

企業社會責任績效與 CEO 薪酬的關係

杜榮瑞* 陳煬楊** 黃馨儀***

摘要：本文以中國大陸2009-2015年上市公司為樣本，研究企業社會責任績效與CEO薪酬的關係，並考慮產權性質和獨立董事的監督角色，進一步探討上述關係在國有企業與非國有企業是否不同，及獨立董事比例對上述關係的調節作用。研究結果發現，企業社會責任績效與CEO薪酬呈顯著正相關；這種正相關在非國有企業比國有企業更強；而獨立董事比例越高，企業社會責任績效與CEO薪酬的關係並不會增強。

關鍵詞：企業社會責任績效、CEO薪酬、國有企業、獨立董事

* 國立臺灣大學會計學系教授

** 國立臺灣大學會計學系碩士

*** 逢甲大學會計學系助理教授、臺灣大學計量中心/特約研究員。黃馨儀個人感謝教育部計畫補助(108L900202)及科技部計畫補助(MOST 108-3017-F-002-003)

107年05月收稿

108年02月接受

三審接受

DOI: 10.6675/JCA.201905_20(1).01

The Relationship between Corporate Social Responsibility Performance and CEO Compensation

Rong-Ruey Duh* Yang-Yang Chen** Hsin-Yi Huang***

Abstract: In this study, companies listed in China between 2009 and 2015 were used as a sample to examine the relationship between corporate social responsibility (CSR) performance and CEO compensation. Considering the nature of property right and the monitoring role of independent directors, this study further tests whether this relationship differs between state-owned enterprises and non-state-owned enterprises, and whether this relationship is moderated by the proportion of independent directors. The results showed a significantly positive correlation between CSR performance and CEO compensation, and such a relationship is stronger in non-state-owned enterprises than in state-owned enterprises. However, the proportion of independent directors was not found to significantly moderate this relationship.

Keywords: corporate social responsibility performance, CEO compensation, state-owned enterprises, independent directors

* Professor, Department of Accounting, National Taiwan University

** Master's Degree, Department of Accounting, National Taiwan University

*** Assistant Professor, Department of Accounting, Fengchia University, Center for Research in Econometric Theory and Applications, National Taiwan University. Hsin-Yi Huang gratefully acknowledges the financial support from the Center for Research in Econometric Theory and Applications (Grant no. 108L900202) from The Featured Areas Research Center Program within the framework of the Higher Education Sprout Project by the Ministry of Education (MOE) in Taiwan and MOST 108-3017-F-002-003

Submitted May 2018

Accepted February 2019

After 3 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.201905_20(1).01

壹、緒論

企業社會責任在近年來受到了相當的關注，越來越多的企業將企業社會責任當作一種戰略管理。中國大陸自 2008 年開始陸續頒布社會責任相關規範，尤其是 2015 年頒布的《社會責任指南》、《社會責任報告編寫指南》以及《社會責任績效分類指引》和 2016 年頒布的《關於國有企業更好履行社會責任的指導意見》，大力促進企業履行和揭露社會責任。一般企業履行社會責任是由執行長(CEO)推動，但 CEO 是否有動機去實施履行企業社會責任卻是存在疑慮的，而最直接激勵經理人行為動機的是薪酬(Fama and Jensen, 1983)。因此 CEO 薪酬與企業社會責任績效的關係值得研究探討。

既有的研究發現企業社會責任績效與 CEO 薪酬之關係並不一致，有的研究發現二者呈正相關(吉利與吳萌, 2016; Mahoney and Throne, 2005)，有的研究則發現負相關(Cai, Jo, and Pan, 2011; Fabrizi, Mallin, and Michelon, 2014)。對於中國大陸的企業社會責任績效與高階經理人薪酬的關係研究中，大部分研究使用財務指標建構社會責任評價指標，或者使用中國社科院頒布的《企業社會責任藍皮書》中的前一百名評分作為研究對象，前者基於財務指標，然而甚多企業社會責任的績效構面為非財務性質，而後者又使研究樣本受到很大的限制，本文使用潤靈環球責任評級 RKS 的資料庫之評級衡量企業社會責任績效，該資料庫參照 ISO26000，從整體性(30分)、內容性(45分)、技術性(15分)、行業(10分)這四個方向出發，對企業社會責任報告進行全面評價，有別於以往的研究，本文所提供之資料更加全面客觀。

CEO 的薪酬設計會影響 CEO 的企業社會責任行為(McGuire, Oehmichen, Wolff, and Hilgers, 2017)，但在中國的特殊國情下，國有企業先天承擔著一部分的社會責任，高階經理人一般由國資委指定委派，加上制度環境因素，國有企業經理人的薪酬受到約束管制，使得經理人投資企業社會責任之績效並不一定會提高其報酬。而非國有企業缺乏政治資源，企業社會責任是他們建立政治資源的好途徑，因而 CEO 會多投資企業社會責任並有相應的薪酬獎勵作為誘因。企業社會責任績效與 CEO 薪酬的關係在國有企業和非國有企業中的強弱程度可能不同。此外，中國大陸 2001 年頒布了《關於在上市公司建立獨立董事制度的指導意見》，指出上市公司董事會成員中，獨立董事應至少佔比三分之一，雖然獨立董事應保持其獨立性，減輕代理問題，監督約束高階經理人，使高階經理人不會擁有過大的權利而決定自身的高額報酬(Bebchuk and Fried, 2004)，但中國大陸存在人情與關係，獨立董事制度是否只是為了應付制度的要求，被用來「合理」提高 CEO 薪酬的手法也耐人尋味。相反地，在政策鼓勵企業履行社會責任的氛圍下，若企業社會責任做得好，獨立董事是否會相應地提升高階經理人的報酬以資鼓勵，值得探討。

基於上述，本文欲探討企業社會責任績效與 CEO 薪酬的關係，以及國有企業和獨立董事比例的調節角色。本文對過去文獻之貢獻有三：第一，本文使用較完整的

企業社會責任績效之評級資料，涵蓋樣本亦較廣泛，研究發現應更具代表性。第二，本文探討國有企業以及獨立董事的角色，不僅針對中國大陸經濟體系的特色（國有企業的普遍性）加以研究，而且所探討的上述兩個變數之調節效果，亦為以前文獻所未探討者，因此本文彌補文獻的缺口，對企業社會責任以及公司治理文獻有其貢獻。第三，本文以 CEO 薪酬而非前三大高階經理人薪酬為應變數，因為 CEO 薪酬與其餘高階經理人薪酬可能差異極大（Bebchuk, Cremers, and Peyer, 2011），使用前三大高階經理人薪酬平均數為應變數，忽略此一差異。

除第壹章為緒論外，本文其餘各節如下。第貳章為文獻回顧與研究假說，第參章為研究方法，第肆章為實證結果，第伍章為增額測試，最後一章為結論與建議。

貳、文獻回顧與研究假說

一、企業社會責任績效與 CEO 薪酬

企業社會責任是由 CEO 決策和推動的，根據 Hambrick and Mason (1984)，CEO 的決策與努力會影響企業的績效，而 CEO 薪酬與企業社會責任績效的關係，並沒有一致性的研究結果。

國外研究主要使用 KLD 資料庫，而相關議題的文獻可概分為兩大類：第一類主要探討經理人薪酬結構或長短期誘因是否會影響企業社會責任績效。此類文獻以美國公司為樣本的研究，敘述如下。McGuire, Dow, and Argheyd (2003) 使用 KLD 資料庫，研究企業社會責任績效與 CEO 薪酬的關係，結果發現，薪酬與長期性誘因（股票選擇權和其他長期性獎酬）都與企業社會責任績效的負分項目正相關。Deckop, Merriman, and Gupta (2006) 使用 KLD 資料庫，結果指出短期誘因為主的 CEO 薪酬與企業社會責任績效呈負相關，而長期績效為主的 CEO 薪酬結構與社會責任績效呈正相關。Cai et al. (2011) 使用 KLD 資料庫，以美國 1996-2010 年公司為樣本，研究發現企業社會責任績效與 CEO 薪酬負相關，企業社會責任績效好的企業的 CEO 會拒絕高額的 CEO 薪酬，從而減低跟利害關係人之間的衝突。

另有部分研究使用非美國公司為樣本探討薪酬設計對企業社會責任績效的影響。例如：Mahoney and Thorne (2005) 使用 CSID 資料庫（Canadian Social Investment Database）衡量企業社會責任績效，研究企業社會責任總績效（total CSR）、企業社會責任產品總績效（total CSR product，包含高品質產品、商業營運作法和環境保護）、企業社會責任人員總績效（total CSR people，包含社區、多元性和員工關係）與高階經理人長期性薪酬（股票選擇權）的關係，發現加拿大公司長期性薪酬與企業社會責任績效正相關，且其影響主要來自於減少產品和環境層面的負分項目。隨後 Mahoney and Throne (2006) 又進一步進行研究，發現固定薪資與企業社會責任績效的負分項目呈正相關，獎金紅利和股票選擇權與企業社會責任的正分項目呈正相關。Fabrizi et al. (2014) 使用 EIRIS 資料庫（Ethical Investment Research and Information

