

科技部補助專題研究計畫成果報告 期末報告

執行長薪酬、董事薪酬與盈餘管理—協同或共謀？

計畫類別：個別型計畫
計畫編號：MOST 105-2410-H-032-029-
執行期間：105年08月01日至107年03月31日
執行單位：淡江大學保險學系

計畫主持人：湯惠雯

計畫參與人員：碩士班研究生-兼任助理：盧怡臻
碩士班研究生-兼任助理：魯亦祺
碩士班研究生-兼任助理：王毅平
碩士班研究生-兼任助理：李昱儒
大專生-兼任助理：江映嫻

報告附件：出席國際學術會議心得報告

中華民國 107 年 05 月 23 日

中文摘要：本研究採用2007年至2016年美國上市櫃公司資料，檢視董事薪酬與執行長薪酬的關係、受董事超額薪酬影響的執行長薪酬對盈餘管理的影響，及與此薪酬相關的盈餘管理對公司績效的影響。研究結果發現，董事會特性、執行長特性及公司特性，對董事及執行長薪酬具有顯著的影響；無法被上述特性解釋的董事超額總薪酬，對於執行長的現金薪酬、誘因薪酬及總薪酬皆具有相當顯著的正向影響；受董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬與總薪酬，對盈餘管理累計數呈現負向顯著的影響，對Tobin' s q具正向顯著的影響。本研究推論，此部份執行長薪酬的增加，很可能係因公司業務複雜或風險較高等因素，需要具有高度專業或熟悉公司產業之執行長與董事會共同努力的結果，而非源自執行長與董事基於共同利益而操縱盈餘的情形，故有助於提升公司績效。本研究亦發現，董事現金薪酬及執行長現金薪酬對盈餘管理幅度呈現顯著正向的影響，而董事總薪酬、執行長誘因薪酬、及執行長總薪酬，對盈餘管理則呈現顯著的負向影響。此結果表示，企業給予董事及執行長現金薪酬，較可能增加其利用應計基礎或營業活動操縱盈餘提高薪酬的可能性，若授予誘因薪酬，則可能減少其為提高薪酬而向上操縱盈餘的情形。

中文關鍵詞：董事薪酬、執行長薪酬、盈餘管理、公司績效、誘因薪酬

英文摘要：This study investigates the relationship between director compensation and CEO compensation, the influence of CEO compensation due to excess director compensation on earnings management, the influence of earnings management due to CEO compensation affected by excess director compensation on firm performance using data from US-listed firm during 2007 and 2016. The results show that the characteristics of board of directors, CEOs, and company have a significant impact on the compensation of directors and CEOs. Excess director total compensation, i.e., those cannot be explained by the above characteristics, has a significant positive influence on CEOs' cash compensation, incentive awards, and total compensation. The CEOs' cash compensation, incentive awards and total compensation, which are affected by excess total director compensation, have a significantly negative effect on earnings management and a significantly positive impact on Tobin' s q. This study infers that the increase in CEO compensation may attribute to factors, such as complex business operations or high risks, which inquire highly-proficient or experienced CEOs and the board of directors to work together, rather than reflecting CEOs' and directors' selves interests earnings management. The study also finds that both director and CEO cash compensation have a significantly positive impact on the level of earnings management. Total director compensation, CEO' s incentive compensation and total compensation have a significantly

and negatively impact on earnings management. This result indicates that cash compensation offered to directors and CEOs is more likely to increase CEOs' use of accrual basis accounting or operating activities to manipulate earnings to increase their compensation, while incentive awards may reduce upward earnings management to increase CEOs' compensation.

英文關鍵詞：Director Compensation、CEO Compensation、Earnings Management、Firm Performance、Incentive Award

執行長薪酬、董事薪酬與盈餘管理－同心協力或同流合污？

CEO compensation, board compensation and earnings management

－ Collaboration or cronyism?

1. 研究背景與目的

過去研究發現，管理者與股東之間普遍存在資訊不對稱及代理問題，導致管理者在進行各項經營及投資決策時，很可能利用決策機會，罔顧股東與其他利害關係人的權益，提高自身獲利。因此，公司治理機制對於管理者的監督顯得非常重要(Balachandran & Faff, 2015)。董事會是公司治理的核心，其主要目的在於監督高階經理人並制訂適當的薪酬契約，使得高階經理人進行決策時能以股東的利益為依歸，減少代理成本。然而，董事會與高階經理人之間亦存在著資訊不對稱的問題，加上董事會文化經常存在謙恭有禮(courtesy)、避免批判(criticism)的文化，導致董事會經常無法有效監督高階經理人(Jensen, 1993)。Brick, Palmon and Wald (2006)的研究認為，Jensen 所提出的董事會文化問題與董事的薪酬有關；因為，領有高薪的董事站在自利的立場，通常不願意惹麻煩(rock the boat)，甚至可能與高階經理人同流合污。

為減少高階經理人的自利動機，企業往往會制訂與公司績效相連結的薪酬契約，或提供股票選擇權及限制性股票(restricted stocks)等，使高階經理人的利益與公司利益相結合，以提高其致力於公司價值極大化的誘因。Mehran (1995)的研究發現，公司績效與管理者持股比例及股權薪酬呈現正向關係，其主張增加管理者的股權薪酬可以提高公司價值。然而，許多研究亦發現，股權薪酬與財務報表的虛假報導(misreporting)有正向關聯，換言之，股權薪酬可能增加管理者採用盈餘管理的誘因。Burns and Kedia (2008)的研究就發現，積極利用會計裁決權進行盈餘管理的公司，其管理者在當年度會執行較多的股票選擇權。Bergstresser and Philippon (2006)的研究指出，若公司執行長薪酬與股票及股票選擇權緊密連結時，其使用裁決性應計項目(discretionary accrual, DA)操縱盈餘的可能性增加。因此，股權薪酬究竟有助於減少代理問題，或者，反而增加管理者操縱財務成果以達到績效目標的誘因，非常值得進一步的探討。

Brick 等(2006)的研究發現，無法被公司特性所解釋的董事薪酬與執行長薪酬具有顯著的正向相關性，其進一步檢視兩者與後續股價的關係，發現董事及執行長薪酬對後續股價報酬呈現顯著的負向影響，故主張此超額薪酬與董事及執行長間的相互勾結與圖利有關。Oxelheim and Clarkson (2015)的研究發現，董事長薪酬與前一期執行長薪酬具有顯著的正向關係，該研究推測，董事長薪酬通常包括與績效相連結的薪酬，導致董事長與執行長很可能共謀利用盈餘的操縱以增加兩者薪酬。然而，此論點並非基於 Oxelheim 等學者實際檢視董事長及執行長薪

酬與盈餘管理關係的研究結果，而僅是該研究的臆測。

因此，本研究目的旨在檢視董事會與執行長薪酬的關係，並進一步檢測執行長與董事會是否會為了增加自身薪酬，而共謀操縱盈餘。本研究先採用董事會、執行長及公司特性等變數建構董事薪酬模型，以估計董事薪酬；本研究預期，若公司規模愈大、業務愈繁複或風險愈高，愈需要具有高度專業能力及經驗的董事執行監督任務，故董事薪酬也愈高。其次，本研究以董事薪酬模型的殘差項作為董事超額薪酬(亦即無法被董事會、執行長及公司特性等解釋的董事薪酬)，並檢視董事超額薪酬與執行長薪酬的關係；如果董事超額薪酬與執行長薪酬間呈現正向關係，一種可能的解釋是表示公司規模龐大或風險較高，故須藉助具有高度專業且資深的執行長及董事進行管理與監督；然而，兩者呈現正向關係的另一個解釋，也很可能表示領取高薪的董事會，為維持自身利益而與執行長同流合污，甚至漠視管理者的盈餘操縱行為，圖謀雙方皆可獲取較高的薪酬。

為確認兩者是否有利用盈餘操縱以提高雙方薪酬的共謀關係，本研究進一步檢視董事薪酬、執行長薪酬及受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理的關係，並分離出受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬而產生的盈餘管理，檢視其與經營績效的關係。由於2001年安隆案之後，各國政府日益重視公司治理的問題，有愈來愈多公司改採實際營運活動進行實質盈餘管理(real earning management, REM)，避免會計師與監理機構的查緝，故本研究採用應計基礎盈餘管理及實質盈餘管理的累計數，衡量公司盈餘管理的幅度，檢測董事會與執行長是否有利用盈餘操縱以增加薪酬的共謀行為。

研究結果發現，董事會特性、執行長特性及公司特性，對董事及執行長薪酬皆具有顯著的影響。無法被上述各項特性解釋的董事超額總薪酬，對於執行長的現金薪酬、誘因薪酬及總薪酬皆具有相當顯著的正向影響。本研究進一步估計受董事超額薪酬影響的各項執行長薪酬與盈餘管理的關係，研究結果發現，受董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬與總薪酬，對盈餘管理累計數皆呈現負向顯著的影響；本研究續發現，前述各項受董事超額薪酬影響的執行長薪酬，對Tobin's q皆具正向顯著的影響。因此，本研究推論，此部份執行長薪酬的增加，很可能係因公司業務複雜或風險較高等因素，需要具有高度專業且熟悉公司產業之執行長與董事會共同努力的結果，而非源自於執行長與董事基於共同利益而操縱盈餘的結果。

本研究對高階經理人薪酬、董事薪酬及盈餘管理相關研究的貢獻有三點。第一，本研究檢視執行長與董事薪酬的關係，並進一步估計受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理的關係，以釐清此部份薪酬的增加係因公司業務需要，或兩者為提高自身利益共謀的結果。此為過去文獻所尚未探討的部份。第二，本研究估計受董事超額薪酬影響的執行長薪酬而產生的盈餘管理，並檢測其與公司績效的關係，此亦為過去研究尚未討論的關係。第三，本研究發現，企業給予董事

及執行長現金薪酬，較可能增加其利用各項盈餘管理活動以提高薪酬的可能性，若授予其誘因薪酬，則可減少其為提高薪酬而向上調整盈餘的情形。因此，本研究的執行能補充學術研究的缺口，且研究結果能作為企業在高階經理人與董事薪酬制訂及主管機關的監理的參考，具有學術及研究的參考價值。

本研究計畫其餘內容說明如下：第二節討論公司治理、高階經理人薪酬、董事會薪酬與盈餘管理的相關研究，並提出研究假說；第三節說明研究模型設定、變數衡量及研究資料來源；第四節描述樣本及實證分析；最後，進行研究結論。

2. 文獻探討及研究假說

2.1 公司治理、高階經理人薪酬與董事會薪酬

由於管理者與公司股東間普遍存在代理問題，以致於管理者進行決策時，通常存在投機與自利的動機以提高自身獲利，因此，公司治理在監督管理者薪酬的角色顯得非常重要(Balachandran & Faff, 2015)。過去研究發現，公司治理品質對高階經理人薪酬具有相當顯著的影響。Core, Holthausen 與 Larcker (1999)的研究指出，公司治理結構較差的企業，面臨較嚴重的代理問題，導致公司執行長可以獲取較高的薪酬。Ozkan (2007)的研究發現，董事會規模較大、或非執行董事比率較高的公司，其執行長具有較高的薪酬，若公司有積極監督的大股東及機構投資人，則執行長具有較低薪酬。Canyon and Ho (2011)的研究發現，美國公司執行長的薪資及紅利是中國大陸企業的 7 倍；大陸國營及所有權較集中的企業，其執行長的薪酬較低；非國營控制的私人企業及獨立董事較多的企業，較容易因為公司績效差而替換執行長。

