

中國文化大學商學院會計研究所
碩 士 論 文

Master program, Department of Accounting
College of Business
Chinese Culture University
Master Thesis

股權結構、信用風險與盈餘管理
之關聯性

A Study on the Relationships among
Shareholding Structure, Credit Risk
and Earnings Management

指導教授：黃金發
羅曼菱

Advisor: Jin-Fa Hwang, Ph. D.
Mang-Ling Lo, Ph. D.

研 究 生：劉彥甫
Graduate Student: Yen-Fu Liu

中華民國 101 年 1 月
January, 2012

論文名稱：股權結構、信用風險與盈餘管理之關聯性 總頁數：47

校(院)所組別：中國文化大學商學院會計研究所

畢業時間及提要別：100 學年度第 1 學期碩士學位論文提要

研究生：劉彥甫

指導教授：黃金發

羅曼菱

論文提要內容：

本研究以台灣經濟新報資料庫(TEJ)之風險評等來衡量企業信用風險(TCRI)，探討企業信用風險與盈餘管理動機之關聯性。本文樣本以台灣經濟新報資料庫2003年至2007年之產業(不含金融、保險業)，共有信評與財務年資料5,001筆，並以Kothari計算之裁決性應計數作為盈餘管理之代理變數。再加入股權結構變數為干擾變數，再探討股權結構與信用風險、盈餘管理三者間之關係。

本研究以敘述性統計與迴歸分析等統計方法，以了解企業信用風險對盈餘管理之關聯性及股權結構對兩者間之影響。本文實證結果發現，信用風險與盈餘管理呈正相關，當企業信用風險愈高時，其盈餘管理現象愈嚴重。另外，本文股權結構分為董監事持股比率、經理人持股比率、偏離指數，信用風險與董監事持股之交乘項對盈餘管理呈現負相關；信用風險與經理人持股之交乘項對盈餘管理呈現正相關；信用風險與偏離指數之交乘項對盈餘管理呈現正相關，顯示當企業信用風險高時，董監事持股比率愈高愈有抑制盈餘管理之動機；當企業信用風險高時，經理人持股比率愈高愈有操縱盈餘之動機；當企業信用風險高時，偏離指數愈高盈餘管理情事愈嚴重。

關鍵字：信用風險(credit risk)，盈餘管理(earnings management)，
股權結構(shareholding structure)。

A Study on the Relationships among Shareholding
Structure Credit Risk and Earnings Management.

Student: Yen-Fu Liu

Advisor: Prof. Jin-Fa Hwang
Prof. Mang-ling Lo

Chinese Culture University

ABSTRACT

In this study, the Taiwan Economic Journal (TEJ) database risk rating to measure the corporate credit risk (TCRI), investigate between TCRI and the earnings management motivation and relevance. This sample of Taiwan Economic Journal database from 2003 to 2007 the industry (excluding financial and insurance industry), there are credit ratings and financial information on 5,001 date, and to calculate the value of Kothari should count as a proxy for earnings management. Then add a variable to interfere with shareholding structure, re-examine the shareholding structure, credit risk, earnings management and the relationship among the three.

In this study, descriptive statistics and regression analysis and other statistical methods, to learn and understand the credit risk for earnings management and shareholding structure of the effect between the two. This evidence was found that credit risk was positive correlation with earnings management, while the higher corporate credit risk, its more serious phenomenon of earnings management.

In addition, the shareholding structure of this study are shareholding ratio of directors and supervisors, ratio of managers holding and deviation index, credit risk and directors and supervisors ratio of synergism show that negative correlation with earnings management; credit risk and managers holding ratio of synergism show that positive correlation with earnings management; credit risk and deviation index of synergism show that positive correlation with earnings management.

Key Words: credit risk, earnings management, shareholding structure

誌謝辭

時光匆匆，一轉眼研究所二年多的學業生涯已經過去了。回想這段期間，在學業及待人接物皆有很多的收穫，而最重要的是完成了本篇畢業論文，取得碩士學位。

今能順利完成本篇論文，首先要感謝我的指導教授黃金發教授，不厭其煩得指導資質駑鈍的我，如果沒有黃老師的耐心指正，學生勢必無法如期完成本篇論文。老師像父親一樣地教導、及包容我。指導過程中，無論是學業上還是生活上的問題，老師總是耐心的回答我很多問題，讓我能順利地完成碩士論文。以及感謝，口試委員李所長慕萱及馬嘉應教授，在百忙之中，能夠給予本篇論文指導得以精益求精達到更高的品質。

