings Management?" *Journal of Financial Economics*, 96, 513–526.

John, Teresa A. and Kose John (1993), "Top-Management Compensation and Capital Structure," *Journal of Finance*, 48, 949–974.

Johnson, Shane A., Harley E. Ryan, and Yisong S. Tian (2009), "Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter," *Review of Finance*, 13, 115–145.

Johnston, John and John DiNardo (1997), *Econometric Methods*, 4th ed., New York: McGraw-Hill.

Keating, A. Scott (1997), "Determinants of Divisional Performance Evaluation Practices," *Journal of Accounting and Economics*, 24, 243–273.

Khieu, Hinh D. and Mark K. Pyles (2012), "The Influence of a Credit Rating Change on Corporate Cash Holdings and Their Marginal Value," *Financial Review*, 47, 351–373.

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

Kisgen, Darren J. (2006), "Credit Ratings and Capital Structure," *Journal of Finance*, 61, 1035–1072.

——— (2009), "Do Firms Target Credit Ratings or Leverage Levels?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 1323–1344.

Klein, April. (2002), "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375–400.

Krolick, Debra L. (2005), "The Relevance of Financial Statement Information for Executive Performance Evaluation: Evidence From Choice of Bonus Plan Accounting Performance Measures," *International Journal of Accounting*, 40, 115–132.

Lewellen, Wilbur, Claudio Loderer, and Kenneth Martin (1987), "Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 9, 287–310.

Lin, Ying-fen, Yaying Mary Chou Yeh, and Feng-ming Yang (2014), "Supervisory Quality of Board and Firm Performance: A Perspective of Board Meeting Attendance," *Total Quality Management and Business Excellence*, 25, 264–279.

Machauer, Achim and Martin Weber (1998), "Bank Behaviour Based on Internal Credit Ratings of Borrowers," *Journal of Banking and Finance*, 22, 1355–1383.

Mann, Christopher (2005), "CEO Compensation and Credit Risk," Special Comment, New York: Moody's Investors Service.

Marble, Hugh (2011), "Anatomy of a Ratings Change," *Quarterly Review of Economics and Finance*, 51, 105–112.

Masulis, Ronald W., Cong Wang, and Fei Xie (2012), "Globalizing the Boardroom-The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance," *Journal of Accounting and Economics*, 53, 527–554.

McAnally, Mary Lea, Anup Srivastava, and Connie D. Weaver (2008), "Executive Stock Options, Missed Earnings Targets, Earnings Management," *Accounting Review*, 83, 185–216.

McWilliams, Abagail and Donald Siegel (2001), "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective," *Academy of Management Review*, 26, 117–127.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

Morgan, Angela G. and Annette B. Poulson (2001), "Linking Pay to Performance – Compensation Proposals in the S&P 500," *Journal of Financial Economics*, 62, 489–523.

Nayar, Nandkumar and Michael S. Rozeff (1994), "Rating, Commercial, and Equity Returns," *Journal of Finance*, 49, 1431–1449.

Norden, Lars and Martin Weber (2004), "Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock Markets: The Impact of Credit Rating Announcements," *Journal of Banking and Finance*, 28, 2813–2843.

Park, Yun W. and Hyun-Han Shin (2002), "Board Composition and Earnings Management in Canada," *Journal of Corporate Finance*, 10, 431–457.

Perera, Sujatha, Graeme Harrison, and M. Poole (1997), "Customer-Focused Manufacturing Strategy and the Use of Operations Based Nonfinancial Performance Measures: A Research Note," *Accounting, Organizations and Society*, 22, 557–572.

Said, Amal A., Hassan R. HassabElnaby, and Benson Wier (2003), "An Empirical Investigation of the Performance Consequences of Non-Financial Measures," *Journal of Management Accounting Research*, 15, 193–223.

Smith, Clifford W. and Ross L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policy," *Journal of Financial Economics*, 32, 263–292.

Standard and Poor's (2002), *Standard and Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions*, New York: McGraw-Hill Companies.

Thompson, Ken Bertsch Willian, Elizabeth Smith, and Mark Watson (2006), "U.S. Executive Pay Structure and Metrics," Special Comment, New York: Moody's Investors Service.

Tosi, Henry L., Steve Werner, Jeffrey P. Katz, and Luis R. Gomez-Mejia (2000), "How Much Does Performance Matter? A Meta Analysis of CEO Pay Studies," *Journal of Management*, 26, 301–339.

Wakeman, L. Macdonald (1990), "The Real Function of Bond Rating Agencies," in C. Smith (ed.), *The Modern Theory of Corporate Finance*, 2nd ed., New York: McGraw Hill.

Wansley, James W. and Terrence M. Clauretie (1985), "The Impact of Credit Watch Placement on Equity Returns and Bond Prices," *Journal of Financial Research*, 8, 31–42.

臺灣大學學術期刊資料庫

Warner, Jerold B., Ross L. Watts, and Karen H. Wruck (1988), "Stock Price and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492.

Xie, Biao, Wallace N. Davidson, and Peter J. DaDalt (2003), "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee," *Journal of Corporate Finance*, 9, 295–316.

Yatim, Puan (2010), "Board Structures and the Establishment of a Risk Management Committee by Malaysian Listed Firms," *Journal of Management and Governance*, 14, 17–36.

投稿日期: 2013年3月1日, 接受日期: 2014年2月7日

臺灣大學學術期刊資料庫

Credit Rating Changes and CEO Compensation: The Moderating Effects of Board Independence, Expertise, and Attendance

Chao-Jung Chen

Department of Accounting, Chung Yuan Christian University

The credit rating is an index of the firm's financial condition and performance rated by a professional institute, and it can also be considered an indicator of executives' accountability and stewardship. Using a sample of Taiwan listed companies (excluding the financial industry) from 2006 to 2010, this study examines the relation between credit rating downgrades and CEO compensation, and the moderating effects of board independence, expertise, and attendance. The empirical results show a decrease (increase) in CEO compensation following company credit rating downgrades (upgrades), and the relation becomes more significant when the credit rating changes from low to high risk. In addition, quantile regression tests find that the magnitude of the decrease (increase) grows when CEO compensation is in a high quantile. The greater the independence, expertise, and attendance of a company's board, the more efficient the company will be. After a company's credit rating is downgraded, CEO compensation is also decreased. Credit ratings are downgraded (upgrades) for various reasons and the results also show that the reduction (increasing) in the range of CEO compensation is greater when downgrades (upgrades) are due to the state of operations.

Keywords: credit rating downgrade, board independence, expertise attendance, CEO compensation, quantile regression

JEL classification: G24, G34, J33, M52

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術
期刊資料庫