Petra and Dorata (2008)的研究發現，董事會與高階經理人薪酬具有顯著的關係，董事長未兼任執行長，或董事成員不多於 9 位者，則執行長具有較少與績效相連結的誘因薪酬。過去研究也發現，公司的股權結構會影響執行長的薪酬；如 David, Kochhar, and Levitas (1998)指出，機構投資人持股會影響執行長的薪酬，若機構投資人持股愈高的公司，則執行長薪酬愈低，且長期誘因薪酬佔總薪酬的比率較高。Cheung, Stouraitis, 與 Wong (2005)指出，若執行長具有較多的股權，則薪酬通常較低，因為其可藉由紅利彌補收入。

近年來許多研究開始探討董事會薪酬與執行長的關係，Ryan and Wiggins (2004)的研究發現，執行長的自利掠奪行為會影響董事的薪酬。一般而言，獨立董事對執行長較具有議價優勢，故執行長的薪酬與股東目標較能緊密連結；若董事會有較多的外部董事，則董事有較多的股權薪酬。然而，若執行長的控制權凌駕於董事會之上，則董事會容易失卻獨立性，且該執行長較容易運用權力影響董事會的薪酬，使得董事有較多現金薪酬及較少股權薪酬，以致於減少董事會監督執行長的誘因。

董事會設置的目的在於監督高階經理人，制訂適當的薪酬契約獎勵高階經理人，使得高階經理人進行決策時能善盡職責，以公司利益為依歸，保護股東的權益。然而，董事會經常無法有效監督高階經理人，因為董事會與高階經理人間存在資訊不對稱，而且，董事會文化經常會防害建設性的批判(constructive criticism)(Jensen, 1993)。Brick 等(2006)指出，Jensen 所提出的董事會文化問題與董事薪酬有關。由於領有高薪的董事們通常傾向維持現狀，不願意惹麻煩，故董事超額薪酬很可能與不允許建設性批判的文化有關。針對 Jensen 所提的這種以真象(truth)與坦誠(franksness)為代價，強調客氣(politeness)且禮貌(courtesy)的董事會文化，Brick 等(2006)將其稱之為相互圖利(mutual back scratching)，並主張此現象與董事超額薪酬、執行長超額薪酬及不良的公司治理有關；其研究發現，董事超額薪酬與執行超額薪酬具有顯著的正向相關性，其認為這些超額薪酬很可能與董事們及執行長間的相互圖利，甚至共謀有關。為確認此正向關係與前述董事會文化的問題有關，Brick 等學者進一步檢視董事及執行長的超額薪酬與後續股價報酬的關係，並發現董事及執行長的超額薪酬與後續股價報酬呈現顯著的負向影響，故主張此負向關係反應出執行長進行管理決策時，未以股東利益為最大考量，反而置自身利益於股東利益之前，導致董事及執行長超額薪酬與後續股價報酬的負向關係。

2.2 高階經理人薪酬與盈餘管理

公司治理的相關研究主要在於尋求減少管理者與股東間利益衝突的管理實務。由於管理者受僱於公司，進行各項管理及投資決策，為減少管理者的自利動機，企業在制訂薪酬契約時，往往會制訂與公司績效相連結的薪酬契約，使高階經理人與公司的利益相結合，或提供股票選擇權、限制性股票等，促使其致力於公司價值極大化的目標。Mehran (1995)的研究發現，公司績效與管理者的股權及股權薪酬呈現正向關係，故主張增加管理者的股權薪酬可以提高公司價值。Jensen and Murphy (1990)的研究則發現，股東財富每增加 1,000 美元，執行長的股票及股票選擇權的投資組合價值僅增加 3 美元。此即意涵，執行長並無太多的誘因去追求股東財富極大化。

過去研究對於選擇權薪酬是否會增加管理者積極採用盈餘管理的誘因，呈現不同的主張。Bergstresser 等(2006)發現，公司執行長薪酬若與股票及股票選擇權緊密連結時，其使用裁決性應計項目(discretionary accrual, DA)操縱盈餘的可能性會增加。若當年度有較高的 DA 時，則執行長有不尋常大量執行選擇權的情形，且執行長及其他內部人會大量賣出股票。因此，該研究主張，若公司執行長薪酬中佔有愈多與股價相連結的誘因薪酬，會導致較積極的盈餘管理。Eckles, Halek, He, Sommer, and Zhang (2011)以美國產險公司為對象，其研究發現，若管理者有較多紅利及股權獎勵者，較傾向採用高估準備金以減少盈餘，且在某些公司治理結構下，管理者可能操縱準備金。然而，Laux and Laux (2009)的研究則指出，增加 CEO 誘因薪酬不一定會增加盈餘管理的幅度，因為董事會將根據 CEO 誘因薪

酬的改變而調整其監督工作。如果董事會設有薪酬委員會及審計委員會，分別負責 CEO 的薪酬管理及監督工作，則薪酬委員會將增加使用股權基礎的薪酬方式激勵 CEO，因為所增加監督成本係由審計委員會承擔。

除了採用激勵性薪酬使管理者與公司利益相連結外，董事會及各項公司治理機制的監督也是非常重要。Brick 等(2006)的研究發現，董事及高階經理人的超額薪酬¹，對公司後續股價報酬呈現負向影響，其主張公司並非因為業務高度複雜性須給予董事及高階經理人較高的薪酬，而是因為董事會為維持既有利益，且不願招惹麻煩，反而與高階經理人有互相徇私圖利的現象。Oxelheim 等(2015)的研究發現，董事長薪酬與前一期執行長薪酬具有顯著的正向關係，該研究推測，由於董事長的薪酬通常包括與績效相連結的薪酬，可能導致董事長與執行長的共謀，利用盈餘的操縱以增加兩者的薪酬。然而，Oxelheim 等學者並未實際檢視董事長薪酬及執行長薪酬與盈餘管理變數的關係，對於上述關係僅止於推測。

基於過去研究的發現，本研究推測董事薪酬及高階經理人薪酬應存在顯著的關係。若董事會善盡監督責任，其努力足以取代高階經理人的努力，則董事薪酬及高階經理人薪酬應呈現負向關係。若兩者間呈現正向關係，有可能表示領取高薪的董事會為維持自身利益不願惹麻煩，而與高階經理人互相圖利、同流合污，甚至利用會計裁決權或營運活動操縱盈餘，提高自身獲利，使得兩者皆可獲取較高的薪酬。然而，此正向關係亦可能係因公司規模龐大、業務複雜，或風險較高，須藉助具有高度專業且資深的高階經理人及董事進行管理與監督，導致董事薪酬及高階經理人薪酬呈現正向關係。

因此，本研究主張，董事會與執行長是否存在共謀操縱盈餘的關係，可藉由檢視受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理幅度的關係；若此薪酬與盈餘管理幅度呈現正向且顯著的關係，表示執行長藉由盈餘管理獲取更多薪酬，而董事會為取得更高的利益與執行長互利圖利，默許執行長對財務成果的操縱行為。若兩者為負向關係，則表示此部份執行長薪酬並未導致較高的盈餘管理。因此，本研究提出假說 1 與假說 2：

假說 1: 董事超額薪酬與執行長薪酬具有顯著關係。

假說 2: 受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬，與盈餘管理幅度具有顯著關係。

此外，若受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬增加係基於上述共謀圖利關係，則此薪酬的增加應會減損公司價值，然而，若係因公司業務需要，則可能會增加公司價值。過去有關盈餘管理動機的相關研究，大多支持管理者濫用會計裁決權操縱財務報表，誤導投資人增加自身財富的投機觀點(Healy, 1985; Guidry, Leone,

¹ Brick 等(2006)研究中的董事及高階經理人超額薪酬，係指無法由董事會及高階經理人特性、公司績效與公司特質等變數解釋的薪酬。

and Rock, 1999)²。因此，若執行長與董事為提高自身薪酬的自利動機而產生的盈餘管理行為屬投機動機，對公司經營績效應會產生負向影響。因此，本研究提出假說 3 與假說 4：

假說 3: 受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與公司績效具有顯著的關係。

假說 4: 受董事超額薪酬影響的執行長薪酬而產生的盈餘管理與公司績效具有顯著的負向關係。

(二) 研究方法、進行步驟及執行進度

3. 研究方法

3.1 研究模型設定

本研究依序建構以下模型檢視董事會與高階經理人是否為了提高自身薪酬，而存在共謀操縱盈餘的現象。

首先，本研究建構董事薪酬模型，估計董事薪酬水準的決定因素。由於董事會規模、董事與公司關係、執行長與董事會的關係，及公司特性等皆會影響董事薪酬(Oxelheim and Clarkson, 2015)，故本研究以董事會特性、執行長特性及公司特性等作為解釋變數，控制產業與年份，以估計董事現金薪酬與董事總薪酬，如公式 1 所示。本研究採用前一期的公司特性估計董事薪酬，減少其與董事薪酬可能的內生關係。

$$Board\ Compensation_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^n \beta_k Board\ Characteristics_{it} + \sum_{k=1}^n \gamma_k CEO\ Characteristics_{it} + \sum_{k=1}^n \phi_k CV_{it-1} \quad (1)$$

$$+ \sum_{k=1}^n \varphi_k IndustryDummy_k + \sum_{k=1}^n \omega_k YearDummy_k + \varepsilon_{it}$$

其中，Board Compensation 分別採用董事現金薪酬(LnDirCash)與董事總薪酬(LnDirTotal)的自然對數作為衡量。董事現金薪酬為全部董事的薪資與車馬費加總後再除以董事會人數取自然對數(Ln(董事薪資+車馬費 x 開會次數)/董事人數)；董事總薪酬為董事各種薪酬加總後的平均數取自然對數(Ln(董事薪資+車馬費 x 開會次數+限制性股票+股票選擇權+非激勵性薪酬+其他薪酬)/董事人數)。Board Characteristics 為董事會特性變數，包括董事會人數(BoardSize)及董事長是否兼任執行長虛擬變數(CEO_Duality)等。CEO Characteristics 為執行長特質變數，包括執行長的年齡(Age)、性別(Gender)及任期(CEO_Tenure)等(Oxelheim & Clarkson, 2015)。CV 為公司特性變數，包括前期資產報酬率(LagROA)、前期負債比率(LagLev)與前期總資產自然對數(LagLnAssets)分別作為公司績效、公司風險及規

² 有關盈餘管理的相關研究，除了支持管理者為提高自身利益的投機動機外，亦有研究認為，管理者係利用會計方法選擇因應多變的環境，以提高股東財富的效率契約觀點(Malmquist, 1990; Christie and Zimmerman, 1994)，以及傳遞公司價值的資訊觀點(Subramanyam, 1996)。

模的代理變數，本模型另加入前期研究發展比率(LagRDS)，及 Industry dummy 與 Year dummy 等產業虛擬變數及年度虛擬變數，控制產業及年份的影響。

本研究預期，董事會規模愈大，或董事長兼任總經理，平均董事薪酬愈低(Ryan & Wiggins, 2002);執行長特質也會影響董事會的監督，若執行長年齡愈大、任期愈短(Ryan & Wiggins, 2002)、及男性執行長(Brick et al., 2006)，則董事薪酬愈高。當公司績效愈佳，董事會薪酬愈高；公司規模愈大、業務愈複雜、或面臨的風險愈高，則董事會的監督任務愈繁重與困難，因此需要具有高度專業能力及經驗的董事執行監督，在此情形下，董事會薪酬也愈高。