再者，這兩年中，感謝家人給予我經濟上、實質上的支持，讓我無後顧之憂地去完成我的碩士夢想。

最後，感謝所有曾經幫助過我的朋友，並給予我勇氣完成學業。

內容目錄

中文摘要	iii
英文摘要	iv
誌謝辭	v
內容目錄	vi
表目錄	viii
圖目錄	ix
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究動機、目的	2
第三節 研究流程	4
第四節 研究架構	6
第二章 文獻回顧與探討	7
第一節 信用風險之文獻探討	7
第二節 盈餘管理的定義及文獻探討	12
第三節 股權結構文獻探討	17
第三章 研究方法	20
第一節 研究假說發展	20
第二節 研究設計	22
第三節 變數定義及衡量	23
第四節 實證模型	30
第四章 實證結果與分析	32
第一節 敘述性統計	32
第二節 相關係數分析	33
第三節 差異分析比較結果	34
第四節 實證結果分析	35

第五章	結論與建議	38
第一節	研究結論	38
第二節	建議	39
參考文獻		40



表 目 錄

表 2-1	風險等級級距	9
表 2-2	評分依據	10
表 2-3	APL財務壓力計算之門檻設定	10
表 3-1	變數操作性定義	29
表 4-1	敘述統計	33
表 4-2	相關係數分析	34
表 4-3	差異分析	35
表 4-4	信風險與盈餘管理之關係	36
表 4-5	信用風險、股權結構與盈餘管理之關係	37



圖目錄

圖 1-1	研究流程圖	5
圖 1-2	研究架構圖	6



第一章 導論

本章導論共分為三節，第一節敘述本研究之背景，第二節說明研究動機、目的，第三節研究流程，第四節研究架構。

第一節 研究背景

當經濟景氣狀況蕭條的時候，企業很容易因為體質不良，或是經營不當爆發財務危機。2004年國內股市低迷，驚傳出博達科技公司因無力償還近30億公司債，以無預警方式向士林地方法院提出公司重整申請，緊接著又傳出約63億資金缺口。2007年力霸、嘉食化公司則悄悄向台灣證交所申請重整，兩家七年來累積虧損超過兩百六十五億的上市公司，讓許多投資者譁然、錯愕，影響之大包括旗下中華銀行造成擠兌而被政府接管，且讓我國付出高額的社會代價。而國外恩隆(Enron)公司曾為美國第七大企業，於2001年因爆發會計醜聞而演化了許多制度上的革新，催生了沙氏法案的增列。恩隆利用成立之特殊目的個體戶(SPE)擴張投資，並透過與SPE的交易來虛增盈餘美化財務報表。經濟衰退加上擴張投資產生的鉅額虧損，終使恩隆無法再經由SPE之安排交易來掩蓋鉅額虧損與所漏列的負債，而走向破產一途；日本活力門集團事件，因涉嫌違反日本證交法(散播不實併購資訊藉以誤導投資人並操縱股價圖利)。檢調單位查出活力門虛灌營收，財務造假的重大證據，從而揭發活力門粉飾財務報表的會計醜聞，對國家經濟影響的幅度深廣，難以計量。

但這些弊案爆發前，投資人卻無法從企業財務報表中發現該企業之財務狀況可能存在問題。原因為公司故意隱匿其財務狀況，使投資人難以察覺公司已發生了財務危機。而上述這些弊案

除了財務危機外尚有或多或少的共通點—在於公司治理普遍不佳、盈餘管理現象嚴重。本篇研究希望集結前人之研究為藍圖，以信用風險跟盈餘管理之間的關係作另一面向的研究方向。

第二節 研究動機、目的

近年來國內企業資金來源之統計資料顯示，債務融資確為國內企業之重要籌資管道，而信用風險之高低影響債務融資之可能性與成本，因此，通常信用風險較高之企業，由於其資金調度、籌措困難不易，所以其較易產生財務危機。王舒慧(2004)研究實證顯示，使用企業信用風險(Taiwan Corporate Credit Risk Index,TCRI)來衡量財務危機，危機發生前三年到前一年均有顯著解釋力，其結果顯示當信用風險愈高，公司愈容易發生財務危機。而信用風險高的公司可能會為了解決債務問題或進行再融資，進而從事盈餘管理，虛飾財務狀況而導致投資者的誤信。國內學者林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正(1997)探討管理當局在公司面臨財務困難之際，是否會企圖操縱損益，以避免遭到變更交易的處分。該研究之實證結果顯示，管理當局在公司面臨財務困難並有變更交易之虞，會利用裁決性應收帳款、存貨以及營業外收入來操縱損益。而過去文獻著重對財務危機的預測或是財務危機與盈餘管理兩者間之關係進行研究，也有文獻探討藉由操縱盈餘數字影響信用評等之研究，對於本研究透過評等機構對企業評等其風險來判斷是否有顯著盈餘管理的動機的研究主題略有不同。因此，本研究欲探討，當公司信用風險較高時，是否其盈餘管理程度較為嚴重。預期公司的信用風險越高，其較可能隱匿其財務狀況，此時，公司信用風險程度和管理者盈餘管理程度間關聯性愈大，如本研究假說與研究結果一致，可幫助投資者對於投資公司進行更正確之判斷與