Service)，研究發現英國企業社會責任績效與經理人貨幣性薪酬存在顯著的負相關關係，但與經理人非貨幣性薪酬存在正向關係。

第二類文獻則在探討企業社會責任績效是否影響 CEO 薪酬。Coombs and Gilley (2005)使用 KLD 資料庫中的社區、多元性、員工關係、環境、產品品質與安全五個方面建構利害關係人指數，並研究與 CEO 薪酬之關係，發現企業社會責任績效的提高會導致 CEO 薪酬的下降，認為 CEO 承擔了企業履行社會責任付出的代價。Callan and Thomas (2011)使用 KLD 資料庫，建立企業社會責任績效、高階經理人薪酬、財務績效三個變數的聯立方程，研究發現企業社會責任績效與 CEO 薪酬呈正相關，但從長遠來看，企業社會責任的投資對 CEO 薪酬的回報只限於初期，隨著時間的推移，企業社會責任投資給予企業和 CEO 的效用越來越少。本文有鑑於中國大陸與西方資本市場在政經環境上有顯著不同，且中國在企業社會責任的政策推行上，亦較西方國家有強制力，也因此使用中國企業為樣本可促進對此議題在社會主義國家的瞭解。

而中國大陸的研究中，陳智與徐廣成 (2011)使用 2001 至 2005 年中國大陸上市公司作為樣本，以利益相關者（股東、債權人、職工、供應商、客戶、國家和社會）為基礎構建出社會責任貢獻指數，迴歸分析發現企業社會責任績效與高階經理人薪酬顯著正相關。吉利與吳萌 (2016)使用 RKS 潤靈環球責任評級資料庫，以中國大陸 2009 至 2013 年的上市公司為研究樣本，並以前三大高階經理人薪酬平均數為應變數，發現企業社會責任績效與高階經理人薪酬呈正相關，但並未研究獨立董事的調節作用。王新、李彥霖與李方舒 (2015)使用捐贈支出占營業收入的比例衡量企業社會責任績效，以中國大陸 2009 至 2014 年上市公司資料為樣本，研究企業社會責任對高階經理人薪酬機制的影響，發現企業社會責任績效與薪酬的關係為正向但不顯著，社會責任可能成為國有企業經理人薪酬激勵的新型代理因素和卸責藉口。蘇然 (2016)使用中國大陸的上市公司資料，根據對利害關係人的責任構建企業社會責任指數，研究 CEO 薪酬對企業履行自願性社會責任的影響，發現較高的 CEO 薪酬水準以及長期激勵為主的薪酬結構對企業履行自願性社會責任有正向影響。

綜上所述，企業社會責任績效與 CEO 薪酬的關係並不一致，可能是因為衡量方式的不同而導致，也可能是不同的國家有著不同的社會環境制度。但從上述對中國大陸的相關研究看，大部分學者（陳智與徐廣成，2011；吉利與吳萌，2016；蘇然，2016）的結論是企業社會責任績效與 CEO 薪酬兩者呈正相關。若企業履行社會責任為股東創造了價值，CEO 也會期望能夠得到相應的回報。中國大陸從 2008 年開始重視企業社會責任，企業更有可能會將企業社會責任納入 CEO 的績效考核標準。因此，本文提出了如下假說：

H1：企業社會責任績效越好，CEO 薪酬越高。

二、國有企業對企業社會責任績效與 CEO 薪酬關係的影響

國有企業存在相較於非國有企業特殊的代理問題，Shleifer and Vishny (1994)及 Hung, Wong, and Zhang (2012)指出國有企業存有兩種潛在代理問題，第一種代理問題為屬於控制股東之政府若利用其對國有企業控制權達成其政治目標，此可能與少數股東間之利益有所衝突。也因國有企業之主要控制股東為政府，中國政府又強調企業社會責任的實行，國有企業很自然地成為其重點實施對象，故 Said, Yuserrie, and Haron (2009)研究發現政府持股比例高的企業，企業社會責任績效越好；第二種代理問題為國有企業之經理人與股東之利益衝突，因國有企業經理人一般是由國資委指定委派，故經理人也許有其政治目的而非將股東利益作為優先考量。Chen, Hung, and Wang (2018)發現中國大陸企業對於企業社會責任的支出通常有政治考量，並非以股東利益極大化為目標，且在中國政府強制揭露企業社會責任報告後，公司績效反而變差，且此現象在國有企業更為明顯。另外，Jiang, Lin, and Lin (2014)也發現，國有企業之經理人因相較於非國有企業不必充分應對市場競爭，所以沒有太大的誘因去從事有效率或對社會有貢獻的投資。此外，在中國的特殊背景下，政治關聯影響 CEO 的行為與企業的績效（李維安與邱艾超，2010；唐松與孫錚，2014；Fan, Wong, and Zhang, 2007; Du, Tang, and Young, 2012）。政府是企業履行社會責任的主要驅動力，在社會主義下，政府和管理者的社會主義意識相互作用，促進了 CEO 擁有更加積極履行的企業社會責任心態及制定更加積極的企業社會責任戰略（Jiang, Zalan, Herman, and Shen, 2018）。國有企業存在先天的政治關聯背景，享受著一些優待政策，同時也要承擔更多的社會責任，如解決就業、慈善捐贈、環境保護等等。國有企業不像非國有企業一樣要考慮成本問題，更願意做企業社會責任（黎文靖，2012）。

然而，國有企業的經理人薪酬在一定程度上受管理壓制（陳冬華、陳信元與萬華林，2005；Groves, Hong, McMillan, and Naughton, 1995）。不僅有明文的薪酬法令的管制，限制國有企業經理人的薪酬，對於政治關連高的高階經理人，更有隱形的薪酬管制，作為隱形的政治升遷激勵，因為當他們獲得較高的薪酬時，可能會帶來外界的關注和批評，影響升遷，在這樣的情況下，他們寧願放棄部分的經濟報酬以免付出更多的政治成本（陳冬華等人，2005；唐松與孫錚，2014）。Joskow, Rose, and Wolfram (1996)研究發現企業如果受到政府管制，CEO 薪酬水平顯著低於其他公司。杜勝利與翟艷玲（2005）使用 143 家中國上市公司實證結果表明國有企業的總經理薪酬確實存在管束。陳冬華等人（2005）也使用中國大陸資料研究發現國有企業存在薪酬約束管制，難以得到較高薪酬，在職消費成為部分高階經理人獲取薪酬的替代性選擇。Kato and Long (2006)以中國為樣本研究亦發現，國有企業的高經理人薪酬與公司績效敏感度相較於非國有企業為差，顯見中國國有企業之經理人薪酬不像一般契約理論所述，高階經理人薪酬與企業價值創造有關（Himmelberg, Hubbard, and Palia, 1999）。再者，國有企業的公司治理比較差（Fan et al., 2007），也可能導致

CEO 的在職消費或直接增加自己的薪酬。因此，一個國有企業即使企業社會責任做得好，依舊會被認為是經理人的基本職責或因政治成本的考慮，其薪酬不會增加。

然而，對於非國有企業，雖然它並不會先天承擔那麼多的社會責任，但根據資源基礎理論 (Wernerfelt, 1984)，非國有企業相比於國有企業缺乏資源，因而它會更傾向於積極履行社會責任，企業社會責任是合法的政治性戰略 (Zhao, 2012)，以此來建立和維護與政府的良好關係，獲得政府的合作項目 (Goldman, Rocholl, and So, 2013)，進入管制行業 (羅黨論與劉曉龍, 2009)，享受稅收優惠 (Adhikari, Derashid, and Zhang, 2006)，提升企業的名譽，降低融資壁壘 (Fan et al., 2007; Claessens, Feijen, and Laeven, 2008)，獲得更大的利益，彌補先天性的政治關聯的不足。非國有企業注重效益與成本的平衡，按照中國目前的經濟發展形式，跟著政策走，非國有企業才能更好更快地發展，賺取更多的利潤，提高企業的競爭力。因此，非國有企業會鼓勵 CEO 積極參與企業社會活動，對於 CEO 投資企業社會責任行為會有一定的獎勵，從而企業社會責任績效好的非國有企業 CEO 薪酬得到增加。綜上所述，提出如下假說：

H2：企業社會責任績效與 CEO 薪酬的正相關關係在非國有企業中比國有企業更強。

三、獨立董事比例在企業社會責任績效與 CEO 薪酬關係的影響

根據代理理論，董事會在制定經理人薪酬合約時會同時考慮代理問題以及監督成本，希冀可以透過獎酬制度之設立達到經理人與股東利益一致，也就是經理人會做出達到股東極大化的決策 (Jensen and Murphy, 1990)。蔡柳卿 (2007) 研究發現董事會的有效性越高，能越好地設計高階經理人薪酬契約，越能降低代理問題。故若經理人從事企業社會責任活動能增進企業價值，功能健全之董事會應會將企業社會責任績效列為一績效指標，做為薪酬契約之一部分。

過去對於企業社會責任對於企業之影響相關研究發現，當企業社會責任做得好，企業競爭力會有所提升 (Bansal and Roth, 2000; Vilanova, Lozano, and Arenas, 2009)，企業的聲譽 (McGuire, Sundgren, and Schneeweis, 1988; Brammer and Millington, 2005) 與價值 (Bowman and Haire, 1975; Waddock and Graves, 1997; Schnietz and Epstein, 2005) 也會增加。