其次，本研究續以公式 1 的殘差項作為董事超額薪酬(ExcessDirTotal)，亦即無法被董事會、執行長及公司特性等變數解釋的董事薪酬，加上公式 1 的解釋變數與控制變數等(包括董事會、執行長、公司特性、產業及年份變數等)估計執行長薪酬，建構執行長薪酬模型，以檢視董事超額薪酬與執行長薪酬的關係(Brick et al., 2006)，如公式 2 所示。

$$\begin{aligned}
 CEO\ Compensation_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 ExcessDirTotal_{it} \\
 & + \sum_{k=1}^n \beta_k Board\ Characteristics_{it} + \sum_{k=1}^n \gamma_k CEO\ Characteristics_{it} + \sum_{k=1}^n \phi_k CV_{it-1} \\
 & + \sum_{k=1}^n \varphi_k IndustryDummy_k + \sum_{k=1}^n \omega_k YearDummy_k + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

其中，CEO Compensation 分別為執行長現金薪酬(LnCEO_Cash)、執行長誘因薪酬(LnCEO_Incent_Awards)與執行長總薪酬(LnCEO_Total)的自然對數。執行長現金薪酬為執行長薪資加紅利的自然對數；執行長誘因薪酬為執行長當年度取得的限制性股票及股票選擇權；執行長總薪酬為執行長當年度全部薪酬的總和(包括薪資+紅利+限制性股票+股票選擇權+長期激勵性薪酬+其他薪酬)取自然對數。ExcessDirTotal 為董事超額薪酬，取自公式 1 的殘差項，亦即，無法被董事會、執行長及公司特性等變數解釋的董事薪酬部份。其餘變數請詳參公式 1 的解釋變數與控制變數，包括董事會特性(Board Characteristic)、執行長特質(CEO Characteristics)與公司特性(CV)等，以及產業虛擬變數(Industry dummy)及年度虛擬變數(Year dummy)。

本研究預期，若董事超額薪酬與高階經理人薪酬呈現負向關係，表示董事會的努力是可以取代高階經理人的努力，亦即公司治理機制是可以互相替代的(Berry, Fields, and Wilkins, 2009)。若兩者間呈現正向關係，則可能有兩種解釋。其一，公司規模龐大、業務繁雜或風險較高，故需聘用具有高度專業能力的執行長與董事致力於公司的管理與監督。然而，董事超額薪酬與高階經理人薪酬間的正向關係亦可能表示，兩者基於自利動機而產生相互圖利，利用會計裁決權或實質營運活動進行盈餘管理，以提高雙方薪酬的共謀關係。當董事會規模愈大，執行長薪酬愈高(Oxelheim & Clarkson, 2015)，男性執行長有較高的薪酬；過去有研

究指出，若執行長任期愈長，或執行長同時擔任董事長，其所擁有的控制權愈大，對於自身薪酬影響力愈高，故執行長薪酬水準也愈高(陳明園、張家萍，2006；洪玉舜、王泰昌，2005)；然而亦有文獻指出，執行長要進入公司時較具有議價能力(Randøy & Nielsen, 2002)，故本研究暫不預期執行長任期與其薪酬的關係。此外，當公司績效愈佳、風險愈高、或規模愈大，需支付執行長的薪酬也愈高。

為確認董事超額薪酬與執行長薪酬關係的合理解釋，本研究進一步建構盈餘管理模型，以檢視董事薪酬、執行長薪酬及受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理的關係，加上模型 2 的解釋變數及控制變數等建構盈餘管理模型，如公式 3 所示。

$$\begin{aligned}
 TotalEM_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Board\ Compensation_{it} \text{ (or } \alpha_1 CEO\ Compensation_{it} \text{)} & (3) \\
 & + \sum_{k=1}^n \beta_k Board\ Characteristics_{it} + \sum_{k=1}^n \gamma_k CEO\ Characteristics_{it} + \sum_{k=1}^n \phi_k CV_{it-1} \\
 & + \sum_{k=1}^n \varphi_k Industry\ Dummy_k + \sum_{k=1}^n \omega_k Year\ Dummy_k + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

其中，TotalEM 為盈餘管理累計數，分別採用流動裁決性應計數(Discretionary Current Accrual, DCA)及各項實質盈餘管理活動(Real Activities Earnings Management, REM)的加總，作為應計基礎盈餘管理(Accrual Based Earnings Management)與實質盈餘管理累積變量(Real Earnings Management)的衡量。Board Compensation 分別包括董事現金薪酬自然對數(LnDirCash)與董事總薪酬自然對數(LnDirTotal)。CEO Compensation 分別包括執行長現金薪酬自然對數(LnCEO_Cash)、執行長誘因薪酬自然對數(LnCEOIncent_Awards)、執行長總薪酬自然對數(LnCEO_Total)、及受到董事薪酬影響的執行長現金薪酬(CEOCash_due_to_Dir)、誘因薪酬(CEOIncentive_due_to_Dir)及總薪酬(CEOTotal_due_to_Dir)等。其餘各項變數的說明請詳參公式(1)，包括各項董事會特性(Board Characteristic)、執行長特質(CEO Characteristics)與公司特性(CV)等，及產業虛擬變數(Industry dummy)與年度虛擬變數(Year dummy)。本研究另參考過去研究，在此模型中加入前期總資產報酬率(LagROA)、前期負債比率(LagLev)、前期總資產自然對數(LagLnAsset)控制公司獲利、風險及規模等對盈餘管理幅度的影響(Tang, Chen & Chang, 2013)，控制前期研究發展支出比率(LagRDS)。

若董事薪酬及執行長薪酬與盈餘管理幅度呈現負向關係或不顯著的關係，表示董事與執行長未提高自身薪酬而共謀操縱盈餘。若董事薪酬及執行長薪酬與盈餘管理幅度呈現顯著的正向關係，表示執行長為自利動機，罔顧其他利害關係人權益，操縱盈餘以窗飾財務報表的真實呈現，而董事會基於互利關係，亦未加以揭露而產生同流合污的共謀行為。董事現金薪酬包含現金、紅利及開會車馬費等，而紅利給付金額通常與當年度公司績效相連結，導致董事會可能為獲取更多紅利，忽視執行長的盈餘管理行為；然而，董事誘因薪酬(包括限制性股票及授予股票

選擇權)通常非當年度可立即出售，因此，當董事誘因薪酬愈高，董事會較可能致力於監督盈餘管理的幅度，減少執行長對盈餘的操縱。同理可證，執行長現金薪酬及其誘因薪酬與盈餘管理亦應呈現相同的關係。因此，本研究推測，董事現金薪酬及執行長現金薪酬與盈餘管理幅度為正向關係，而董事總薪酬、執行長誘因薪酬及執行長總薪酬等，對盈餘管理幅度為負向關係。同樣的，若受董事薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理呈現正向關係，表示執行長及董事長為自利動機操縱盈餘提高薪酬所致；若兩者呈現負向關係，則表示兩者無此共謀關係。

本研究進一步檢測受董事薪酬影響的執行長薪酬與公司績效的關係。若兩者呈現正向關係，則可能表示受董事薪酬影響之執行長薪酬的增加，很可能係因公司業務繁雜或風險較高，需要更有能力的董事及執行長之監督與決策，進而導致公司績效的提升。若兩者呈現負向關係，則可能表示此部份執行長薪酬的增加係因執行長與董事共謀的結果。

為檢測執行長與董事若有共謀為提高薪酬之盈餘管理對公司價值的影響，本研究進一步估計受董事超額薪酬影響的執行長薪酬而產生的盈餘管理(EM_due_to_CEOCompDir)，並檢視其對公司績效的影響。本研究參考 Core 等(1999)的研究方法，將公式 3 加入受董事超額薪酬影響的執行長薪酬(CEOCompDir)³估計 Predicted_TotalEM_withCEOCompDir，如公式 3a 所示，再將其減去公式 3 的盈餘管理估計值(Predicted_TotalEM)，如公式 3b 所示，以檢測此盈餘管理(EM_due_to_CEOCompDir)⁴對公司績效的影響，如公式 4 所示。

$$\begin{aligned} \text{Predicted_TotalEM_withCEOCompDir} = & \hat{\alpha}_1 \text{CEOCompDir} + \sum_{k=1}^n \hat{\beta}_k \text{Board Characteristics}_k + \sum_{k=1}^n \hat{\gamma}_k \text{CEO Characteristics}_k \quad (3a) \\ & + \sum_{k=1}^n \hat{\phi}_k \text{CV}_k + \sum_{k=1}^n \hat{\varphi}_k \text{IndustryDummy}_k + \sum_{k=1}^n \hat{\omega}_k \text{YearDummy}_k \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Predicted_TotalEM} = & \sum_{k=1}^n \hat{\beta}_k \text{Board Characteristics}_k + \sum_{k=1}^n \hat{\gamma}_k \text{CEO Characteristics}_k \quad (3b) \\ & + \sum_{k=1}^n \hat{\phi}_k \text{CV}_k + \sum_{k=1}^n \hat{\varphi}_k \text{IndustryDummy}_k + \sum_{k=1}^n \hat{\omega}_k \text{YearDummy}_k \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } q_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{EM_due_to_CEOCompDir}_{it} \quad (4) \\ & + \sum_{k=1}^n \beta_k \text{Board Characteristics}_{it} + \sum_{k=1}^n \gamma_k \text{CEO Characteristics}_{it} + \sum_{k=1}^n \phi_k \text{CV}_{it-1} \\ & + \sum_{k=1}^n \varphi_k \text{IndustryDummy}_k + \sum_{k=1}^n \omega_k \text{YearDummy}_k + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

³受董事超額薪酬影響的執行長薪酬(CEOCompDir)包括有(1)執行長現金薪酬自然對數(LnCEO_Cash)；(2)執行長誘因薪酬自然對數(LnCEOIncent_Awards)；(3) 執行長總薪酬自然對數(LnCEO_Total)。

⁴受到董事薪酬影響的執行長薪酬之盈餘管理(EM_due_to_CEOCompDir)，包括EM_due_to_CEOCashDir，EM_due_to_CEOIncentiveDir與EM_due_to_CEOTotalDir。

其中，Tobin's q 為公司績效的代理變數。EM_due_to_CEOCompDir 係受到董事薪酬影響的執行長薪酬之盈餘管理，包括 EM_due_to_CEOCashDir，EM_due_to_CEOIncentiveDir 與 EM_due_to_CEOTotalDir，分別為受董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬及總薪酬而產生的盈餘管理幅度。其餘解釋變數及控制變數包括董事會特性(Board Characteristic)、執行長特質(CEO Characteristics)與公司特性(CV)，及產業虛擬變數(Industry dummy)與年度虛擬變數(Year dummy)，請參考公式 1 的說明。

雖然並非所有的盈餘管理皆是基於管理者的投機動機⁵，然而若執行長與董事為提高自身薪酬的自利動機而產生的盈餘管理行為應屬投機動機，此盈餘管理對公司績效應會產生負向影響，故本研究預期，EM_due_to_CEOCashDir，EM_due_to_CEOIncentiveDir 與 EM_due_to_CEOTotalDir 對於公司績效會呈現負向的影響。