評估，也可使其他投資大眾多了雙羽翼來防範於未然，避免其遭逢劇變。

另外，台灣大部分之企業的董事擁有較多比重的股權，在從事以股票為借款擔保的抵押、質押時，相對地，股價就是擔保的價格，合理推論董事是否會為了防止股價下跌，而有操縱股票的動機？所以，本研究還欲探討股權結構是否會對信用風險和盈餘管理間之關聯性產生影響。本研究根據以前文獻將股權結構分為董監持股比率、經理人持股比率以及控制權與盈餘分配權之偏離指數。根據以前文獻顯示，Jensen and Meckling (1976)指出股東與債權人間也存在潛在利益衝突的代理問題架構下。Fama (1980)和Fama and Jensen (1983)表示董事會有降低代理問題的功能，該功能發揮之強弱與其組成結構有關，也必須同時扮演策略、控制等角色(Zahra and Pearce, 1989)。此外，亦有研究發現，當公司控制股東透過交叉持股或金字塔結構等方式，使所有權嚴重偏離投票權(Claessens, Djankov, and Lang, 2000)，會導致挪用或不當配置公司資源與侵害權益(Lemmon and Lins, 2003)。而在控制權與盈餘分配權明顯分離的狀態下，控制股東侵佔與損害小股東或債權人財富之傾向愈強，盈餘管理之情事愈有萌發之可能。因此，根據上述文獻，本研究欲延伸探討，在不同的股權結構之構造下，信用風險和盈餘管理間之關聯性是否會有所變化。綜合以上所述，所衍生出來的研究目的有下列兩項：

- 一、當公司信用風險較高時，其盈餘管理程度是否較為嚴重。
- 二、股權結構對於信用風險和盈餘管理兩者間之關聯性是否有所影響。

第三節 研究流程

本研究分為五章，並針對各章的內容作簡要說明：

第一章緒論，本章主要說明研究背景、動機與目的、研究架構及流程，並進一步導出本研究的方向。第二章文獻探討，本研究分別介紹信用風險、盈餘管理與股權結構相關之文獻。第三章研究方法，本章主要說明研究假說、變數之定義與衡量、模型之建立、資料來源以及選取樣本方法。第四章實證結果與分析，實證結果將本研究之研究假說進行實證並列出實證結果，在進行相關分析與討論。第五章結論與建議，本章主要說明由實證分析所得到的結論，以及研究所受到的限制，及後續之研究建議。論文章節架構如圖 1-1：