獨立董事是由具有一定的專業知識的專家擔任，並未持有公司之股份，故普遍認為，獨立董事的比例越高，董事會的獨立性越高，公司的治理機制越好，陳振遠、張智堯、王蘭芬與李文智 (2004) 即指出企業外部董事的比例越高，越能提高董事會的獨立性和專業性，更好監督高階經理人，為公司創造價值。Conyon and He (2011) 使用中國大陸的深滬兩市 A 股公司為樣本，研究發現獨立董事比例越高，其高階經理人薪酬與不論市場或會計績效關連性越強。此外，Hong, Li, and Minor (2016) 探討公司治理如何影響經理人薪酬對於執行 CSR 之誘因，研究發現若 CSR 能極大化股東價值，則董事會獨立性會增加 CSR 績效與薪酬合約的強度，且公司治理若偏向有

利於股東之設計，則相對比較會透過提高管理者薪酬去鼓勵履行社會責任。故本文提出了以下的假說：

H3：企業社會責任績效與 CEO 薪酬的正相關關係在獨立董事比例高的企業中更強。

參、研究方法

一、樣本來源及樣本選擇

本文選擇中國大陸滬深兩市 A 股為樣本公司，樣本期間從 2009 至 2015 年，以有揭露高階經理人薪酬及企業社會責任報告的企業作為研究對象。刪除(1)金融行業、(2)ST 及*ST 公司¹、(3)變數資料遺漏、(4)總經理當年度薪酬為 0²及(5)當年度有更換總經理的企業，得到最終研究樣本共計 1,982 個觀察值。為減少極端值對於研究結果的影響，本文對全部連續變數進行 1% 的 winsorize 處理。本文企業社會責任績效資料來自於潤靈環球責任評級 (RKS) 資料庫，其餘實證分析所需資料皆來自於 CSMAR 國泰安資料庫。

二、研究模型

本文假說一以總經理薪酬取對數 ($LNCOMP$) 作為應變數，企業社會責任績效 (CSR) 為主要自變數，並根據以往的研究文獻，企業社會責任績效變數 (CSR) 使用 t-1 期，建構迴歸模型(1)，檢驗 H1。

$$\begin{aligned} LNCOMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 BOARDIND_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} \\ & + \beta_6 RET_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 STDRET_{i,t} + \beta_9 STDROA_{i,t} \\ & + \beta_{10} LNBOARD_{i,t} + \beta_{11} LSHR_{i,t} + \beta_{12} OWNERSHIP_{i,t} + \beta_{13} DUAL_{i,t} \\ & + \beta_{14} AGE_{i,t} + \beta_{15} TENURE_{i,t} + \beta_{16} GENDER_{i,t} + \beta_{17} LNSIZE_{i,t} \\ & + \beta_{18} LNGDP_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

本文假說二欲探討企業社會責任績效與總經理薪酬間之關係，是否因國有企業或非國有企業特性不同而有影響，故於模型(1)加入國企 (SOE) 與企業社會責任績效 (CSR) 的交乘項，如模型(2)。並預期 β_3 顯著為負。

¹ ST (special treatment)指中國大陸滬深交易所對於財務狀況或其它狀況出現異常的上市公司，將其股票交易進行特別處理 (special treatment)，這類股票稱為 ST 股。異常狀況指的是：(1)連續兩年淨損，(2)每股淨值低於股票面額。*ST 則代表存在下市風險的公司。

² 中國大陸薪資結構特殊，有些經理人會因紀律檢察、薪酬約束等原因，其薪酬可能來自於其他關聯企業或以其他方式發放，而造成取得資料顯示總經理薪酬為 0 之情況。

$$\begin{aligned}
LNCOMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 SOE_{i,t} \times CSR_{i,t-1} + \beta_4 BOARDIND_{i,t} \\
& + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 RET_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 STDRET_{i,t} \\
& + \beta_{10} STDROA_{i,t} + \beta_{11} LNBOARD_{i,t} + \beta_{12} LSHR_{i,t} + \beta_{13} OWNERSHIP_{i,t} \\
& + \beta_{14} DUAL_{i,t} + \beta_{15} AGE_{i,t} + \beta_{16} TENURE_{i,t} + \beta_{17} GENDER_{i,t} \\
& + \beta_{18} LNSIZE_{i,t} + \beta_{19} LNGDP_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (2)$$

本文假說三欲探討企業社會責任績效與總經理薪酬間之關係，是否受獨立董事特性影響，故於模型(1)加入了獨立董事比例(*BOARDIND*)與企業社會責任績效(*CSR*)的交乘項，如模型(3)³。

$$\begin{aligned}
LNCOMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 BOARDIND_{i,t} \times CSR_{i,t-1} + \beta_4 BOARDIND_{i,t} \\
& + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 RET_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 STDRET_{i,t} \\
& + \beta_{10} STDROA_{i,t} + \beta_{11} LNBOARD_{i,t} + \beta_{12} LSHR_{i,t} + \beta_{13} OWNERSHIP_{i,t} \\
& + \beta_{14} DUAL_{i,t} + \beta_{15} AGE_{i,t} + \beta_{16} TENURE_{i,t} + \beta_{17} GENDER_{i,t} \\
& + \beta_{18} LNSIZE_{i,t} + \beta_{19} LNGDP_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (3)$$

其中，CEO 薪酬 (*LNCOMP*) 為年報或公開說明書中揭露的 CEO 薪酬取自然對數衡量。CEO 薪酬一般包括貨幣性薪酬和股權薪酬，但股權激勵條約在中國大陸企業中較常是隱性契約，資料難以取得，且股權激勵政策在中國多用於互聯網公司，而互聯網公司一般在境外上市，故不在本文樣本選取範圍內。同時，企業授予高階經理人的選擇權價值較難準確評估價值，即使採用 Black-Scholes 選擇權定價模型，相關的參數資料也較難取得。故本文只選擇貨幣薪酬作為應變數的衡量。企業社會責任績效 (*CSR*) 為潤靈環球 (RKS) 資料庫對企業社會責任評級的總分。將潤靈環球的 2009 至 2015 年的評價分數，調整為對應的企業社會責任報告年份的分數，即 2009 至 2015 年的評價分數對應 2008 至 2014 年的企業社會責任績效，再使用 t-1 期的 *CSR* 作為自變數⁴。

在控制變數衡量方面，根據過往文獻，分別包括公司績效、公司風險、公司治理、總經理特徵及其他公司特徵，總共五個構面，分別說明如下。首先，過去研究指出市場績效與會計績效皆被廣泛運用為薪酬契約制定實之績效指標 (Lambert and Larcker, 1987; Jensen and Murphy, 1990)，本文以資產報酬率 (*ROA*) 作為會計績效，係以息前淨利除以總資產，企業的會計績效越好，說明企業的營運能力越好，CEO 管理有效，CEO 將會得到更多的報酬，預期符號方向為正。市場績效包含股票報酬率 (*RET*) 以及股價淨值比 (*MB*)，其中，股票報酬率 (*RET*) 以考慮現金股利再

³ 為了使迴歸係數更具解釋意義 (Aiken, West, and Reno, 1991; Cohen, Cohen, West, and Aiken, 2003)，及避免交乘項與低階變數的共線性問題，將模型(2)、(3)中交乘的兩個變數皆進行中心化，即原有變數減去平均值，再建構交乘項。

⁴ 敏感性分析使用 t 期 *CSR* 迴歸分析結果一致。

投資的年股票報酬率衡量；股價淨值比(*MB*)以股票市場價值⁵除以股東權益(*market to book ratio*)衡量企業的成長性，成長性高的企業相較於成長性低的企業其管理更複雜 (Smith and Watts, 1992)，會給予經理人更高的薪酬，預期 CEO 會得到更多的薪酬。

公司風險相關之控制變數則包括股票報酬波動率 (*STDRET*)、資產報酬率波動率 (*STDROA*) 以及財務槓桿 (*LEV*)。股票報酬波動率 (*STDRET*) 係以股票報酬率 (*RET*) 的三年度的標準差衡量企業的市場風險，經理人會對風險求償，風險越大，會要求得到越高的薪酬。Cyert, Kang, Kumar, and Shah (1997) 研究發現股票報酬率波動性越高的公司，高階經理人薪酬越高。Core, Holthausen, and Larcker (1999) 研究發現高階經理人薪酬與風險無顯著關係。Hogan and Sigler (1998) 則認為風險越大，公司的合理作法是以較低的薪酬懲罰高階經理人，薪酬與風險負相關。因而不對符號方向做預測；資產報酬率波動率 (*STDROA*) 係以資產報酬率 (*ROA*) 的三年度標準差衡量，與股票報酬波動率一致，係數的符號方向不做預測；財務槓桿 (*LEV*) 係以總負債除以總資產衡量公司的財務槓桿。Yermack (1995) 認為公司舉債越高，代表對 CEO 存在監督機制，因此負債與經理人薪酬呈負相關，預期符號為負。