3.2 盈餘管理變數的衡量

由於美國沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act, SOX)實施後，企業逐漸採用實際營業活動取代應計基礎的盈餘管理，以避免主管機關及會計師的偵測(Roychowdhury, 2006；Gunny, 2010)，因此，本研究同時採用應計基礎盈餘管理與實質盈餘管理的總合(TotalEM)，作為企業盈餘管理幅度的衡量。

3.2.1 應計基礎盈餘管理(Accrual-based earnings management)

過去研究指出，相對於長期應計項目，經理人對流動應計項目更具有裁決能力(Guenther, 1994；Teoh, Welch, and Wong, 1998)，而且，控制資產報酬率以估計裁決性應計項目，可增強研究推論的可信賴性(Kothari, Leone & Wasley, 2005)。本研究參考修正後的 Jones (1991)模型，估計經公司績效調整後的流動裁決性應計數(Performance-matched discretionary current accruals, DCA)作為應計基礎盈餘管理的衡量變數(Tang, Chen & Chang, 2013)。

為估計公司績效調整後的流動裁決性應計數(DCA)，本研究先計算樣本公司的流動應計數(current accrual, CA)，如公式(5)所示，利用公式(6)的迴歸模型逐年分產業估計迴歸係數(α_i)，再將估計值($\hat{\alpha}_i$)代入公式(7)，計算非裁決性流動應計數(NDCA)；最後，將流動應計數(CA)減去非裁決性流動應計數(NDCA)，以求得公司績效調整後的流動裁決性應計數(DCA)，如公式(8)所示。本研究於估計 DCA 的過程皆除以前期總資產，以消除公司規模的影響：

⁵ 管理者有許多進行盈餘管理的動機，包括自身紅利及薪酬的考量(Healy, 1985)、避免被收購(DeAngelo, 1986)、減少稅負(Scholes, Wilson, and Wolfson, 1992)、避免違反債務契約(DeFond and Jambalvo, 1994)、首次公開發行(Teoh, Welch, and Wong, 1998)及符合盈餘門檻(Degeorge, Patel, and Zeckhauser, 1999)等動機。

$$CA_{it} = [\Delta Current Asset_{it} - \Delta Cash_{it} - (\Delta Current Liabilities_{it} - \Delta Current Maturity of Long-term Debt_{it})] \quad (5)$$

$$\frac{CA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \times \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \times \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it})}{A_{it-1}} + \alpha_3 \times ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\frac{NDCA_{it}}{A_{it-1}} = \hat{\alpha}_1 \times \frac{1}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \times \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it})}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_3 \times ROA_{it} \quad (7)$$

$$DCA_{it} = \frac{CA_{it}}{A_{it-1}} - \frac{NDCA_{it}}{A_{it-1}} \quad (8)$$

其中， CA_{it} 為流動應計數； $\Delta Current Assets_{it}$ 為流動資產變動額； $\Delta Cash_{it}$ 為現金及約當現金變動額； $\Delta Current Liabilities_{it}$ 為流動負債變動額； $\Delta Current Maturity of Long-term Debt_{it}$ 為一年內到期之長期負債變動額； $\Delta Sales_{it}$ 為營業淨收入變動額； ΔAR_{it} 為應收帳款變動額； ROA_{it} 為總資產報酬率； A_{it-1} 為前期總資產； $NDCA$ 為非裁決性流動應計數； DCA 為公司績效調整後的流動裁決性應計數。

3.2.2 實質盈餘管理(Real activities earnings management)

由於使用會計裁決權進行盈餘管理有其極限，且容易受到主管機關及會計師的偵測，因而在沙賓法案後，有愈來愈多的企業利用實際營運活動調整盈餘。企業經常利用以下三種營運活動美化財報：(1) 提高銷貨折扣或放寬信用條件，以期增加營業收入；(2) 增加不必要的生產，以分攤固定成本；(3) 減少研發費用或廣告費用等裁決性支出，以提高當期獲利。值得注意的是，這些盈餘管理活動對未來現金流量皆會產生負面影響，且傷害企業的長期價值。因為提供過高的銷貨折扣會降低邊際獲利，減損每筆銷貨的現金流量，當產品恢復原價時，營業收入及營運活動現金流量隨之降低；超額生產會增加存貨持有成本；減少研發費用、廣告費用與維護費用等裁決性支出，會削弱產品競爭力，降低營業收入 (Roychowdhury, 2006；Cohen & Zarowin, 2008)。

本研究首先依據 Dechow, Kothari, and Watts(1998)的研究，計算樣本公司的營運活動現金流量、生產成本及裁決性支出，再依據 SIC 代碼前兩位數分產業逐年估計正常水準的各項實質盈餘管理活動，最後再分別以各項實際實質盈餘管理活動減去正常水準的實質盈餘管理活動，以求得異常水準的實質盈餘管理活動，包括異常營運活動現金流量(ABCFO)、異常生產成本(ABPROD)、及異常裁決性支出(ABDiscExp)。

(1) 異常營運活動現金流量(ABCFO)：

本研究以營業收入(Sales)及前後年度的營業收入變動額($\Delta Sales$)估計正常水準的營運活動現金流量(CFO)，並採用橫斷面迴歸模型(cross-sectional regression)

分產業逐年估計之(公式 9)，再將實際營運活動現金流量減去正常水準營運活動現金流量，估計異常營運活動現金流量(ABCFO)。

$$\frac{CFO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中， CFO_{it} 為 i 公司第 t 期的營運活動現金流量；其餘各變數的定義，請參考公式(5)至公式(8)的說明。

(2) 異常生產成本(ABPROD)：

本研究定義生產成本(PROD)為銷貨成本(COGS)與存貨變動額(ΔINV)的總和。銷貨成本(COGS)為營業收入(Sales)的函數，而存貨變動額(ΔINV)為當期營業收入變動額($\Delta Sales$)與前後年度營業收入變動額($\Delta Sales$)的函數，如公式(10)與公式(11)所示。

$$\frac{COGS_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$\frac{\Delta INV_{it}}{A_{i,t-1}} = \gamma_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \gamma_3 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

其次，利用公式(12)估計正常水準的生產成本，並將生產成本減去正常水準的生產成本，以求得異常生產成本(ABPROD)。

$$\frac{ProdCost_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

其中， $ProdCost_{it}$ 為 i 公司在第 t 期的生產成本。其餘變數的定義，請參考公式(5)至公式(8)的說明。

(3) 異常裁決性支出(ABDiscExp)：

Roychowdhury (2006)的研究指出，若將裁決性支出視為當期營業收入($Sales_t$)的線性組合，容易導致管理者調高營業收入以提高當期盈餘，而產生殘差項較低的問題。本研究將裁決性支出視為前期營業收入($Sales_{t-1}$)的線性組合，估計正常水準的裁決性支出，所公式(13)所示，再將裁決性支出減去正常水準的裁決性支出，以估計異常裁決性支出(ABDiscExp)。

$$\frac{DiscExp_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

其中， $DiscExp_{it}$ 為 i 公司第 t 期裁決性支出，包括研究發展費用、廣告費用及銷售與行政開支(Selling, General, & Administrative Expenses, SG&A)。其餘變數的定義，請參考公式(5)至公式(8)的說明。

為了解企業利用各項營運活動進行盈餘管理的程度，本研究將上述各項異常營運活動的估計結果，整合成一個實質盈餘管理累積變量(REM)以利後續迴歸分析。由於公司利用上述各項活動窗飾盈餘時，很可能會呈現較低的營運活動現金流量、較高的生產成本、或較低的裁決性支出，本研究將異常營運活動現金流量與裁決性支出分別乘上負 1，再加上異常生產成本，以求得實質盈餘管理累積變量($REM=ABCFO*(-1)+ABDiscExp*(-1)+ABPROD$)。當實質盈餘管理累積變量愈高，表示企業藉由各項營運活動向上調整盈餘的幅度愈大。最後，再將裁決性流動應計數(DCA)與實質盈餘管理累積數(REM)相加，作為企業盈餘管理累計數(TotalEM)的衡量。

3.3 研究樣本與資料來源

本研究採用 2007 年至 2016 年美國紐約證券交易所(NYSE)、那斯達克交易所(NASDAQ)及美國證券交易所(AMEX)的上市櫃公司年度資料為樣本⁶。財務資料取自標準普爾的 Capital IQ 資料庫，董事會薪酬及其特性資料取自 DirectorComp 資料庫，執行長薪酬及相關特性資料取自 ExecuComp 資料庫，ExecuComp 包含 S&P 1500 公司的高階經理人薪酬。本研究排除金融業及公共事業樣本，因其特性與一般產業迥異。為減少極端值對研究結果的影響，本研究亦排除變數資料小於 0.1%及大於 99.9%的觀察值。此外，ExecuComp 與 Capital IQ 合併時有一些缺漏資料，在排除研究資料不全的觀察值後，本研究最終樣本為 8,844 筆觀察值。

4. 實證結果

表 1 的 Panel A 及 Panel B 分別呈現研究樣本的產業及年度分配。表 2 為各變數的敘述性統計分析；本表顯示，各項董事及執行長平均薪酬中，限制性股票及股票選擇權等誘因薪酬占總薪酬比率，遠較現金薪酬占總薪酬比率大⁷，尤其執行長誘因薪酬占總薪酬的比率更高，表示標準普爾 1500 大公司較傾向以誘因薪酬激勵執行長；由於有許多公司董事及執行長領取相當高的薪酬，導致上述各項薪酬的平均值皆大於中位數。DCA、REM 及 TotalEM 的平均數及中位數皆小於 0，顯示相較而言，較多數公司未進行向上調整的盈餘管理。平均而言，樣本公司的董事會規模(BoardSize)為 8.4 席，46%的樣本公司有董事長兼任執行長(CEO_Duality)的情形，執行長平均年齡(Age)為 56.29 歲、97%為男性(Gender)，且平均任期(CEO_Tenure)為 8.42 年。

表 3 為董事薪酬的迴歸分析，呈現董事會特性、執行長特性及公司特性等變數對董事現金薪酬(LnDirCash)及總薪酬(LnDirTotal)的影響。本表結果顯示，當

⁶ ExecuComp 資料庫中董事長薪酬變數自 2007 年起較為完整，本研究樣本資料自 2007 年起。

⁷ 平均每位董事限制性股票及股票選擇權等誘因薪酬占總薪酬比率為 56.9% (74.62/196.60)；平均執行長限制性股票及股票選擇權等誘因薪酬占總薪酬比率為 59.17% (967.69/5,804.55)。

董事會規模愈大、董事長兼任執行長、或執行長任期愈長，則平均董事現金薪酬及總薪酬愈少，此結果與過去文獻相符(Ryan & Wiggins, 2002)。若執行長年齡愈高，則董事現金薪酬愈高，而董事總薪酬愈少。

表 4 為執行長薪酬的迴歸分析。本表呈現董事超額總薪酬(ExcessDirTotal)、董事會特性、執行長特性及公司特性等變數對執行長薪酬的影響。本表顯示，董事超額總薪酬，亦即，無法被董事會特性、執行長特性及公司特性等解釋的董事薪酬，對執行長現金薪酬(LnCEO_Cash)、執行長誘因薪酬(LnCEOIncent_Awards)、及執行長總薪酬(LnCEO_Total)皆具有相當顯著的正向影響，尤其是對執行長的誘因薪酬及總薪酬，支持假說 1：董事超額薪酬與執行長薪酬具有顯著關係，且與 Brick 等(2006)的研究結果相符。兩者具有顯著正向關係的可能解釋為，領取高薪的董事們為維護自身利益、獲取較高薪酬，可能漠視執行長為提高自身薪酬的盈餘操縱行為，甚至同流合污，而使得雙方皆可獲取更高的薪酬；然而另一個可能的解釋為，若公司規模龐大、業務繁複、或風險較高時，須藉助高度專業且資深的執行長及董事進行管理與監督，故給予兩者較高的薪酬。表 4 亦顯示，當董事會規模愈大，執行長現金薪酬、誘因薪酬及總薪酬皆較高(Ozkan, 2007)；若執行長同時擔任董事長，則總薪酬較高(Petra & Dorata, 2008)；若執行長年齡較高或女性執行長，有較高的現金薪酬；執行長任期愈長，誘因薪酬及總薪酬愈少。