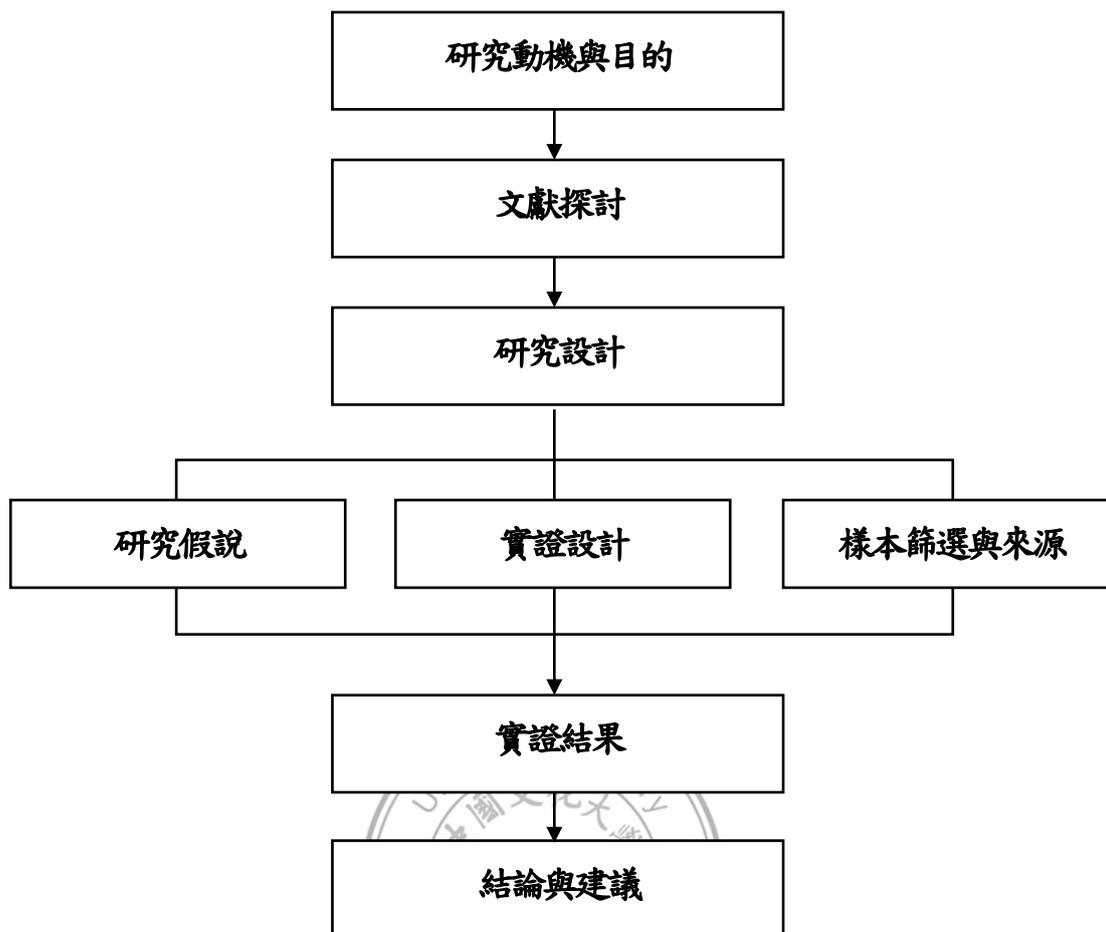


圖 1-1 論文章節架構

第四節 研究架構

茲將上述研究主題描繪成圖，以利釐清主題，如圖 1-2 所示：

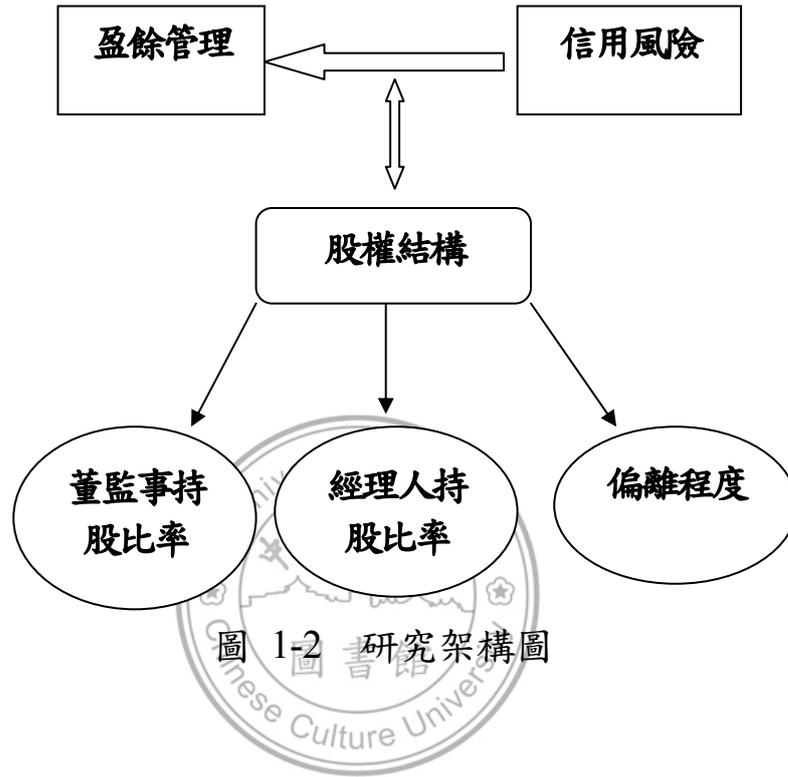


圖 1-2 研究架構圖

第二章 文獻回顧與探討

本章將相關文獻分為三節，第一節說明信用風險之相關文獻，第二節介紹盈餘管理的定義及文獻，第三節為股權結構之相關文獻。

第一節 信用風險之文獻探討

一、信用評等介紹

信用評等，簡單來說是對企業(債務人)的償債能力進行評等，使用者可藉由評等的結果來了解企業或標的物的財務是否健全，除評估債務人本身的信用風險外，亦包括了此特定債務的約束及條件，例如抵押品及求償順位等；同時亦表示，萬一發生違約時，如：破產、重整或在破產法的其他協助下，或在其他法律下會影響債權人權益時，對債權人之保護程度。在一般的應用上，信用評等係以簡單易懂的符號，提供投資人各種債務的客觀、獨立的意見。例如：AAA 等級或第一等級表示投資人可準時完全收回其投資本金及利息的最高級的債信品質。若評等的等級往下調整時，表示投資回收的可能性愈低，也就是違約倒帳的機率愈高。但信用評等並非表達債務倒帳的絕對風險。評等公司穆迪認為評等不能當作違約倒帳的預測工具，它只不過敘明債務違約機會的高低，是一種相對風險的衡量。信用評等所揭露者僅為風險面，而且僅是一種風險的差異性，可做為市場定價時風險升(貼)水的因素之一。所以信用評等僅是對債務信用品質的意見，它並不是一種預防損失的保證。信用評等機構雖力求客觀、公正，可是信用評等機構也明白地告訴使用者，它無法完全避免因