在公司治理的變數則包括董事會規模 (*LNBOARD*)、獨立董事比例 (*BOARDIND*)、第一大股東持股比例 (*LSHR*) 以及 CEO 持股比例 (*OWNERSHIP*)。董事會規模 (*LNBOARD*) 係董事會人數取自然對數。董事會規模越大，董事會的監督效率越差，CEO 的權利越大 (Jensen, 1993; Yermack, 1996)，經理人獲得更高薪酬的可能性越大 (Core et al., 1999)，預期符號為正；獨立董事比例 (*BOARDIND*) 係以獨立董事人數除以董事會總人數得出，一般而言，獨立董事比例越高，董事會獨立性越好，越能有效降低經理人管理防禦 (*entrenchment*) 以及其他投機 (*opportunism*) 之行為，而使薪酬契約更有效率 (Conyon and He, 2011)，故預期符號為負。第一大股東持股比例 (*LSHR*) 越高，股權越集中，對公司的管理和監督效率越高 (Linck, Netter, and Yang, 2008)，預測第一大股東持股比例與 CEO 薪酬負相關。CEO 持股比例 (*OWNERSHIP*) 係以總經理期末的持股數除以總股數衡量，持股比例越高之 CEO 其利益與股東更為一致，能減輕代理問題，故 CEO 薪酬越低 (Cai et al., 2011)。然而，當經理人持股比例越高，其對於公司決策的影響力越大，其更能透過自身權利影響其薪酬制定，以至於享有過高之薪酬 (Bebchuk and Fried, 2004)，故不預期方向。CEO 是否兼任董事長 (*DUAL*) 為虛擬變數，若總經理與董事長為同一人則為 1；否則為 0，CEO 與董事長兩職合一會存在較嚴重之代理問題 (譚新民與劉善敏，2003；杜勝利與翟艷玲，2005；Yermack, 1996; Core et al., 1999)，CEO 的權利會更大，容易產生管理防禦，CEO 薪酬會更高，因此預期係數符號為正。

⁵ 股票市場價值係使用「(總股本-境內上市公司的外資股 B 股) × 收盤價 A 股當期值 + 境內上市的外資股 B 股 × B 股收盤價當期 × 當日匯率」計算得出。

在 CEO 特徵方面的變數包括 CEO 年齡 (*AGE*)、CEO 任期 (*TENURE*) 以及 CEO 性別 (*GENDER*)。其中，CEO 年齡 (*AGE*) 為 CEO 在職當年度的年齡，過去文獻發現 CEO 年齡與薪酬關係為一非線性關係，在特定年齡以前為顯著正向關係，達一定年齡以後此關係會減弱 (Gibbons and Murphy, 1992)，故本文不預測方向；CEO 任期 (*TENURE*) 係以 CEO 當年度已經擔任該企業 CEO 職位年數衡量。與年齡相似，CEO 擔任時間越長，經驗越足夠，越有可能獲得較高的薪酬。此外，CEO 在該公司擔任高階經理人時間越久，根基越紮實，從而更有權力影響自身的薪酬，提高薪酬 (Abernethy, Kuang, and Qin, 2014)，故預期 CEO 任期 (*TENURE*) 與薪酬正相關；CEO 性別 (*GENDER*) 為虛擬變數，若為男性者設為 1，女性設為 0。過往文獻發現女性高階經理人薪酬比男性高階經理人低 (Gibbons and Murphy, 1990; Joskow, Rose, Shepard, Meyer, and Peltzman, 1993; Bertrand and Hallock, 2001)，女性高階經理人薪酬存在天花板限制，故預期符號為正。

最後，其他公司特徵變數包括公司規模 (*LNSIZE*)、產權性質 (*SOE*) 及地區經濟發展程度 (*LNGDP*)。其中，公司規模 (*LNSIZE*) 係以企業總資產取自然對數作為公司規模的代理變數，據以控制公司規模對薪酬的影響。產權性質 (*SOE*) 為一虛擬變數，當企業為國有企業⁶時，設值為 1，否則為 0。國有企業的經理人薪酬存在約束 (陳冬華等人, 2005; 杜勝利與翟艷玲, 2005; Joskow et al., 1996)，故預期係數符號為負。地區經濟發展程度 (*LNGDP*) 係使用總公司所在地的人均 GDP 作為地區經濟發展程度的衡量變數控制地區的經濟效應，因經濟越發達的地區，薪酬水平越高。本文另加入年度與產業之固定效果，以考慮因時間與產業差異影響本文自變數對應變數之關係。所有變數的定義彙總於附錄 1。

肆、實證結果

一、敘述性統計

對總樣本的變數進行敘述性統計，結果如表 1。CEO 的平均薪酬對數 (*LNCOMP*) 為 13.226，換算為平均薪酬是 554,588 元人民幣 (約新台幣 2,429,095 元)，最小值 11.195，換算為薪酬最小值為 72,800 元人民幣 (約新台幣 318,863 元)，最大值 15.124，換算為最高薪酬為 3,699,988 元人民幣 (約新台幣 16,205,945 元)，可見，經理人薪酬最高最低差距頗大。企業社會責任績效 (*CSR*) 的平均分數為 35.30 分，最高 71.3 分，最低 18.7 分。從產權性質 (*SOE*) 看，樣本中有 62% 是國企，與 Li and Zhang (2010) 文中之 63.15% 相似。觀察樣本公司的公司治理，可知董事會規模對數

⁶ 本文依據過去文獻判斷企業的產權性質，若企業之最終控制股東為國資委，本文將其認定為國有企業 (Chen et al., 2018)。因政府可以透過金字塔結構或交叉持股之方式取得對一企業之控制，故並沒有確切的持股比例門檻定義是否取得控制權，且中國政府要求公司必須在年報揭露其最終控制股東，故本文以虛擬變數衡量之。

(*LNBOARD*) 的平均數是 2.213，即董事會規模平均為 9 人，分別與 Kato and Long (2006) 及 Conyon and He (2011) 文中之董事會規模平均 9.72 及 9.74 人相當。獨立董事 (*BOARDIND*) 平均比例是 36.9%，最小值是 30%，說明部分企業的獨立董事比例依舊沒有達到上市公司獨立董事指導意見中提出的三分之一獨立董事比例，第一四分位數和中位數均為 33.3%，即大部分企業的獨立董事人數均控制在符合指導意見的三分之一，此亦與 Conyon and He (2011) 文中自 2003 至 2005 連續三年之平均 33.51% 相類似。第一大股東持股比例 (*LSHR*) 平均是 38.4%，最小值僅有 9.8%，股權分散，最大值 76%，一股獨大。CEO 持股比例 (*OWNERSHIP*) 平均只有 1.9%，樣本中 50% 以上的 CEO 並未持股，說明大部分 CEO 是職業經理人，CEO 的股權較少。13.6% 的企業董事長和總經理兩職合一 (*DUAL*)，CEO 的平均年齡 (*AGE*) 是 49 歲，平均任期 (*TENURE*) 是 4.3 年，95% 的 CEO 是男性。

表 2 為產業別之 CSR 平均績效分布情形，由表可知，中國大陸產業目前仍以製造業為最多數，其中，以衛生與社會工業產業別之企業社會責任績效平均 55.11 為最好，與其產業特性有關，租賃和商務服務業平均 44.06 次之，顯示服務業相較於農業與製造業而言較需重視企業社會責任；農、林、牧、漁業之企業社會責任績效平均 27.89 為所有產業中最差，其他產業之 CSR 績效皆介於 31 到 40 之間，反映出企業社會責任績效受行業特性影響。

表 3 為 CSR 績效前後年度增減變化表，樣本期間之 CSR 績效平均為 35.25，其中只有 2009 年為 28.35 低於 30 以外，其他每年之 CSR 平均績效皆大於 30，另外，由表可以看出中國大陸政府從 2008 年開始強調企業社會責任的推動以來，其每年之企業社會責任績效逐年增加，顯見政府的推動對於企業執行社會責任有正面影響。

表 1 敘述性統計量

	樣本量	平均值	標準差	最小值	p25	p50	p75	最大值
<i>LNCOMP</i>	1982	13.226	0.718	11.195	12.788	13.250	13.642	15.124
<i>CSR</i>	1982	35.300	10.448	18.700	28.060	33.140	39.560	71.300
<i>SOE</i>	1982	0.620	0.485	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>BOARDIND</i>	1982	0.369	0.052	0.300	0.333	0.333	0.385	0.571
<i>ROA</i>	1982	0.054	0.046	-0.101	0.029	0.049	0.077	0.206
<i>MB</i>	1982	3.143	2.240	0.648	1.670	2.517	3.858	12.789
<i>RET</i>	1982	0.271	0.568	-0.518	-0.131	0.141	0.541	2.441
<i>LEV</i>	1982	0.474	0.205	0.056	0.320	0.487	0.638	0.863
<i>STDRET</i>	1982	0.477	0.375	0.022	0.214	0.364	0.634	1.829
<i>STDROA</i>	1982	0.017	0.019	0.001	0.006	0.011	0.020	0.110
<i>LNBOARD</i>	1982	2.213	0.199	1.609	2.197	2.197	2.303	2.708
<i>LSHR</i>	1982	0.384	0.152	0.098	0.256	0.386	0.503	0.760
<i>OWNERSHIP</i>	1982	0.019	0.069	0.000	0.000	0.000	0.000	0.449
<i>DUAL</i>	1982	0.136	0.343	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>AGE</i>	1982	48.962	5.662	35.000	45.000	49.000	52.000	63.000
<i>TENURE</i>	1982	4.338	3.138	1.000	2.000	3.000	6.000	13.000
<i>GENDER</i>	1982	0.951	0.216	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>LNSIZE</i>	1982	15.783	1.317	13.227	14.849	15.644	16.641	19.258
<i>LNGDP</i>	1982	10.859	0.450	9.706	10.513	10.899	11.210	11.576