表 5 呈現董事薪酬與盈餘管理關係的迴歸結果。本表顯示，董事現金薪酬(LnDirCash)對盈餘管理累計數(TotalEM)呈現顯著的正向影響，而董事總薪酬(LnDirTotal)對盈餘管理累計數則呈現顯著負向影響。由於董事現金薪酬包含現金、紅利及開會的車馬費等，紅利給付金額通常與當年度公司績效相連結，導致董事會可能為獲取更多紅利，忽視執行長的盈餘管理行為。前述表 2 董事會薪酬的敘述性統計顯示，董事會誘因薪酬(包括限制性股票及授予股票選擇權)占總薪酬的 56.9% (110.16/193.63)，董事會藉由此兩項薪酬所取得股票通常會被限制一段時間才可出售，非當年度可立即出售，因此，董事會較可能致力於監督，故可減少執行長的盈餘操縱。

表 6 呈現執行長薪酬與盈餘管理關係的迴歸結果。由本表可得知，執行長現金薪酬(LnCEO_Cash)對盈餘管理累計數呈現顯著的正向影響，而執行長誘因薪酬(LnCEOIncent_Awards)及總薪酬(LnCEO_Total)對盈餘管理累計數則呈現顯著的負向影響。如同董事現金薪酬與盈餘管理的正向關係解釋，執行長現金薪酬包含現金及紅利，紅利給付金額亦通常與當年度公司績效相連結，導致執行長為獲取更多紅利而利用應計基礎或實際盈餘活動進行盈餘管理。同樣的，如前述表 2 執行長薪酬的敘述性統計顯示，執行長誘因薪酬(包括限制性股票及授予股票選擇權)占其總薪酬的 59.2% (3,434.69/5,804.55)，而執行長獲取限制性股票及被授予股票選擇權之後，皆需經過一段時間才可出售，因此較不會利用各項盈餘管理活動以提高當年度盈餘。

表 7 係受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理關係的迴歸分析。本表顯示，受到董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬(CEOCash_due_to_Dir)、誘因薪酬(CEOIncentive_due_to_Dir)與總薪酬(CEOTotal1_due_to_Dir)對盈餘管理累計數皆呈現負向顯著的影響，此結果支持假說 2：受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬，與盈餘管理幅度具有顯著的關係。此研究結果意涵，受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬愈高時，不會增加執行長藉由應計基礎及營運活動以提高獲利的情形，亦即，此部份薪酬的增加，非源自執行長與董事會基於共同利益而操縱盈餘的結果，而可能係公司業務複雜或風險較高等因素，需要具有高度專業且熟悉公司產業之執行長與董事會共同努力的結果。

本研究推測，若受到董事超額薪酬影響的執行長薪酬，非源自執行長與董事會共謀行為的結果，則此部份執行長薪酬對公司績效不具有負向影響。因此，本研究進一步檢視此部份執行長薪酬對於 Tobin's q 的影響，所表 8 所示。研究結果顯示，受到董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬與總薪酬，對 Tobin's q 皆呈現正向且相當顯著的影響。由此可得知，樣本公司執行長與董事會兩者薪酬增加的關係，可能多半係公司需要更有能力的專業人才，因應複雜的公司決策判斷與監督，故需提供較高薪酬，並導致公司績效的提升。

值得注意的是，雖然受董事超額薪酬影響的執行長薪酬之增加，並不會導致盈餘管理幅度的增加，本研究仍進一步檢視若有受此部份薪酬影響而產生的盈餘管理(包括 EM_due_to_CEOCashDir, EM_due_to_CEOIncentiveDir, 及 EM_due_to_CEOTotalDir)對公司績效之影響，如表 9 所示。研究結果發現，受此部份薪酬影響的盈餘管理與 Tobin's q 皆呈現非常顯著的負向影響，此結果意涵，若有因董事超額薪酬影響的執行長薪酬增加而導致的盈餘管理，仍會損害公司價值。

5. 結論

本研究檢視董事薪酬與執行長薪酬的關係、董事與執行長是否為了增加自身薪酬而共謀操縱盈餘，並估計受董事超額薪酬影響的執行長薪酬而產生的盈餘管理，檢視此部份盈餘管理與公司績效的關係。

研究結果發現，當董事會規模愈大、董事長兼任執行長、或執行長任期愈長，則平均董事現金薪酬及總薪酬愈少；若執行長年齡愈高，則董事現金薪酬愈高、董事總薪酬愈少。無法被董事會特性、執行長特性及公司特性解釋的董事超額總薪酬，對執行長的現金薪酬、誘因薪酬及總薪酬具有相當顯著的正向影響。本研究進一步檢視受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理的關係，以了解此項關係的解釋，係董事與執行長為提高薪酬的盈餘操縱結果，或是因應公司業務需要。研究結果發現，受董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬與總薪酬，對盈餘管理累計數皆呈現負向顯著的影響，此結果意涵，受董事超額薪酬影響的執行長薪酬愈高時，並未增加執行長藉由操縱盈餘以提高獲利的情形。本研究進

一步檢視此部份執行長薪酬對於 Tobin's q 的影響。研究結果顯示，受董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬與總薪酬，對 Tobin's q 皆呈現正向且相當顯著的影響。基於上述兩項研究結果，本研究推論，此部份執行長薪酬的增加，很可能並非源自執行長與董事會基於共同利益而操縱盈餘的結果，而係公司業務複雜或風險較高等因素，需要具有高度專業且熟悉公司產業之執行長與董事會共同努力的結果。

本研究亦發現，董事現金薪酬及執行長現金薪酬對企業盈餘管理幅度呈現顯著正向的影響，而董事總薪酬、執行長誘因薪酬、及執行長總薪酬，對盈餘管理則呈現顯著的負向影響。表示企業給予董事及執行長現金薪酬，較可能增加其利用各項營業活動操縱盈餘以提高薪酬的可能性，若授予誘因薪酬，則可減少其為提高薪酬而向上操縱盈餘的情形。

因此，本研究結果可作為企業制訂董事會及高階經理人薪酬契約的參考，以減少董事會及高階經理人為提高自身薪酬而產生的盈餘管理行為，並可作為主管機關監督公司治理的重要參考。本計劃的執行結果具有學術及實務的參考價值。

6. 參考文獻

- (1) 林穎芬、洪晨桓、與陳佳成(2012). 臺灣上市公司董事薪酬影響因子之研究. 臺大管理論叢, 23(1), 175-207。
- (2) 洪玉舜、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(2), 35-100。
- (3) 陳明園、張家萍(2006). 高階經理人薪酬變動之決定因素. 經濟論文叢刊, 34(3), 285-316。
- (4) Balachandran, B., & Faff, R. (2015). Corporate governance, firm value and risk: Past, present, and future. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35 (part A), 1-12.
- (5) Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
- (6) Berry, T. K., Fields, L. P., & Wilkins, M. S. (2006). The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 449-466.
- (7) Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- (8) Burns, N., & Kedia, S. (2008). Executive option exercises and financial misreporting. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 845-857.
- (9) Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration

- and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance*, 12(4), 511-532.
- (10) Christie, A. A., & Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *Accounting Review*, 539-566.
- (11) Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- (12) Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- (13) Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- (14) David, P., Kochhar, R., & Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 200-208.
- (15) DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 400-420.
- (16) Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133-168.
- (17) DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 145-176.
- (18) Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- (19) Eckles, D. L., Halek, M., He, E., Sommer, D. W., & Zhang, R. (2011). Earnings Smoothing, Executive Compensation, and Corporate Governance: Evidence from the Property–Liability Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 78(3), 761-790.
- (20) Guenther, D. A. (1994). Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *Accounting Review*, 230-243.
- (21) Guidry, F., Leone, A. J., & Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1), 113-142.
- (22) Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- (23) Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions.

- Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 85-107.
- (24) Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- (25) Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 225-264.
- (26) Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 193-228.
- (27) Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- (28) Laux, C., & Laux, V. (2009). Board committees, CEO compensation, and earnings management. *The Accounting Review*, 84(3), 869-891.
- (29) Malmquist, D. H. (1990). Efficient contracting and the choice of accounting method in the oil and gas industry. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 173-205.
- (30) Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- (31) Oxelheim, L., & Clarkson, K. (2014). Cronyism and the Determinants of Chairman Compensation. *Journal of Business Ethics*, 1-19.
- (32) Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5), 349-364.
- (33) Petra, S. T., & Dorata, N. T. (2008). Corporate governance and chief executive officer compensation. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 8(2), 141-152.
- (34) Randøy, T., & Nielsen, J. (2002). Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6, 57-81.
- (35) Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- (36) Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- (37) Scholes, M. S., Wilson, G. P., & Wolfson, M. A. (1992). *Firms' responses to anticipated reductions in tax rates: The Tax Reform Act of 1986* (No. w4171). National Bureau of Economic Research.
- (38) Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 249-281.

- (39) Tang, H. W., Chen, A., & Chang, C. C. (2013). Insider trading, accrual abuse, and corporate governance in emerging markets—Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 24, 132-155.
- (40) Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.

表 1: 產業及年度樣本分配

Panel A: 產業樣本分配				
IndustryDummy	次數	百分比	累計 次數	累計 百分比
13	467	5.3	467	5.3
20	300	3.4	767	8.7
24	389	4.4	1,156	13.1
28	790	8.9	1,946	22.0
30	581	6.6	2,527	28.6
35	653	7.4	3,180	36.0
36	731	8.3	3,911	44.2
37	705	8.0	4,616	52.2
38	668	7.6	5,284	59.8
48	177	2.0	5,461	61.8
50	240	2.7	5,701	64.5
53	552	6.2	6,253	70.7
58	183	2.1	6,436	72.8
70	113	1.3	6,549	74.1
73	947	10.7	7,496	84.8
80	186	2.1	7,682	86.9
99	1,162	13.1	8,844	100.0
Panel B: 年度樣本分配				
Year	次數	百分比	累計 次數	累計 百分比
2007	495	5.6	495	5.6
2008	799	9.0	1,294	14.6
2009	867	9.8	2,161	24.4
2010	894	10.1	3,055	34.5
2011	921	10.4	3,976	45.0
2012	931	10.5	4,907	55.5
2013	950	10.7	5,857	66.2
2014	968	11.0	6,825	77.2
2015	989	11.2	7,814	88.4
2016	1,030	11.7	8,844	100.0