資訊來源的錯誤、疏失的可能性，因此並不能完全保證評等資訊的正確性、可信度；同時對評等資訊中任何錯誤、遺漏所造成之結果，不負任何責任。信用評等是一個長期性的考量，特別是強調對經濟波動中谷底的時期，信用評等機構所在意的是在未來受評對象是否有能力渡過最低潮，而非像一般證券分析師，可能較著重週期中最高獲利潛力的評估。為達到上述功能，信用評等特別重視定性分析，希望將影響未來的諸多非統計資訊納入，而非僅只於對過去財務報表的定量分析。一般而言，信用評等具有以下功能：

(一)評等資訊可降低不確定性：

不確定性愈低表示的投資、貸放信心愈高，可促進資本市場的成長及擴大市場效率性、流動性。

(二)為信用風險限制的標準：

評等的等級可做為投資人投資組合選擇的標準。如規範退休基金經理人不得買入某一信用等級以下之債務證券；或涉及公益之機構不得買入未經評等之或低等級債券，或依據評等種類列出投資標的物清單以及限制何種標的佔投資組合的比例等，以維護公眾的利益。

(三)評等結果可作為議價評估之依據：

評等等級的高低可為信用風險升(貼)水的因素，以作為決定證券投資、貸放價格之依據。

(四)企業可改善籌資成本：

對信用風險較低的企業，信用評等往往大幅降低其在市場上付出的利率。評等亦有保證的替代功能，可以免除以銀行保證方式發行公司債或商業本票，或至少降低保證的成本。在國內有許多信用評等機構，如摩根、瑞士信貸、穆迪、中華信評、台灣經濟新報等，因外商信評機構

非全面性對國內的公開發行公司進行評等，中華信評亦是如此，故本研究選定以台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)發展出之 TCRI 作為信用評等的資料來源。

二、TCRI 評等方法

TCRI 風險指標係依照下列三步驟：先由財務資料得出基本等級，再依風險和規模得出門檻等級，最後再就非量化因素決定 TCRI。

(一)基本等級

以 10 個財務數值和比率計算出一個基本綜合分數，並可得到一個初步的等級，分成 1~9 級，凡綜合評分在 165 分以下為 9 等，760 分以上為第 1 等，其間以 85 分為一級距分級。被歸入第 9 等者，信用風險最高；歸入第 1 等者，幾無信用風險，其間風險依次遞減。以下表 2-1 為風險等級區間，表 2-2 為評分依據，表 2-3 為 APL 財務壓力計之門檻設定。

表 2-1 風險等級級距

放款別	Assets Lending 資產放款(當舖)			Cash Flow Lending/Assets Lending 非信用放款		Cash Flow Lending 信用放款			
	高風險，投機級			中度風險		低風險，投資級			
TCRI 等級	9	8	7	6	5	4	3	2	1
綜合評分	165	250	335	420	505	590	675	760	

資料來源：台灣經濟新報社(No Date)。TCRI 資料庫[線上資料]，來源：<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=168>。

表 2-2 評分依據

風險評估之因素	代表性財務比率	財務比率的公式	權數
獲利能力	淨值報酬率	常續性利益/平均淨值	1/9
	營業利益率	營業利益/營業收入	1/9
	總資產報酬率	稅後息前淨利/平均資產	1/9
安全性	速動比率	速動資產/流動負債	1/9
	利息支出率	利息支出/營業收入	1/9
	借款依存度	長短期借款/股東權益	1/9
企業活動力	收款月數	12(營業收入/平均帳款)	0.5/9
	售貨月數	12(營業成本/平均存貨)	0.5/9
規模	營業收入	營業收入	1/9
	總資產	總資產	1/9

資料來源：台灣經濟新報社(No Date)。TCRI 資料庫[線上資料]，來源：<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=442>。

(二)門檻等級

規模之門檻設定：凡總資產不及 5 億，且年度營收也不及 5 億者，其門檻等級最高為第 6 等；總資產不及 10 億，且年度營收也不及 10 億者，其門檻等級最高為第 5 等；總資產不及 30 億，或年度營收也不及 30 億者，其門檻等級最高為第 4 等。