註：變數定義：*LNCOMP*為CEO貨幣薪酬取自然對數；*CSR*為潤靈環球企業社會責任評分；*SOE*為企業性質之虛擬變數，若企業的實際控制人是國資委則為1，否則為0；*BOARDIND*為獨立董事比例；*ROA*為息前淨利除以總資產；*MB*為公司成長性，以市場價值除以股東權益衡量之；*RET*為市場績效，以考慮現金股利再投資的年股票報酬率衡量之；*LEV*為財務槓桿，以總負債除以總資產衡量之；*STDRET*為股票報酬波動率，以考慮現金股利的年股票報酬率的三年標準差衡量之；*STDROA*為資產報酬率波動率，以資產報酬率的三年標準差衡量之；*LNBOARD*為董事會規模，以董事會總人數取對數衡量之；*LSHR*為第一大股東持股比例；*OWNERSHIP*為CEO持股比率，以CEO持股占當期總股數比例(%)衡量之；*DUAL*為CEO是否兼任董事長之虛擬變數，當CEO兼任董事長時為1，否則為0；*AGE*為CEO當年之年齡；*TENURE*為CEO在職年數；*GENDER*為CEO性別之虛擬變數，若CEO是男性時為1，女性為0；*LNSIZE*為為公司規模，以總資產取自然對數衡量之；*LNGDP*為地區經濟發展程度，以公司所在地的平均每人GDP取自然對數衡量之。

表 2 產業別之 CSR 平均績效分布情形

產業類別	樣本量	平均值	標準差	最小值	p25	p50	p75	最大值
農、林、牧、漁業	37	27.91	5.48	18.70	24.03	28.01	31.88	43.82
採礦業	73	37.16	11.70	18.70	29.80	34.96	39.43	69.19
製造業	1226	34.66	9.81	18.70	27.78	32.76	38.93	71.30
電力、熱力、燃氣及水的生產和供應業	128	37.55	10.34	20.96	30.70	35.08	42.13	71.30
建築業	51	39.35	12.67	19.93	31.33	35.98	42.53	71.30
批發和零售業	93	38.55	11.93	19.13	29.03	37.06	46.01	71.30
交通運輸、倉儲和郵政業	151	36.51	12.86	18.70	28.55	32.73	39.24	71.30
住宿和餐飲業	6	37.24	5.07	31.92	33.26	36.62	39.87	45.16
信息傳輸、軟件和信息技術服務業	59	34.68	8.64	18.70	28.39	33.90	39.99	63.40
房產業	85	33.47	10.16	18.70	26.11	32.41	38.12	57.11
租賃和商務服務業	7	44.06	14.33	24.34	29.99	43.06	56.45	65.78
水利、環境和公共設施管理業	19	37.22	5.99	21.58	33.26	36.06	41.82	48.10
衛生和社會工作業	3	55.11	5.07	51.64	51.64	52.76	60.92	60.92
文化、體育和娛樂業	15	31.48	5.52	21.93	27.62	31.07	34.94	40.88
綜合	29	32.89	12.55	18.70	22.89	31.17	38.76	65.98
Total	1982	35.25	10.45	18.70	28.06	33.14	39.56	71.30

表 3 CSR 績效前後年度增減變化表

年度	樣本量	平均值	標準差	最小值	p25	p50	p75	最大值
2009	162	28.44	8.02	18.70	23.53	27.03	31.37	64.86
2010	236	30.82	9.56	18.70	24.74	28.10	33.62	71.30
2011	248	32.48	11.05	18.70	24.91	29.62	36.70	71.30
2012	324	34.69	10.49	18.70	27.98	32.13	37.48	71.30
2013	344	36.89	9.92	18.70	30.39	34.54	40.00	71.30
2014	333	38.24	9.55	19.70	31.54	35.92	42.95	71.30
2015	335	39.60	9.53	19.93	33.22	37.90	43.52	71.30
Total	1,982	35.25	10.45	18.70	28.06	33.14	39.56	71.30

二、相關係數

由表 4 的相關係數可以初步看出，CEO 薪酬 (*LNCOMP*) 與企業社會責任績效呈正相關，與假說一相符。而國企的企業社會責任績效顯著較好，顯示中國大陸政府推動企業社會責任之成效在國企更為明顯。至於 CEO 薪酬與各控制變數間之相關係數，大體上呈現與過去文獻相同的結果，分別與公司績效 (*ROA*)、CEO 是否兼任董事長 (*DUAL*)、公司規模 (*LNSIZE*) 及地區經濟發展程度 (*LNGDP*) 具有正相關；與財務槓桿 (*LEV*) 及 CEO 持股比例 (*OWNERSHIP*) 具有一定程度負相關。CSR 績效與 SOE 呈顯著正相關，與 Chen et al. (2018) 發現之國有企業相較於非國有企業更有遵守中國政府要求揭露企業社會責任相關活動之使命結果相一致。在各變數間共線性檢測方面，除了財務槓桿 (*LEV*) 和公司規模 (*LNSIZE*) 的相關係數 0.517，市場績效 (*RET*) 和市帳比 (*MB*) 的相關係數 0.431，企業規模 (*LNSIZE*) 和市帳比 (*MB*) 的相關係數 -0.411，CEO 持股比例 (*OWNERSHIP*) 和 CEO 是否兼任董事長 (*DUAL*) 的相關係數 0.422，其他相關係數都小於 0.4。為了進一步檢驗是否有多重共線性問題，本文的每一次迴歸分析皆進行 VIF 測試，VIF 皆小於 4，均值小於 2，皆低於臨界值 10，因此不存在嚴重的多重共線性問題 (Kennedy, 1992)。表 4 相關係數表為單變量測試之初步結果，尚未考慮其他控制變數對於 CEO 薪酬之影響，故較完整之推論須俟後續迴歸模型檢測的估計結果而定。

表 4 相關係數表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(1)LNCOMP	1.000																	
(2)CSR	0.202***	1.000																
(3)SOE	-0.016	0.104***	1.000															
(4)BOARDIND	-0.034	0.018	-0.009	1.000														
(5)ROA	0.234***	0.007	-0.140***	-0.042*	1.000													
(6)MB	-0.038*	-0.086***	-0.205***	0.026	0.193***	1.000												
(7)RET	-0.042*	-0.041*	-0.087***	0.004	0.051**	0.431***	1.000											
(8)LEV	-0.060***	0.092***	0.002	0.247***	-0.331***	-0.177***	-0.028	1.000										
(9)STDRET	-0.081***	-0.244***	0.028	0.003	0.060***	0.234***	0.356***	0.078***	1.000									
(10)STDROA	-0.094***	-0.066***	-0.050**	-0.003	-0.139***	0.189***	0.020	-0.117***	0.109***	1.000								
(11)LNBOARD	0.091***	0.102***	0.247***	-0.332***	0.026	-0.144***	-0.069***	0.124***	0.028	-0.025	1.000							
(12)LSHR	-0.028	0.114***	0.277***	0.077***	0.009	-0.076***	-0.012	0.056**	0.005	-0.031	-0.010	1.000						
(13)OWNERSHIP	-0.072***	-0.022	-0.336***	-0.011	0.022	0.178***	0.049**	-0.173***	-0.033	0.047**	-0.087***	-0.081***	1.000					
(14)DUAL	0.072***	-0.019	-0.306***	0.026	0.042*	0.092***	0.050**	-0.141***	-0.026	0.036*	-0.158***	-0.103***	0.422***	1.000				
(15)AGE	0.115***	0.092***	0.154***	0.063***	-0.019	-0.044**	-0.025	0.010	-0.095***	-0.003	-0.071***	0.089***	-0.040*	0.129***	1.000			
(16)TENURE	0.165***	0.137***	-0.144***	0.046**	0.024	-0.018	0.023	-0.089***	-0.324***	-0.039*	-0.004	-0.122***	0.069***	0.085***	0.217***	1.000		
(17)GENDER	-0.044**	-0.002	0.073***	-0.010	-0.043*	-0.014	-0.002	0.015	0.015	-0.012	0.076***	0.019	0.000	0.022	0.004	-0.036*	1.000	
(18)LNFSIZE	0.317***	0.352***	0.333***	0.046**	0.002	-0.411***	-0.101***	0.517***	-0.065***	-0.147***	0.287***	0.295***	-0.217***	-0.128***	0.131***	0.002	0.013	1.000
(19)LNNGDP	0.267***	0.183***	-0.060***	-0.027	-0.028	-0.010	-0.002	-0.0250	-0.251***	-0.090***	-0.083***	0.100***	0.037*	0.063***	0.067***	0.123***	0.046*	0.083***

註：表中*、**、***分別表示10%、5%、1%的顯著水準，雙尾。變數定義請參考附錄。

三、假說檢定

首先，使用模型(1)進行 OLS 迴歸分析，檢驗假說一，再分別加入交乘項 $CSR \times SOE$ 和 $CSR \times BOARDIND$ 到模型(2)和(3)中進行迴歸分析，檢驗假說二及假說三，迴歸分析結果列於表 5。