表 2 敘述性統計

N=8844

Panel A: 董事與執行長薪酬變數 (千元美)							
變數	平均值	中位數	最小值	最大值	Q1	Q3	標準差
DirCash	74.62	71.94	2.50	327.12	53.90	92.27	31.38
DirIncent_Awards	110.16	98.67	0.00	1,706.30	60.94	138.47	80.88
DirTotal	193.60	183.26	8.00	1,839.30	130.94	237.94	98.55
CEO_Cash	967.90	849.75	0.00	20,600.00	611.52	1,080.89	819.74
CEOIncent_Awards	3,434.69	2,279.81	0.00	35,876.98	894.00	4,778.28	3,777.02
CEO_Total	5,804.55	4,347.82	0.00	64,214.66	2,163.86	7,689.32	5,348.08
Panel B: 盈餘管理變數							
變數	平均值	中位數	最小值	最大值	Q1	Q3	標準差
DCA	-0.0040	-0.0030	-0.4380	0.7620	-0.0320	0.0230	0.0720
ABCFO	0.0210	0.0210	-0.5350	0.4730	-0.0190	0.0660	0.0800
ABPROD	-0.0350	-0.0290	-1.1260	0.8040	-0.1230	0.0490	0.1710
ABDiscExp	0.0210	0.0050	-0.7430	1.3770	-0.0580	0.0930	0.1630
REM	-0.0760	-0.0580	-2.3780	1.6640	-0.2540	0.0980	0.3490
TotalEM	-0.0800	-0.0590	-2.4920	1.7350	-0.2630	0.1020	0.3600
Panel C: 公司治理與公司特性變數							
變數	平均值	中位數	最小值	最大值	Q1	Q3	標準差
BoardSize	8.40	8.00	3.00	16.00	7.00	10.00	2.30
CEO_Duality	0.46	0.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.50
AGE	56.29	56.00	33.00	87.00	51.00	61.00	7.09
GENDER	0.97	1.00	0.00	1.00	1.00	1.00	0.18
CEO_Tenure	8.42	6.42	0.17	49.00	3.09	11.19	7.37
ROA	0.06	0.06	-0.40	0.41	0.04	0.09	0.06
Lev	0.52	0.51	0.04	2.78	0.37	0.65	0.24
Asset	6,382.01	1,935.30	16.70	101,677.00	669.05	5,889.85	12,065.47
RDS	0.04	0.00	0.00	3.94	0.00	0.04	0.11
Q	1.95	1.62	0.53	12.77	1.24	2.27	1.12

表 3 董事薪酬迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數: LnDirCash		應變數: LnDirTotal	
		參數 估計值	參數 估計值	參數 估計值	參數 估計值
Intercept		2.788 *** (53.70)	3.713 *** (71.72)		
BoardSize		-0.020 *** (-8.13)	-0.020 *** (-8.31)		
CEO_Duality		-0.047 *** (-4.93)	-0.070 *** (-7.32)		
AGE		0.006 *** (8.52)	-0.003 *** (-3.62)		
GENDER		-0.034 (-1.39)	0.055 ** (2.27)		
CEO_Tenure		-0.010 *** (-14.11)	-0.004 *** (-5.09)		
LagROA		0.070 (0.93)	0.432 *** (5.74)		
LagLev		0.144 *** (6.87)	0.020 (0.94)		
LagLnAsset		0.150 *** (39.38)	0.202 *** (53.18)		
LagRDS		-0.038 * (-1.82)	0.139 *** (6.76)		
Industry Dummy		Yes	Yes		
Year Dummy		Yes	Yes		
F 值		118.03	170.52		
Pr > F		<.0001	<.0001		
調整 R 平方		0.310	0.395		

表 4 執行長薪酬迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數: LnCEO_Cash		應變數: LnCEOIncent_ Awards		應變數: LnCEO_Total	
		參數		參數		參數	
		估計值		估計值		估計值	
Intercept		4.781 *** (36.44)	3.126 *** (11.87)	4.952 *** (45.93)			
ExcessDirTotal		0.065 ** (2.39)	1.042 *** (19.22)	0.458 *** (20.64)			
BoardSize		0.031 *** (5.18)	0.084 *** (6.85)	0.037 *** (7.44)			
CEO_Duality		-0.026 (-1.09)	0.018 (0.37)	0.051 ** (2.57)			
AGE		0.009 *** (5.28)	-0.019 *** (-5.30)	-0.002 (-1.37)			
GENDER		-0.102 * (-1.67)	-0.096 (-0.78)	-0.003 (-0.06)			
CEO_Tenure		0.000 (0.08)	-0.032 *** (-8.95)	-0.004 *** (-2.98)			
LagROA		0.585 *** (3.07)	0.844 ** (2.21)	1.047 *** (6.69)			
LagLev		0.244 *** (4.60)	0.271 ** (2.54)	0.204 *** (4.68)			
LagLnAsset		0.152 *** (15.81)	0.568 *** (29.39)	0.383 *** (48.46)			
LagRDS		0.015 (0.29)	0.503 *** (4.80)	0.225 *** (5.25)			
Industry Dummy		Yes	Yes	Yes			
Year Dummy		Yes	Yes	Yes			
F 值		35.36	91.27	184.61			
Pr > F		<.0001	<.0001	<.0001			
調整 R 平方		0.120	0.263	0.421			

表 5 董事薪酬與盈餘管理的迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數: TotalEM	
		參數 估計值	參數 估計值
Intercept		-0.373 *** (-7.29)	0.023 (0.41)
LnDirCash		0.029 *** (3.23)	
LnDirTotal			-0.084 *** (-9.28)
BoardSize		-0.003 ** (-1.55)	-0.005 *** (-2.66)
CEO_Duality		0.022 *** (2.69)	0.015 * (1.80)
AGE		0.003 *** (5.28)	0.003 *** (5.26)
GENDER		-0.029 (-1.40)	-0.025 (-1.23)
CEO_Tenure		-0.003 *** (-5.22)	-0.004 *** (-6.29)
LagROA		-1.106 *** (-17.16)	-1.067 *** (-16.60)
LagLev		0.127 *** (7.03)	0.132 *** (7.41)
LagLnAsset		0.010 *** (2.82)	0.031 *** (8.43)
LagRDS		-0.235 *** (-13.29)	-0.224 *** (-12.72)
Industry Dummy		Yes	Yes
Year Dummy		Yes	Yes
F 值		25.65	28.03
Pr > F		<.0001	<.0001
調整 R 平方		0.089	0.097

表 6 執行長薪酬與盈餘管理關係的迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數:		應變數:		應變數:	
		Total EM		Total EM		Total EM	
		估計值	參數	估計值	參數	估計值	參數
Intercept		-0.328	***	-0.250	***	-0.163	***
		(-6.89)		(-5.60)		(-3.32)	
LnCEO_Cash		0.008	**				
		(2.17)					
LnCEOIncent_Awards				-0.013	***		
				(-7.48)			
LnCEO_Total						-0.026	***
						(-6.02)	
BoardSize		-0.004	*	-0.003		-0.003	
		(-1.95)		(-1.31)		(-1.37)	
CEO_Duality		0.021	**	0.021	***	0.022	**
		(2.55)		(2.56)		(2.69)	
AGE		0.003	***	0.003	***	0.003	***
		(5.46)		(5.19)		(5.52)	
GENDER		-0.029		-0.031		-0.030	
		(-1.41)		(-1.51)		(-1.45)	
CEO_Tenure		-0.004	***	-0.004	***	-0.004	***
		(-5.77)		(-6.45)		(-5.96)	
LagROA		-1.108	***	-1.093	***	-1.077	***
		(-17.18)		(-16.99)		(-16.69)	
LagLev		0.129	***	0.134	***	0.136	***
		(7.17)		(7.50)		(7.58)	
LagLnAsset		0.013	***	0.022	***	0.024	***
		(3.99)		(6.42)		(6.65)	
LagRDS		-0.236	***	-0.229	***	-0.230	***
		(-13.36)		(-13.00)		(-13.03)	
Industry Dummy		Yes		Yes		Yes	
Year Dummy		Yes		Yes		Yes	
F 值		25.47		27.08		26.46	
Pr > F		<.0001		<.0001		<.0001	
調整 R 平方		0.088		0.094		0.092	

表 7 受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理關係的迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數: TotalEM		應變數: TotalEM		應變數: TotalEM	
		參數 估計值		參數 估計值		參數 估計值	
Intercept		-0.291 *** (-6.58)		-0.291 *** (-6.58)		-0.291 *** (-6.58)	
CEOCash_due_to_Dir		-1.308 *** (-9.28)					
CEOIncentive_due_to_Dir				-0.081 *** (-9.28)			
CEOTotal1_due_to_Dir						-0.184 *** (-9.28)	
BoardSize		-0.004 * (-1.85)		-0.004 * (-1.85)		-0.004 * (-1.85)	
CEO_Duality		0.021 ** (2.53)		0.021 ** (2.53)		0.021 ** (2.53)	
AGE		0.003 *** (5.62)		0.003 *** (5.62)		0.003 *** (5.62)	
GENDER		-0.030 (-1.45)		-0.030 (-1.45)		-0.030 (-1.45)	
CEO_Tenure		-0.004 *** (-5.79)		-0.004 *** (-5.79)		-0.004 *** (-5.79)	
LagROA		-1.104 *** (-17.20)		-1.104 *** (-17.20)		-1.104 *** (-17.20)	
LagLev		0.131 *** (7.32)		0.131 *** (7.32)		0.131 *** (7.32)	
LagLnAsset		0.014 *** (4.43)		0.014 *** (4.43)		0.014 *** (4.43)	
LagRDS		-0.236 *** (-13.42)		-0.236 *** (-13.42)		-0.236 *** (-13.42)	
Industry Dummy		Yes		Yes		Yes	
Year Dummy		Yes		Yes		Yes	
F 值		28.03		28.03		28.03	
Pr > F		<.0001		<.0001		<.0001	
調整 R 平方		0.097		0.097		0.097	

表 8 受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與公司績效關係的迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數: Q Tobin's q		應變數: Q Tobin's q		應變數: Q Tobin's q	
		參數		參數		參數	
		估計值	估計值	估計值	估計值	估計值	估計值
Intercept		2.475	***	2.475	***	2.475	
		(20.72)		(20.72)		(20.72)	
CEOCash_due_to_Dir		6.285	***				
		(16.51)					
CEOIncentive_due_to_Dir				0.389	***		
				(16.51)			
CEOTotal1_due_to_Dir						0.886	***
						(16.51)	
BoardSize		0.017	***	0.017	***	0.017	***
		(3.04)		(3.04)		(3.04)	
CEO_Duality		0.048	**	0.048	**	0.048	**
		(2.18)		(2.18)		(2.18)	
AGE		-0.011	***	-0.011	***	-0.011	***
		(-6.99)		(-6.99)		(-6.99)	
GENDER		0.132	**	0.132	**	0.132	**
		(2.36)		(2.36)		(2.36)	
CEO_Tenure		0.010	***	0.010	***	0.010	***
		(6.28)		(6.28)		(6.28)	
LagROA		7.653	***	7.653	***	7.653	***
		(44.12)		(44.12)		(44.12)	
LagLev		0.415	***	0.415	***	0.415	***
		(8.60)		(8.60)		(8.60)	
LagLnAsset		-0.151	***	-0.151	***	-0.151	***
		(-17.26)		(-17.26)		(-17.26)	
LagRDS		0.727	***	0.727	***	0.727	***
		(15.29)		(15.29)		(15.29)	
Industry Dummy		Yes		Yes		Yes	
Year Dummy		Yes		Yes		Yes	
F 值		117.05		117.05		117.05	
Pr > F		<.0001		<.0001		<.0001	
調整 R 平方		0.315		0.315		0.315	