表 2-3 APL 財務壓力計算之門檻設定

財務壓力	計 算 內 容
A:assets management	<p>資產管理欠佳，重點放在應收帳款和存貨的管理。判斷準則：顯現下列任一狀況。</p> <p>1. 收帳速度變慢：</p> <p>A1：平均收帳天數比前一期慢。</p> <p>A2：季底值計算的收帳天數比前一期慢。</p> <p>2. 存貨去化速度變慢：</p> <p>A3：平均售貨天數比前一期慢。</p> <p>A4：季底存貨庫存積壓資金比期初增加超過 5 億元以上者。</p> <p>若本期未滿一年，則檢查點依月數調整：1 季採 6 天(原則上不採用)、半年採 12 天、3 季採 17 天、年採 20 天。</p>

(待續)

表 2-3(續)

財務壓力	計 算 內 容
P:profitability	<p>投資效益不彰，獲利尚無法支應借款利息。判斷準則：顯現下列任一狀況。</p> <p>P1：當期的總資產報酬率(ROA)不敷借款息。</p> <p>P2：當期的營業利益率(OP%)不足支應利息支出率(INT%)。</p> <p>利息支出=除了帳列利息費用之外還包含資本化的利息。</p> <p>利息支出率(INT%)=利息支出占營收比重。</p> <p>凡有下列狀況任一，即表公司的投資根本不能回本，長此以往必陷財務困境：</p> <p>◆P1 且 P2。</p> <p>◆連續 3 期 P1 連續 3 期總資產報酬率均不敷借款息。</p>
L:liquidity	<p>短期資金緊俏，手上現金太少或舉債已多，信用擴張困難。判斷準則：顯現下列任一狀況：</p> <p>L1：DE%超過 100%。</p> <p>DE%=長短期借款/股東權益。</p> <p>L2：季底日的調整後財務槓桿，ADE% 超過 110%。</p> <p>ADE%=(長短期借款+或有負債)/(股東權益-庫藏股)。</p> <p>L3：季底可動用的資金，不足支應 1 季營運所需的現金流出(負的 CFO)；不足金額達 2500 萬以上者。</p> <p>可動用資金=現金、銀行存款及短期投資。</p> <p>L4：當公司舉債(DE%)已高過 120%時，季底可動用的資金，不足支應半年營運所需的現金流出(負的 CFO)；不足金額達 2500 萬以上者。</p>
R:risk preference	<p>經營層偏好風險性高的活動，金融操作、過度投資。</p> <p>r1：近五年內，經營層大幅變動，董事長、總經理、2/3 董事更換。</p> <p>r2：經營層喜歡操作股票，近 12 個月進出單一股票達 6 次以上，且其中買入次數占 1/5 以上。</p> <p>r3：有重大的庫藏股。</p> <p>◆庫藏股買入金額占股東權益 15%以上。</p> <p>◆庫藏股買入金額在 5 億以上。</p> <p>◆買賣庫藏股發生損失超過 1 億。</p> <p>r4：盲目擴張—當投資收益尚不足支應借款息，還大肆擴張，作過度投資的投資。</p> <p>定義：投資額超過內部營運及增資所能支應的資金，即投資活動的現金流量(CFI，含設備投資和長期投資)多過來自營運的現金流量(CFO)扣除新貸借款(New Debt)的部份。當投資無效率(連續 3 期 P1 為顯性)且又過度投資時，特別標記「+」，表 r4 為顯性。只要顯現這四種現象之一，就將其歸類於風險偏好較高的一群。</p>

資料來源：台灣經濟新報社(No Date)。TCRI 資料庫[線上資料]，來源：<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=446>。

凡連續 3 期均有「P」之現象，或最近一期有「L」之現象；再加上所負擔的借款息都在 13%以上，且 CFO 為赤字者，其門檻等級最高為第 8 等；連續 3 期均有「P」之現象，或最近一期有「L」之現象；再加上所負擔的借款息都在 13%以上，其門檻等級最高為第 7 等；最近一期有「P」及「L」之現象，其門檻等級最高為第 7 等；連續 3 期均有「P」之現象，或最近一期有「L」之現象；且 CFO 之赤字大過 1 旬之營收者，其門檻等級最高為第 6 等；連續 3 期均有「P」之現象，且最近一期有「L」之現象，其門檻等級最高為第 6 等；最近一期有「P」之現象，且 CFO 之赤字大過 1 旬之營收者，其門檻等級最高為第 5 等；連續 3 期均有「P」之現象，或最近一期有「L」之現象，其門檻等級最高為第 5 等。