假說一預測企業社會責任績效越好，CEO 獲得的薪酬越多，從表 5 模型(1)可以看出，企業社會責任績效 (CSR) 的係數為 0.004 ($p < 0.05$)，與假說一一致。模型(2)中， SOE 係數為負，說明國有企業存在薪酬約束，但不顯著，產權性質與企業社會責任績效的交乘項 ($CSR \times SOE$) 係數為 -0.005，達 10% 的顯著水準，說明相較於非國有企業，在國有企業中，即使 CEO 積極履行企業社會責任，也會被認為是理所當然而不會獲得更多的薪酬，亦即企業社會責任績效與 CEO 薪酬的正相關關係在非國有企業中比國有企業更強，假說二獲得支持⁷。模型(3)中，獨立董事比例與企業社會責任績效的交乘項 ($CSR \times BOARDIND$) 係數為 -0.034，在 10% 的顯著水準上不顯著，假說三未獲支持，可能是因為獨立董事認為 CEO 對企業社會責任的投資並非出於公司的利益考慮，從而即使企業社會責任做得好，CEO 薪酬依舊不會增加，也可能是因為獨立董事並未重視企業社會責任，未將企業社會責任的履行納入考量 CEO 薪酬的指標 (Rose, 2007)⁸。

在控制變數上，變數的係數方向大致與預期相符。會計績效 (ROA)、成長性 (MB) 與 CEO 薪酬在顯著正相關 ($p < 0.01$)。市場績效 (RET) 係數為負，與預期方向不一致，可能是因為中國大陸的股票市場存在高度投機成分，市場績效無法完全反應公司的績效。財務槓桿 (LEV) 的係數為 -0.226 ($p < 0.01$)，說明債權人對 CEO 存在監督作用，負債越高，CEO 的薪酬越低。股票報酬波動率 ($STDRET$) 與 CEO 薪酬呈正相關 ($p < 0.05$)，說明 CEO 面對的風險會從其薪酬獲得補償，風險越大，薪酬越高。從公司的治理上看，董事會規模 ($LNBOARD$) 的係數為正，但不顯著，第一大股東持股比例 ($LSHR$) 係數為 -0.608 ($p < 0.01$)，說明股權的集中，會使大股東對企業 CEO 更有監督的需求和行動，從而抑制 CEO 的高額薪酬。CEO 持股比例 ($OWNERSHIP$) 係數為 -0.843 ($p < 0.01$)，說明了 CEO 持股比例越高，與股東利益越一致，CEO 會領取的薪酬越少。CEO 兼任董事長 ($DUAL$) 的係數為 0.177 ($p < 0.01$)，說明 CEO 兼任董事長，CEO 的權利越大，薪酬越高。CEO 的年齡 (AGE)、任期 ($TENURE$)、企業規模 ($LNSIZE$)、地區經濟發展程度 ($LNGDP$) 係數皆顯著為正 ($p < 0.01$)。

⁷ 若不使用交乘項，而將全樣本區分為國有企業 ($SOE=1$) 和非國有企業 ($SOE=0$) 測試假說二，則 CSR 之係數皆顯著為正，但兩樣本之迴歸係數檢定顯示在非國有企業樣本之 CSR 係數 0.010 顯著高於國有企業樣本之 CSR 係數 0.003，與本文假說二之預期結果相符。

⁸ 本文進一步將樣本區分為國有企業 ($SOE=1$) 和非國有企業 ($SOE=0$)，對假說三進行測試，檢視 $CSR \times BOARDIND$ 的效果是否會因企業性質而有不同，未製表的結果顯示此交乘項的係數在兩組樣本中均未達顯著水準。

表 5 CEO 薪酬與企業社會責任績效迴歸分析結果

變數 名稱	預期 方向	LNCOMP		
		(1)	(2)	(3)
CSR	+	0.004** (2.35)	0.007*** (2.59)	0.003** (2.32)
SOE	-	-0.047 (-1.22)	-0.055 (-1.41)	-0.046 (-1.17)
CSR×SOE	-		-0.005* (-1.71)	
BOARDIND	-	-0.552* (-1.89)	-0.527* (-1.80)	-0.540* (-1.85)
CSR×BOARDIND	+			-0.034 (-1.38)
ROA	+	3.073*** (8.05)	3.056*** (7.98)	3.079*** (8.07)
MB	+	0.036*** (4.28)	0.035*** (4.19)	0.036*** (4.30)
RET	+	-0.122*** (-3.31)	-0.121*** (-3.28)	-0.123*** (-3.34)
LEV	?	-0.226** (-2.25)	-0.224** (-2.23)	-0.228** (-2.27)
STDRET	?	0.107** (2.18)	0.109** (2.23)	0.109** (2.22)
STDROA	?	-0.139 (-0.17)	-0.113 (-0.14)	-0.145 (-0.18)
LNBOARD	+	0.121 (1.48)	0.128 (1.56)	0.120 (1.47)
LSHR	-	-0.608*** (-5.47)	-0.598*** (-5.39)	-0.609*** (-5.46)
OWNERSHIP	?	-0.843*** (-3.97)	-0.844*** (-3.97)	-0.842*** (-3.95)
DUAL	+	0.177*** (3.73)	0.173*** (3.65)	0.178*** (3.76)
AGE	?	0.007** (2.56)	0.007*** (2.67)	0.007** (2.57)
TENURE	+	0.022*** (3.95)	0.021*** (3.78)	0.022*** (3.94)
GENDER	+	-0.133 (-1.55)	-0.148* (-1.71)	-0.134 (-1.56)
LNSIZE	+	0.207*** (11.91)	0.208*** (11.93)	0.209*** (12.01)
LNGDP	+	0.346*** (10.20)	0.348*** (10.30)	0.348*** (10.25)
Intercept	?	5.475*** (11.26)	5.547*** (11.36)	5.554*** (11.36)
Year		Yes	Yes	Yes
Industry		Yes	Yes	Yes
N		1,982	1,982	1,982
Adj. R ²		0.303	0.304	0.303
F值		21.60***	21.21***	21.20***

註：括號內為t值。*：表示達10%的顯著水準；**：表示達5%的顯著水準；***：表示達1%的顯著水準。
變數定義請參考附錄。

伍、增額測試

CEO 薪酬與企業社會責任績效的關係，可能存在內生性問題。因此，本文使用二階段迴歸分析(2SLS)處理內生性問題。以社會責任績效產業中位數(*Median_CSR*)以及前期地區經濟發展程度(*LNGDP_{t-1}*)作為企業社會責任績效(*CSR*)工具變數，2SLS 迴歸方程式如模型(4)、(5)， $\hat{CSR}_{i,t-1}$ 為第一階段(模型(4))得出的預期的企業社會責任績效。首先進行 Durbin-Wu-Hausman 檢驗，將模型(4)的殘差(*RES*)加入模型(1)中，進行迴歸分析，殘差項(*RES*)係數為 0.01 ($t=0.10$)，係數檢定結果也未拒絕殘差項係數為 0 (F 統計量=0.01, p 值=0.918)，說明統計上不存在內生性問題，但從理論上而言無法排除有內生性的可能，因此針對假說一的部分使用模型(4)、(5)進行 2SLS 的迴歸分析；假說二與假說三則分別於模型(4)與模型(5)考慮 $CSR \times SOE$ 及 $CSR \times BOARDIND$ 二交乘項。

$$\begin{aligned} CSR_{i,t-1} = & \alpha_0 + \alpha_1 Median_CSR_{i,t-1} + \alpha_2 LNGDP_{i,t-1} + \alpha_3 SOE + \alpha_4 BOARDIND_{i,t} \\ & + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 MB_{i,t} + \alpha_7 RET_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \alpha_9 STDRET_{i,t} \\ & + \alpha_{10} STDROA_{i,t} + \alpha_{11} LNBOARD_{i,t} + \alpha_{12} LSHR_{i,t} + \alpha_{13} OWNERSHIP_{i,t} \\ & + \alpha_{14} DUAL_{i,t} + \alpha_{15} AGE_{i,t} + \alpha_{16} TENURE_{i,t} + \alpha_{17} GENDER_{i,t} \\ & + \alpha_{18} LNSIZE_{i,t} + \alpha_{19} LNGDP_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + RES_{i,t-1} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} LNCOMP_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \hat{CSR}_{i,t-1} + \beta_2 SOE_{i,t} + \beta_3 BOARDIND_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} \\ & + \beta_6 RET_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 STDRET_{i,t} + \beta_9 STDROA_{i,t} \\ & + \beta_{10} LNBOARD_{i,t} + \beta_{11} LSHR_{i,t} + \beta_{12} OWNERSHIP_{i,t} + \beta_{13} DUAL_{i,t} \\ & + \beta_{14} AGE_{i,t} + \beta_{15} TENURE_{i,t} + \beta_{16} GENDER_{i,t} + \beta_{17} LNSIZE_{i,t} \\ & + \beta_{18} LNGDP_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