表 9 受董事超額薪酬影響的執行長薪酬之盈餘管理與公司績效關係的迴歸分析

N=8844

變數	預期 符號	應變數: Q Tobin's q		應變數: Q Tobin's q		應變數: Q Tobin's q	
		參數 估計值	***	參數 估計值	***	參數 估計值	***
Intercept		2.475	***	2.475	***	2.475	***
		(20.72)		(20.72)		(20.72)	
EM_due_to_CEOCashDir		-4.806	***				
		(-16.51)					
EM_due_to_CEOIncentiveDir				-4.806	***		
				(-16.51)			
EM_due_to_CEOTotalDir						-4.806	***
						(-16.51)	
BoardSize		0.017	***	0.017	***	0.017	***
		(3.04)		(3.04)		(3.04)	
CEO_Duality		0.048	**	0.048	**	0.048	**
		(2.18)		(2.18)		(2.18)	
AGE		-0.011	***	-0.011	***	-0.011	***
		(-6.99)		(-6.99)		(-6.99)	
GENDER		0.132	**	0.132	**	0.132	**
		(2.36)		(2.36)		(2.36)	
CEO_Tenure		0.010	***	0.010	***	0.010	***
		(6.28)		(6.28)		(6.28)	
LagROA		7.653	***	7.653	***	7.653	***
		(44.12)		(44.12)		(44.12)	
LagLev		0.415	***	0.415	***	0.415	***
		(8.60)		(8.60)		(8.60)	
LagLnAsset		-0.151	***	-0.151	***	-0.151	***
		(-17.26)		(-17.26)		(-17.26)	
LagRDS		0.727	***	0.727	***	0.727	***
		(15.29)		(15.29)		(15.29)	
Industry Dummy		Yes		Yes		Yes	
Year Dummy		Yes		Yes		Yes	
F 值		117.05		117.05		117.05	
Pr > F		<.0001		<.0001		<.0001	
調整 R 平方		0.315		0.315		0.315	

科技部補助專題研究計畫出席國際學術會議

心得報告

日期：106 年 8 月 6 日

計畫 編號	MOST 105-2410-H-032-029		
計畫 名稱	執行長薪酬、董事薪酬與盈餘管理-協同或共謀?		
出國人員姓名	湯惠雯	服務機構 及職稱	淡江大學保險學系 副教授
會議 時間	106 年 6 月 28 至 106 年 6 月 30 日	會議 地點	希臘 干尼爾
會議 名稱	EuroConference 2017		
發表 題目	The effect of product market competition on the relationship between corporate governance and earnings management		

一、參加會議經過

本次個人獲取科技部經費補助，參加於希臘干尼爾舉行之 The International Conference on Emerging and Developing Economies (EuroConference 2017) Conference，本研討會期間自 2017 年 6 月 28 日至 30 日，共三日。本研討會係由 The Society for the Study of Emerging Markets (SSEM)與希臘的 University of Thessaly 合辦，提供對新興市場經濟體系政策議題相關研究感興趣的學者們，一個共同發

表及交換意見的場域。

本研討會的主要議題包括經濟成長與發展、國內與國際機構、貨幣與財政政策、銀行與金融市場、區域經濟整合，能源與安全、國際企業與全球化，以及其他與新興國家或發展中國家相關的議題，並邀請四位來自不同國家的學者擔任 Keynot Speaker，包括：Prof. Josef C. Brada (Arizona State, University, USA)，演講主題為" European Union Convergence in an Age of Diminishing Expectations"；Mr. Ilan Alon (University of Agder, Norway)，演講主題為" An Assessment of China's Global Aspirations"；與 Prof Nikos Christodoulakis (Athens University of Economics and Business, Greece)，演講主題為"The Greek Economy: Progress, Puzzles and the Need for a New Policy"，演講內容非常具有實務性。此外，第三天尚有來自世界銀行的 Mr. Ayhan Kose 的專題演說。

第一天的會議主要是兩場 Keynote Speaker 的演講。第二天及第三天共有 11 個 session 的論文發表，每個 session 皆為 1 小時 30 分，各有 3~4 位學者發表論文，可以有較充分的時間討論及提問，共有數十位來自世界各國的優秀學者。本研討會包括個人，僅有兩位學者來自台灣。

個人的報告時間在第二天中午(12:45 至 14:15)，本場次以國際企業與全球化為主軸，由 Professor Roger C.Y. Chen 所主持，共有 3 篇論文發表，這些論文的作者分別來自台灣及土耳其。此次個人所發表的論文為” The effect of product market competition on the relationship between corporate governance and earnings management”。此外，研討會主辦單位 The Society for the Study of Emerging Markets，也是 Emerging Market Finance and Trade 期刊(SSCI)的 Managing Editor - Professor Ali M. Kutan 與 Eastern European Economics 期刊 (SSCI)的

主編(本研討會其中一位 Keynote speaker) - Dr. Josef Brada 皆來聆聽本場次的報告，Dr. Josef Brada 給予本論文許多寶貴的意見。

本研討會主要是以經濟、財務及國際企業為主軸，各國學者參與相當熱烈，發表人報告皆在水準以上，參與者的提問也非常踴躍，個人受惠良多。此外，個人在 Coffee break 及 lunch time 與其他各國學者的交流，也有相當多的收穫。

二、 與會心得

由於本研討會由 The Society for the Study of Emerging Markets (SSEM)與希臘的 University of Thessaly 合辦，而 SSEM 主要的期刊為 Emerging Market Finance and Trades，係為 SSCI 期刊，亦與其他另兩個期刊合辦，因此吸引了許多 SSCI 期刊主編的參與及注意。因此，個人於參與本研討會之後，旋即陸續收到五個 SSCI 期刊主編的邀請，擔任各該期刊的論文審查委員；不過，其中可能也包括個人最近有一篇論文刊登在 SSCI 期刊，而受到這些期刊編輯的邀請。

個人認為，參與這樣的國際研討會，除了讓自己有機會使研究受到檢視，獲得國外學者不同觀點的建議，有助於論文的修正與改進，提升論文的品質，以投稿至優良的國際期刊；此外，更有機會與各國學者及知名期刊主編進一步交流，受到國際的注目，有助於提升我國及個人服務學校的能見度。

在此，個人非常感謝科技部每一年的經費支持，這使得個人更有動力致力於研究論文的完成，更可藉由參與國際性研討會發表論文，學習相關領域最新的研究趨勢及研究方法，與各國學者進一步交流，增進國際學術研究的互動，使得個人獲益良多。

本次為個人第七次藉由科技部經費支持參與國際研討會發表論

文，再加上個人這些年在研究上的努力，使得個人用英文發表論文時，愈來愈從容自在，這也是另一個收穫。因此，在此再次感謝行政院科技部經費的支持，使得個人得以在此經費支持下，參與這些重要的國際學術活動，有更多的成長及研究的精進。

三、發表論文全文或摘要

本次研討會個人所發表論文的名稱及摘要如下所示：

題目：The effect of product market competition on the relationship between corporate governance and earnings management

摘要：

This study explores the effect of product market competition on the relationship between corporate governance and earnings management. The research sample comprises firms listed on the Taiwan Stock Exchange (TSE) and Taipei Exchange from 2003 to 2014. The results indicate that the managers of firms with low product market power or facing strong market competition could be induced to employ earnings management through accounting discretion and real operational activities. The influence of product market power on earnings management is more significant than that of market competition. The regression results for subsamples grouped by product market power and industry competition indicate that, in the subsamples where product market power is weak or industry competition is fierce, the effect of corporate governance on earnings management could easily fail, and even exacerbate managerial earnings manipulation. In other words, the pressure from market competition could reduce the effect of corporate governance and even

induce managers to employ earnings management.

Keywords: accounting discretion; corporate governance; earnings management; industry competition; product market competition; product market power.

四、建議

由於這幾年個人的研究皆獲得科技部的經費支持，因此得以在英文論文翻譯、編修費用，及各方面的經費支持，可以持續參與國際研討會的論文發表，爾後該些論文已陸續刊登於知名學術期刊上。這些皆增加個人持續完成各項研究的動力。在此，個人對於科技部各項經費支持，致上最深的感謝。

五、攜回資料名稱及內容

1. 研討會網站連結: <https://euroconference2017.econ.uth.gr/>

六、研討會議程

Wednesday 28th of June, 2017

15:00 - 16:00 Imperial Lobby

Registration & Distribution of Conference Information

16:00 - 16:30 Imperial Main

Conference Welcome from Organizers

16:30 - 16:45 Imperial Main

Welcome and Introduction of Keynote Speakers

16:45 - 17:30 Imperial Main

Keynote address presented by Prof. Josef C. Brada, Arizona State University, USA

"European Union Convergence in an Age of Diminishing Expectations"

17:30 - 18:15 Imperial Main

Keynote address presented by Mr. Ilan Alon, University of Agder, Norway

"An Assessment of China's Global Aspirations"

18:15 - 21:00 Imperial Lobby

Welcome Reception: Refreshments and Snacks will be served

- Emmanouil D. Gkinoglou, Department of Accounting & Finance, University of Macedonia, Greece
- Dimitrios Ginooglou, Department of Accounting & Finance, University of Macedonia, Greece

09:00 - 10:30 Imperial 2

SESSION: MONETARY & FISCAL POLICIES

Session Chair: Mikko Mäkinen, Bank of Finland, Institute for Economics in Transition (BOFIT), Helsinki, Finland

On Government Expenditure, Fiscal Deficit and Public Debt

- Israa Adel Elhusseiny, Economics Department, Faculty of Economics and Political Science, Cairo University, Giza, Egypt
- Surajit Das, Centre for Economic Studies & Planning, School of Social Sciences, Jawaharlal Nehru University, New Delhi, India

Japanese Taxation System and Income Shifting Behaviour of Multinational Corporations

- Shaif Jarallah, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

The Effect of Monetary Policy on Output and Inflation: Evidence from Russia

- Mikko Mäkinen, Bank of Finland, Institute for Economics in Transition (BOFIT), Helsinki, Finland

On the Effectiveness of 'Inflation Targeting' Policy

- Surajit Das, Centre for Economic Studies & Planning, School of Social Sciences, Jawaharlal Nehru University, New Delhi, India

10:30 - 11:00 Coffee Break

11:00 - 12:30 Imperial Main

Keynote address presented by Prof Nikos Christodoulakis, Athens University of Economics and Business, Greece

"The Greek Economy: Progress, Puzzles and the Need for a New Policy"

12:45 - 14:15 Imperial 1

SESSION: BANKING & FINANCIAL MARKETS I

Session Chair: Stephanos Papadamou, Department of Economics, University of Thessaly, Greece

Covariance Estimation Using High-Low Prices with Implications for Futures vs Spot Volatility

- Lakshmi Padmakumari, Institute for Financial Management & Research (IFMR), India

Interest Rate Pass through in a Markov-switching Vector Autoregression model: Evidence from Greek Retail Bank Interest Rates

- Stephanos Papadamou, Department of Economics, University of Thessaly, Greece

Determinants of Non-Performing Loans in Emerging and Developing Economies

- Narman Kuzucu, Beykent University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Turkey
- Serpil Kuzucu, Beykoz University Faculty of Business and Management Sciences, Turkey

12:45 - 14:15 Imperial 2

SESSION: ECONOMIC GROWTH & DEVELOPMENT II

Session Chair: Sudipta Sen, Indian Institute of Management Indore

Energy Consumption, Human Development and Sustainable Economic Growth: The Case of Europe and the CIS

- Ebru Tomris Aydoğan, Yeditepe University, Istanbul, Turkey

The Importance of the Institutional Environment for Efficient Economic Policymaking

- Georgios Stefanis, Department of Economics, University of Thessaly, Greece

Public Expenditure on Education and Economic Growth in India: Through Wagner's Lens

- Sudipta Sen, Indian Institute of Management Indore
- Noopur Verma, National University of Educational Planning and Administration, New Delhi

12:45 - 14:15 Imperial 3

SESSION: INTERNATIONAL BUSINESS & GLOBALISATION I

Session Chair: Roger C. Y. Chen, National Kaohsiung First University of Science and Technology, Taiwan, R.O.C.