(三)調整：

再以資訊的不一致性、風險偏好、近月業績動態(報告空窗期)來調整：

1. 財報上，營業利益和 CFO 的不一致程度。
2. 月業績和財務預測之發布：偏離預測、偏離同業；預測偏離過去、偏離同業。
3. 不名譽事項、不一致的投融資決策。
4. 經營層的偏好(risk preference)，是否從事金融操作、過度投資。

第二節 盈餘管理的定義及文獻探討

對於盈餘管理(或盈餘操縱)的定義，Healy and Wahlen (1999) 解釋：「經理人利用可裁決性判斷並建構交易事項，扭曲公司經

營之財務報導。」而 Schipper (1989)對於認為盈餘管理是：「管理者有目的介入財務報表，並運用自由裁量權，來達到其所預定的盈餘目標。」

盈餘管理已經被認為是一個普遍現象，但是其影響隨著管理行為之動機不同而改變(Sankar, 1999)。盈餘管理可以是管理者向報表使用者傳遞私有資訊的方式，也可以是管理者為了私利而特意扭曲財務報表的行為(Gul, Chen, and Tsui, 2003)。因此，公司管理者進行盈餘管理動機的影響，對於財務資訊是否可已完整表達該公司之實質經營狀況，分成正面與負面兩個歧異的方向。

根據國內之實證研究結果發現，國內企業之盈餘管理行為已影響到會計資訊評價能力，且盈餘管理程度對會計資訊評價能力存在顯著的負面影響。說明了在國內，管理者的盈餘管理較傾向投機性盈餘管理(許永聲，王泰昌，2005)。

一般而言，公司管理者常利用的盈餘管理方法通常分為會計方法選擇的彈性、控制交易與入帳時點以及應計項目與非應計項目的裁決。而研究指出，個別會計方法的使用無法有效地反應企業的盈餘操縱行為(張文清，林修葳，1999)。而上述三項方法中，又以會計方法的改變最不常為經理人所使用，其次為控制交易與入帳時點，而以第三項之利用裁決性應計項目最常被管理者所使用(胡永純，1997)。因此，管理者最常利用應計項目與非應計項目的裁決來影響盈餘。但是其中的非裁決性應計項目發生的頻率不高(Francis, Hanna, and Vincent, 1996)，而裁決性應計項目則較容易受管理者操縱，而以裁決性應計項目衡量盈餘管理會較其他盈餘項目有效，也為過去學術研究的主要方法。Kothari (2001)認為裁決性應計項目與盈餘管理在使用上已可視為同義詞，而近期的實證研究也証實了財務困難公司在危機發生前會開始利用裁決性應計項目向上操縱盈餘。關於盈餘管理之相關文獻，分述如下：

一、Healy (1985)

為最早發展此方法的學者，研究探討當紅利計畫是以會計盈餘為基礎時，管理當局是否運用應計項目從事盈餘管理以增加其報酬。其將裁決性應計項目定義為「管理者用來影響淨利的現金流量調整項目。」管理當局在以會計盈餘基礎的紅利計畫下，將樣本分為超過目標盈餘上限、介於上下限及低於下限共三組進行分析，由於在實際環境中管理當局的紅利計畫訂有紅利上限及盈餘目標，因此，即使基於紅利計畫假說，管理當局並不會一味地提高帳面盈餘數字。

此研究之實證結果顯示，當未經操縱盈餘超過紅利計畫目標盈餘的上限或低於下限時，管理當局傾向操縱裁決性應計項目以降低盈餘；當未經操縱盈餘介於目標盈餘上下限之間時，則傾向採用提高盈餘之應計項目，使其達成目標水準，增加自身的獎酬紅利。此外，在會計方法變動方面，無論在哪一組，會計方法變動對盈餘的影響並不具統計顯著，亦即紅利計畫並不會使管理當局調整會計方法來操縱盈餘。

二、Jones (1991)

此篇研究主要探討面臨進口壓力的公司，於美國國際貿易委員會(ITC)進行進口保護審查期間，是否會為了獲得政府提供的進口補貼，進而操縱盈餘。以前學者皆以總應計盈餘作為盈餘管理的指標，但該研究提出以時間序列為模式，來估計個別公司在估計期間之正常(非裁決性)之應計項目，再以總應計項目減掉非裁決性應計項目估計值，算出可裁決性應計項目。此外，該研究認為公司之營業收入變動會帶來營運資本變動，進而導致企業應計利潤的變動，而固定資產會產生折舊從而帶來應計利潤的減少，因此 Jones 模型用銷售收

入增量(ΔREV)以及固定資產之價值(PPT)作為變數,建立總應計的複回歸方程式,預測事件期的可操縱性應計數。而該研究期間為 1980 到 1985 年,研究樣本為受到進口管制影響的五個產業(共 23 家公司)。