兩階段迴歸分析結果如表 6。表 6 Panel A 列示第一階段結果，二工具變數皆達 10% 以上顯著水準，另外，透過工具變數聯合檢定結果可知工具變數選擇尚屬恰當。表 6 Panel B 第一欄列示假說一的第二階段實證結果，企業社會責任績效(*CSR*)係數為 0.014，與 CEO 薪酬顯著正相關，表示在考慮 *CSR* 績效可能為內生變數之情形後，企業社會責任越好，CEO 薪酬越高，此結果與主測試一致。然而，表 6 Panel B 第二欄顯示 $CSR \times SOE$ 係數為 0.003 並未達 10% 以上顯著水準，說明假說二在考慮內生性問題後，假說並未獲得支持；表 6 Panel B 第三欄顯示 $CSR_{t-1} \times BOARDIND$ 在第二階段發現與主測試一樣，獨立董事比例越高並未加強企業社會責任績效被列入薪酬契約的強度，顯示獨立董事並未重視企業社會責任之績效。針對工具變數選擇之外生性檢定方面，從第一欄實證結果之 $Adj. R^2$ 為 0.278, F 值為 44.22, 大於 7.25, 可排除是弱工具變數之可能性 (Stock and Yogo, 2005)，表示所選取之工具變數和第二階段方程式(5)中之誤差項間無相關性，符合工具變數外生之要求。

表 6 2SLS 迴歸分析結果

Panel A: 第一階段迴歸結果			
變數名稱	CSR	CSR×SOE	CSR×BOARDIND
Median_CSR	0.744*** (12.83)	-0.128* (-1.80)	-0.325*** (-16.01)
LNGDP	18.570*** (3.37)	15.603*** (3.36)	-1.351*** (-3.71)
Median_CSR×SOE		0.914*** (10.94)	
Median_CSR×BOARDIND			0.876*** (16.11)
LNGDP×SOE		1.209 (1.39)	
LNGDP×BOARDIND			3.825*** (8.06)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
N	1,982	1,982	1,982
Adj. R ²	0.278	0.269	0.213
F 值	44.22 (0.00)***	34.27 (0.00)***	25.27 (0.00)***
工具變數聯合檢定	26.39 (0.00)***	74.95 (0.00)***	24.68 (0.00)***
Panel B: 第二階段迴歸結果			
	LNCOMP		
	H1	H2	H3
CSR	0.014* (1.86)	0.001 (0.11)	0.003 (0.38)
SOE	-0.061* (-1.78)	-0.041 (-1.02)	-0.043 (-1.10)
CSR×SOE		0.003 (0.49)	
BOARDIND	-0.634** (-2.32)	-0.575* (-1.93)	-0.508* (-1.72)
CSR×BOARDIND			-0.096 (-1.62)
ROA	3.915*** (11.35)	3.084*** (8.06)	3.107*** (8.08)
MB	0.001 (0.28)	0.036*** (4.00)	0.036*** (3.98)
RET	-0.062** (-2.03)	-0.120*** (-3.15)	-0.122*** (-3.22)
LEV	-0.093 (-1.03)	-0.225** (-2.11)	-0.219** (-2.06)

表 6 2SLS 迴歸分析結果(續)

	<i>LNCOMP</i>		
	H1	H2	H3
<i>STDRET</i>	0.113*** (2.66)	0.104** (2.03)	0.111** (2.15)
<i>STDROA</i>	0.210 (0.31)	-0.151 (-0.18)	-0.175 (-0.21)
<i>LNBOARD</i>	0.075 (0.98)	0.115 (1.31)	0.116 (1.33)
<i>LSHR</i>	-0.538*** (-5.86)	-0.612*** (-5.47)	-0.608*** (-5.43)
<i>OWNERSHIP</i>	-0.766*** (-4.10)	-0.843*** (-3.81)	-0.823*** (-3.72)
<i>DUAL</i>	0.219*** (5.10)	0.178*** (3.72)	0.180*** (3.80)
<i>AGE</i>	0.011*** (4.65)	0.007** (2.46)	0.007*** (2.60)
<i>TENURE</i>	0.020*** (4.00)	0.023*** (3.83)	0.022*** (3.84)
<i>GENDER</i>	-0.111 (-1.42)	-0.125 (-1.43)	-0.135 (-1.55)
<i>LNSIZE</i>	0.168*** (7.04)	0.207*** (6.81)	0.211*** (6.97)
<i>LNGDP</i>	0.407*** (13.24)	0.344*** (9.94)	0.352*** (10.21)
Intercept	5.583*** (8.86)	5.785*** (12.66)	5.447*** (7.25)
N	1,982	1,982	1,982
Adj. R ²	0.390	0.301	0.302
F值	23.18 (0.00)***	20.98 (0.00)***	21.22 (0.00)***

註：括號內為t值。*：表示達10%的顯著水準；**：表示達5%的顯著水準；***：表示達1%的顯著水準。變數定義參考附錄。

陸、結論與建議

本文研究中國大陸企業社會責任績效對 CEO 薪酬的影響，並進一步探討國有企業與非國有企業中企業社會責任績效對 CEO 薪酬的影響差別，及獨立董事比例對企業社會責任績效與 CEO 薪酬關係的調節作用。

以中國大陸 2009-2015 年上市公司為樣本，使用潤靈環球責任評級資料庫 2009 至 2015 年企業社會責任資料，研究結果發現，企業社會責任績效與 CEO 薪酬呈顯著正相關，這種正相關關係在非國有企業中比國有企業更強，假說一及假說二獲得支持。而企業社會責任做得好，獨立董事並不會給予 CEO 越高的薪酬，假說三不獲支持，可能是因為獨立董事認為 CEO 對企業社會責任的投資並非出於公司的利益

考慮，從而即使企業社會責任做得好，CEO 薪酬依舊不會增加，也可能是因為獨立董事並未重視企業社會責任，未將企業社會責任的履行納入考量 CEO 薪酬的指標 (Rose, 2007)。

此外，本文亦針對 CSR 績效可能為內生的情況做增額測試，使用企業社會責任績效中位數與前期地區經濟發展程度做為外生工具變數進行 2SLS 迴歸分析，於第一階段除了上述二工具變數以外，並加入第二階段之控制變數做為第一階段迴歸式，處理企業社會責任績效與 CEO 薪酬的內生性問題。假說一之 2SLS 分析結果與主測試一致，亦即本文所推論並發現之 CSR 績效與 CEO 薪酬呈現正向顯著關係並沒有受 CSR 績效為內生變數而影響。

本研究存在以下限制。首先，本文使用了潤靈環球責任評級 RKS 和國泰安 CSMAR 兩個資料庫，由於觀察值的缺失，剔除了很多的觀察值，本研究的樣本代表性因而受到影響。並且有些高階經理人薪酬為 0，因紀律檢察、薪酬約束等原因，其薪酬可能來自於其他關聯企業或以其他方式發放，剔除掉該部分資料也可能存在選擇性偏誤。RKS 資料庫依賴於企業社會責任報告書，而企業社會責任報告存在一定程度的報喜不報憂。因而，在企業社會責任績效評價上可能有一定的衡量誤差。

再者，由於中國大陸的高階經理人的股票選擇權薪酬較難衡量，所以本文未將股票選擇權包含在 CEO 的薪酬內，未來的研究可以考慮尋找一種衡量股票選擇權薪酬的方法，加入股票選擇權，更全面地研究高階經理人薪酬問題。

最後，影響 CEO 薪酬的因素甚多，產權特性、所處區域與行業特性皆為影響因素，本文雖已利用控制變數試圖降低干擾效果 (confounding effect)，但礙於資料取得限制，無法一一納入考量加以測試，故仍無法排除有遺漏變數的可能而影響本文的推論，此亦乃本文之研究限制。

參考文獻

- 王新、李彥霖與李方舒，2015，企業社會責任與經理人薪酬激勵有效性研究—戰略性動機還是卸責藉口？會計研究，第 10 期：51-58。
- 吉利與吳萌，2016，企業社會責任與高管薪酬辯護，廈門大學學報（哲學社會科學版），第 6 期：116-125。
- 李維安與邱艾超，2010，民營企業治理轉型、政治聯繫與公司業績，管理科學，第 4 期：2-14。
- 杜勝利與翟艷玲，2005，總經理年度報酬決定因素的實證分析—以我國上市公司為例，管理世界，第 8 期：114-120。
- 唐松與孫錚，2014，政治關聯，高管薪酬與企業未來經營績效，管理世界，第 5 期：93-105。
- 陳冬華、陳信元與萬華林，2005，國有企業中的薪酬管制與在職消費，經濟研究，第 2 期：92-101。
- 陳振遠、張智堯、王蘭芬與李文智，2004，應用 Ohlson 會計評價模型探究公司治理之價值攸關性-以台灣上市公司電子業為例，臺大管理論叢，第 15 期：123-141。
- 陳智與徐廣成，2011，中國企業社會責任影響因素研究—基於公司治理視角的實證分析，軟科學，第 4 期：106-116。
- 蔡柳卿，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，第 44 期：61-94。
- 黎文靖，2012，所有權類型，政治尋租與公司社會責任報告：一個分析性框架，會計研究，第 1 期：81-88。
- 譚新民與劉善敏，2003，上市公司經營者報酬結構性差異的實證研究，經濟研究，第 8 期：55-63。
- 羅黨論與劉曉龍，2009，政治關係、進入壁壘與企業績效—來自中國民營上市公司的經驗證據，管理世界，第 5 期：97-106。
- 蘇然，2016，CEO 背景特徵，CEO 薪酬與企業自願性社會責任，現代財經：天津財經學院學報，第 11 期：76-88。
- Abernethy, M. A., Y. F. Kuang, and B. Qin. 2014. The influence of CEO power on compensation contract design. *The Accounting Review* 90 (4): 1265-1306.
- Adhikari, A., C. Derashid, and H. Zhang. 2006. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (5): 574-595.
- Aiken, L. S., S. G. West, and R. R. Reno. 1991. *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*. London: Sage Press.