The Effect of Product Market Competition on the Relationship Between Corporate Governance and Earnings Management

- Hui-Wen Tang, Department of Insurance, Tamkang University, Taiwan

Global Supply Chains and Business Cycle Comovements

- Gül Ertan Özgüzer, Izmir University of Economics, Turkey

The Relationship Between Ex-Ante Cost of Equity Capital and Corporate Social Responsibility in Introductory and Maturity Period

- Roger C. Y. Chen, National Kaohsiung First University of Science and Technology, Taiwan, R.O.C.

14:15 - 15:30 Lunch: Elia Restaurant

15:30 - 17:00 Imperial Main

SESSION: COUNTRY SPECIFIC STUDIES I

Session Chair: Omar Gharalbeh, Department of Finance and Banking, Al al-Bayt University, Mafrqa, Jordan

Determinants and Effects of Firm Entry in the Polish Regions

- Pawel Gajewski, Faculty of Economics and Sociology, University of Lodz, Poland
- Ali M. Kutan, Department of Economics and Finance, Southern Illinois University Edwardsville, Illinois, USA

Asymmetric Impacts of Foreign Exchange Rate on the Demand for Money in Turkey: New Evidence from Nonlinear ARDL Estimation

- Zouhair Mrabet, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

Size, Value and the January Seasonality in the Lebanon Stock Market

- Omar Gharalbeh, Department of Finance and Banking, Al al-Bayt University, Mafrqa, Jordan

Trading Volume and Momentum: Evidence from 23 Jordanian Indices

- Omar Gharalbeh, Department of Finance and Banking, Al al-Bayt University, Mafrqa, Jordan

15:30 - 17:00 Imperial 1

SESSION: INTERNATIONAL BUSINESS & GLOBALISATION II

Session Chair: Malgorzata Burchard, University of Lodz, Poland

Firm Specific Determinants of Bank Interest Rate Spread and their Relationship with Ownership Structure: An Empirical Assessment of Indian Banks

- Jayan Velayudhan, NMIMS School of Business Management, Mumbai, India

Financial Development and Economic Growth in Uganda: A Multivariate Causal Linkage Inequality: Political and Economic Viewpoint

- Nicholas M Odhiambo, Department of Economics, University of South Africa, South Africa

Mongolia on the Way Towards an Open Economy During Systemic Transition - Consequences for Domestic and Foreign Investors

- Malgorzata Burchard, University of Lodz, Poland

15:30 - 17:00 Imperial 2

SESSION: BANKING & FINANCIAL MARKETS II

Session Chair: Houcem Eddine Smaoui, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

The Role of Counterparty Risk and Asymmetric Information in the Interbank Market

- Cappelletti Giuseppe, European Central Bank (ECB), Frankfurt, Germany

Long Range Dependence in an Emerging Stock Market's Sectors: Volatility Modelling and VaR Forecasting

- Nedal Ahmed Mohd Alfayoumi, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar
- Bana Mousa Yousef Abuzayyed, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar
- Lanouar Charfeddine, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

Is the Islamic Interbank Benchmark Rate Different from Conventional Interbank Rates?

- Salem Nechi, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar
- Houcem Eddine Smaoui, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

15:30 - 17:00 Imperial 3

SESSION: INTERNATIONAL BUSINESS & GLOBALISATION III

Session Chair: Bana Mousa Yousef Abuzayyed, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

Bitcoin and Portfolio Diversification: A European Perspective

- Vaibhav Lalwani, Indian Institute of Management, Lucknow, India
- Mayank Santosh, Delhi Technological University, Delhi, India
- Prateek Bedi, Department of Financial Studies, University of Delhi, Delhi, India

On the Choice of Performance Evaluation Measure for Making Investment Decisions

- Prateek Bedi, Department of Financial Studies, University of Delhi, Delhi, India
- Mayank Santosh, Delhi Technological University, Delhi, India

A Credit Design for Irrationally Pessimistic Entrepreneurs

- Umut Keskin, Istanbul Bilgi University, Santral Istanbul, Turkey

The Speed of Adjustment to Information: Evidence from Emerging Markets Upgrade Event

- Bana Mousa Yousef Abuzayyed, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar
- Nedal Ahmed Mohd Alfayoumi, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

20:00 Gala Dinner: Athena Hall

20:00 Gala Dinner: Athena Hall

Friday 30th of June, 2017

08:30 - 09:00 Imperial Lobby Registration

09:00 - 10:30 Imperial Main

Keynote address presented by Mr. Ayhan Kose, World Bank, would help to give time for keynote talk and for sessions separately

09:00 - 10:30 Imperial 1

SESSION: INTERNATIONAL BUSINESS & GLOBALISATION IV

Session Chair: Jun Huang, Business School, Hunan University, China

Learning-by-Exporting Hypothesis Revisited: The Case of Central and Eastern European Manufacturing Companies

- Kadi Männasoo, Department of Economics and Finance, Tallinn University of Technology, Estonia

Innovation Investment During Intergenerational Succession: Evidence from Chinese Family Firms

- Jun Huang, Business School, Hunan University, China

Thursday 29th of June, 2017

08:30 - 09:00 Imperial Lobby Registration

09:00 - 10:30 Imperial Main

SESSION: ECONOMIC GROWTH & DEVELOPMENT I

Session Chair: Inna Lazanyuk, RUDN University, Moscow, Russia

Prospects of the Russian Economy: Capital for Growth

- Svetlana Balashova, RUDN University, Moscow, Russia
- Inna Lazanyuk, RUDN University, Moscow, Russia

Public Debt and Economic Growth in the Western Balkans

- Besnik Fetai, Faculty of Business Administration, South East European University, Republic of Macedonia

Indian Concept of Sustainable Development: Growth Scenarios

- Inna Lazanyuk, RUDN University, Moscow, Russia
- Svetlana Balashova, RUDN University, Moscow, Russia

09:00 - 10:30 Imperial 1

SESSION: INTERNATIONAL ECONOMICS & FINANCE I

Session Chair: Salem Nechi, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

The Nonlinear Analysis of Imports Cost-Pass-Through to Inflation in GCC Countries

- Mouyad Al Samara, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

The GCC-China Trade Flows: A Win-Win Changing Pattern

- Salem Nechi, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

Mouyad Al Samara, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

Zouhair Mrabet, College of Business and Economics, Qatar University, Doha, Qatar

Accounting Adjustments for Appraising SMEs in Greece Under the New Greek Accounting standards?

- Athanasios D. Karampouzis, Department of Accounting & Finance, University of Macedonia, Greece

105年度專題研究計畫成果彙整表

計畫主持人：湯惠雯		計畫編號：105-2410-H-032-029-				
計畫名稱：執行長薪酬、董事薪酬與盈餘管理－協同或共謀？						
成果項目		量化	單位	質化 (說明：各成果項目請附佐證資料或細項說明，如期刊名稱、年份、卷期、起訖頁數、證號...等)		
國內	學術性論文	期刊論文		0	篇	
		研討會論文		0		
		專書		0	本	
		專書論文		0	章	
		技術報告		0	篇	
		其他		0	篇	本計畫目前已完成，且已完成研究論文撰寫，即將準備投稿至國際性研討會。
	智慧財產權及成果	專利權	發明專利	申請中	0	
				已獲得	0	
			新型/設計專利		0	
		商標權		0	件	
		營業秘密		0		
		積體電路電路布局權		0		
		著作權		0		
		品種權		0		
		其他		0		
	技術移轉	件數		0		件
		收入		0	千元	
	國外	學術性論文	期刊論文		0	篇
			研討會論文		0	
			專書		0	本
專書論文			0	章		
技術報告			0	篇		
其他			0	篇		
智慧財產權及成果		專利權	發明專利	申請中	0	
				已獲得	0	
			新型/設計專利		0	
		商標權		0	件	
		營業秘密		0		
		積體電路電路布局權		0		
		著作權		0		
		品種權		0		

		其他	0		
	技術移轉	件數	0	件	
		收入	0	千元	
參與計畫人力	本國籍	大專生	1	人次	大專生兼任研究助理藉由參與本計畫的學習： (1) 搜尋及下載國外財務及高階經理人資料庫 (2) 學習到重要會計項目間的關係 (3) 學習到確認所下載研究資料的正確性
		碩士生	5		研究生兼任研究助理藉由參與本計畫的學習： (1) 學習到國外財務及高階經理人資料的搜尋，下載及整理。 (2) 學習到研究所需相關文獻的搜尋，下載及整理的方法。 (3) 對本研究相關議題有進一步的了解 (4) 藉由參與本研究實證結果整理，學習碩士論文實證結果的呈現
		博士生	0		
		博士後研究員	0		
		專任助理	0		
	非本國籍	大專生	0		
		碩士生	0		
		博士生	0		
		博士後研究員	0		
		專任助理	0		
其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)			本計畫目前已完成，且已完成研究論文撰寫，即將準備投稿至國際性研討會。		

科技部補助專題研究計畫成果自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現（簡要敘述成果是否具有政策應用參考價值及具影響公共利益之重大發現）或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以100字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形（請於其他欄註明專利及技轉之證號、合約、申請及洽談等詳細資訊）

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以200字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性，以500字為限）

本研究對高階經理人薪酬、董事薪酬及盈餘管理相關學術研究的貢獻有三點。第一，本研究檢視執行長與董事薪酬的關係，並進一步估計受董事超額薪酬影響的執行長薪酬與盈餘管理的關係，以釐清此部份薪酬的增加係因公司業務需要，或兩者為提高自身利益共謀的結果。此為過去文獻所尚未探討的部份。第二，本研究估計受董事超額薪酬影響的執行長薪酬而產生的盈餘管理，並檢測其與公司績效的關係，此亦為過去研究尚未討論的關係。第三，本研究發現，企業給予董事及執行長現金薪酬，較可能增加其利用各項盈餘管理活動以提高薪酬的可能性，若授予其誘因薪酬，則可減少其為提高薪酬而向上調整盈餘的情形。因此，本研究的執行能補充學術研究的缺口，且研究結果能作為企業在高階經理人與董事薪酬制訂及主管機關的監理的參考，具有學術及研究的參考價值。

4. 主要發現

本研究具有政策應用參考價值：否 是，建議提供機關
(勾選「是」者，請列舉建議可提供施政參考之業務主管機關)

本研究具影響公共利益之重大發現：否 是

說明：(以150字為限)

研究結果發現，董事會特性、執行長特性及公司特性，對董事及執行長薪酬具有顯著影響。無法被上述特性解釋的董事超額總薪酬，對於執行長的現金薪酬、誘因薪酬及總薪酬具相當顯著的正向影響。受董事超額薪酬影響的執行長現金薪酬、誘因薪酬與總薪酬，對盈餘管理累計數呈現負向顯著影響，對Tobin's q具正向顯著影響。