- Bansal, P., and K. Roth. 2000. Why companies go green: A model of ecological responsiveness. *Academy of Management Journal* 43 (4): 717-736.
- Bebchuk, L., and J. Fried. 2004. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bebchuk, L., M. Cremers, and U. Peyer. 2011. The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics* 102 (1): 199-221.
- Bertrand, M., and K. F. Hallock. 2001. The gender gap in top corporate jobs. *Industrial and Labor Relations Review* 55 (1): 3-21.
- Bowman, E. H., and M. Haire. 1975. A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review* 18 (2): 49-58.
- Brammer, S., and A. Millington. 2005. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis. *Journal of Business Ethics* 61 (1): 29-44.
- Cai, Y., H. Jo, and C. Pan. 2011. Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics* 104 (2): 104-173.
- Callan, S. J., and J. M. Thomas. 2011. Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: A multi-equation framework. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 18 (6): 332-351.
- Chen, Y. C., M. Hung, and Y. Wang. 2018. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics* 65 (1): 169-190.
- Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven. 2008. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics* 88 (3): 554-580.
- Cohen, J., P. Cohen, S. G. West, and L. S. Aiken. 2003. *Applied Multiple Correlation/Regression Analysis for The Behavioral Sciences*. UK: Taylor & Francis.
- Conyon, M. J., and L. He. 2011. Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance* 17 (4): 1158-1175.
- Coombs, J. E., and K. M. Gilley. 2005. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: Main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal* 26 (9): 827-840.
- 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.
- Cyert, R., S. Kang, P. Kumar, and A. Shah. 1997. Corporate governance and the level of CEO compensation. Working Paper, Carnegie Mellon University.

- Deckop, J. R., K. K. Merriman, and S. Gupta. 2006. The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management* 32 (3): 329-342.
- Du, F., G. Tang, and S. M. Young. 2012. Influence activities and favoritism in subjective performance evaluation: Evidence from Chinese state-owned enterprises. *The Accounting Review* 87 (5): 1555-1588.
- Fabrizi, M., C. Mallin, and G. Michelon. 2014. The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 124 (2): 311-326.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics* 84 (2): 330-357.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy. 1990. Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial and Labor Relations Review* 43 (3): 30-51.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy. 1992. Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence. *Journal of Political Economy* 100 (3): 468-505.
- Goldman, E., J. Rocholl, and J. So. 2013. Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance* 17 (5): 1617-1648.
- Groves, T., Y. Hong, J. McMillan, and B. Naughton. 1995. China's evolving managerial labor market. *Journal of Political Economy* 103 (4): 873-892.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review* 9 (2): 193-206.
- Himmelberg, C., G. Hubbard, and D. Palia. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Finance and Economics* 53 (3): 353-384.
- Hogan, S., and K. Sigler. 1998. The CEO pay-performance relationship: Pooled vs. industry models. *Managerial Finance* 24 (2): 59-77.
- Hong, B., Z. Li, and D. Minor. 2016. Corporate governance and executive compensation for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 136 (1): 199-213.
- Hung, M., T. J. Wong, and T. Zhang. 2012. Political considerations in the decision of Chinese SOEs to list in Hong Kong. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1-2): 435-449.
- 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 K. J. Murphy. 1990. Performance, pay, and top management incentives. *Journal of Political Economy* 98 (3): 225-264.

- Jiang, F., T. Zalan, H. M. Herman, and J. Shen. 2018. Mapping the relationship among political ideology, CSR mindset, and CSR strategy: A contingency perspective applied to Chinese managers. *Journal of Business Ethics* 147 (2): 419-444.
- Jiang, L., C. Lin, and P. Lin. 2014. The determinants of pollution levels: Firm-level evidence from Chinese manufacturing. *Journal of Comparative Economics* 42 (1): 118-142.
- Joskow, P. L., N. L. Rose, A. Shepard, J. R. Meyer, and S. Peltzman. 1993. Regulatory constraints on CEO compensation. *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* 1993 (1): 1-72.
- Joskow, P. L., N. L. Rose, and C. D. Wolfram. 1996. Political constraints on executive compensation: Evidence from the electric utility industry. *The RAND Journal of Economics* 27 (1): 165-182.
- Kato, T., and C. Long. 2006. Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges. *Economic Development and Cultural Change* 54 (4): 945-983.
- Kennedy, P. 1992. *A Guide to Econometrics*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Lambert, R. A., and D. F. Larcker. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research* 25: 85-129.
- Li, W., and R. Zhang. 2010. Corporate social responsibility, ownership structure, and political interference: Evidence from China. *Journal of Business Ethics* 96 (4): 631-645.
- Linck, J. S., J. M. Netter, and T. Yang. 2008. The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics* 87: 308-328.
- Mahoney, L. S., and L. Thorne. 2005. Corporate social responsibility and long-term compensation: Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics* 57 (3): 241-253.
- Mahoney, L. S., and L. Thorne. 2006. An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: A Canadian investigation. *Journal of Business Ethics* 69 (2): 149-162.
- McGuire, J., A. Sundgren, and T. Schneeweis. 1988. Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal* 31 (4): 854-872.
- McGuire, J., J. Oehmichen, M. Wolff, and R. Hilgers. 2017. Do contracts make them care? The impact of CEO compensation design on corporate social performance. *Journal of Business Ethics*. Forthcoming.
- McGuire, J., S. Dow, and K. Argheyd. 2003. CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics* 45 (4): 341-359.
- Rose, J. M. 2007. Corporate directors and social responsibility: Ethics versus shareholder value. *Journal of Business Ethics* 73 (3): 319-331.

- Said, R. Z., H. Yuserrie, and H. Haron. 2009. The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal* 5 (2): 212-226.
- Schnietz, K. E., and M. J. Epstein. 2005. Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis. *Corporate Reputation Review* 7 (4): 327-345.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1994. Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics* 109 (4): 995-1025.
- Smith Jr, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (3): 263-292.
- Stock, J. H., and M. Yogo. 2005. Testing for weak instruments in linear IV regression. In *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas Rothenberg*, edited by D. W. K., Andrews, and J. H. Stock, 80-108. New York, NY: Cambridge University Press.
- Vilanova, M., J. M. Lozano, and D. Arenas. 2009. Exploring the nature of the relationship between CSR and competitiveness. *Journal of Business Ethics* 87 (1): 57-69.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4): 303-319.
- Wernerfelt, B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5 (2): 171-180.
- Yermack, D. 1995. Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics* 39 (2-3): 237-269.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185-211.
- Zhao, M. 2012. CSR-based political legitimacy strategy: Managing the state by doing good in China and Russia. *Journal of Business Ethics* 111 (4): 439-460.

附錄 變數定義表

變數類型	變數名稱	變數符號	變數定義
應變數	CEO 貨幣薪酬	<i>LNCOMP</i>	CEO 貨幣薪酬的自然對數
自變數	企業社會責任績效	<i>CSR</i>	潤靈環球企業社會責任評分
控制變數			
公司績效	會計績效	<i>ROA</i>	息前淨利/總資產
	市場績效	<i>RET</i>	考慮現金股利再投資的年股票收益率
公司風險	成長性	<i>MB</i>	市場價值/股東權益
	股票報酬波動率	<i>STDRET</i>	考慮現金股利的年股票報酬率的三年標準差
	資產報酬率波動率	<i>STDROA</i>	資產報酬率的三年標準差
	財務槓桿	<i>LEV</i>	總負債/總資產
公司治理	董事會規模	<i>LNBOARD</i>	董事會總人數的對數
	獨立董事比例	<i>BOARDIND</i>	獨立董事人數/董事會總人數
	第一大股東持股比例	<i>LSHR</i>	第一大股東持股數/當期總數
	CEO 持股比率	<i>OWNERSHIP</i>	CEO 持股占當期總股數比例 (%)
CEO 特徵	CEO 是否兼任董事長	<i>DUAL</i>	若 CEO 兼任董事長，設為 1，否則為 0
	CEO 年齡	<i>AGE</i>	CEO 當年度年齡
	CEO 任期	<i>TENURE</i>	CEO 在職年數
其他公司特徵	CEO 性別	<i>GENDER</i>	若 CEO 是男性，設為 1；女性，設為 0
	公司規模	<i>LNSIZE</i>	企業總資產的自然對數
	企業性質	<i>SOE</i>	若企業的實際控制人是國資委，設為 1，否則為 0
	地區經濟發展程度	<i>LNGDP</i>	公司所在地的平均每人 GDP 取自然對數
	年份	<i>Year</i>	年份控制變數
	產業	<i>Industry</i>	產業控制變數