此研究之實證結果發現,相較於非調查期間,公司經理人員在 ITC 調查期間會藉由操縱應計項目來降低盈餘以獲得進口保護。該研究結果顯示,樣本 23 家公司中有 20 家在調查期間透過裁決性應計項目的盈餘管理方式減少損益,五個產業裡有兩個產業得到進口保護,表示經理人員確實在 ITC 調查期間操縱應計項目使盈餘減少。

三、Dechow (1994)

此篇研究欲探討加入應計項目後之盈餘,相較於僅考量現金流量之盈餘,是否可增加衡量公司績效之能力。盈餘廣泛的被用來衡量公司績效,而盈餘包含應計項目和現金流量許多財務分析師認為使用現金流量來衡量公司績效較盈餘為佳,因為其較不失真且更具意義。不過,該研究認為現金流量在交易實現時,才認列收益和損失,違反了收入認列時點和配合原則,而使用應計基礎,緩和了現金流量違反認列和配合原則的問題,所以認為考量應計項目後的盈餘會比現金流量更具資訊內涵。

此研究之實證結果顯示,應計項目可以增加盈餘衡量公司績效之能力。該研究指出,在較短的衡量期間,盈餘與股票報酬之關聯性高於現金流量與股票報酬之關聯性,而當公司有較大規模之總應計數,現金流量與股票報酬之關聯性低於盈餘對股票報酬之關聯性;在較長的營運週期裡,公司的營運資金需求變動性大,降低現金流量與股票報酬之關聯性。

四、Sloan (1996)

此篇研究欲探討，股價是否能充分反映應計項目和現金流量對未來盈餘之資訊。盈餘是衡量公司經營狀況的一個重要指標，而盈餘之組成又可分為應計項目和現金流量項目，其中，現金流量為績效評估的一種衡量指標，其相對應計基礎盈餘資訊而言較不易受到扭曲且客觀。由上述可知，現金流量和應計項目在評估未來盈餘時應各具不同涵意。不過，某些分析師指出，投資人通常僅關注財務報表上的「盈餘」。因此，該研究選取了 1962 至 1991 年具有完整財務資料的上市公司為研究對象，共計 49,679 個樣本數，來檢驗此篇之研究目的。

此研究實證結果發現，盈餘中之應計項目的持續性低於現金流量，但因為投資人並無法了解應計項目之暫時性(transitory)特質，以至於高估應計項目的持續性。此外，該研究根據應計項目的大小，將樣本公司分為十組(由小排到大)，並買入應計項目最低組的股票並同時賣出應計項目最高組的股票。其結果顯示兩者間之差額能夠賺取 10.4%的超額報酬，表示當應計項目占盈餘比例較高(低)的公司股票，在未來盈餘宣告時會有負(正)的異常報酬。

五、Healy and Wahlen (1999)

此篇研究主要目的是回顧盈餘管理在學術上文獻，以幫助會計準則制定者和監管者評估盈餘管理的普遍性和其財務報告上之真實性。此外，也提出盈餘管理未來可探討的問題。其將盈餘管理定義為，管理當局運用其判斷編制財務報告和透過規劃交易以變更財務報告時，誤導用公司的經濟業績為

基礎的利害關係人的決策，或是以會計報告數字為基礎的契約結果。

此研究將盈餘管理的動機分為三類，第一，資本市場的預期和評估，會計訊息被投資者和財務分析師廣泛用來對公司股票進行估價，這使得管理當局有誘因透過操縱盈餘來影響公司股票短期價格表現；第二，契約動機，會計數字被用來幫助監管公司與其許多利益關係人之間的契約，其包含債務契約和管理者獎酬契約及工作保障合約；第三，反托拉斯監管或其他政府監管，包括銀行、保險和公用事業，例如銀行業最適資本慮之要求、保險業財務健全要求以及公用事業被規定利率並且只允許賺取正常報酬，而該研究整理指出，通常進行管制的行業，其管制要求會誘使公司從事盈餘管理。

第三節 股權結構文獻探討

公司治理的相關文獻顯示，健全之公司治理機制有助於提升企業經營績效與價值，且股權結構、董監結構、經理人角色及財務資訊透明度等治理特性為重要之影響因素。本研究僅針對股權結構提出探討。

我們將與股權組成相關的變數稱為股權結構，其中包含董監事持股比率、經理人持股比率、控制權與盈餘分配權偏離程度(偏離指數)。

一、董監事持股比率：

一般而言，管理者擁有資訊上取得的優勢，因為他們可獲得比外部投資者更多的經營績效的訊息，而股東卻需要付出成本去蒐集訊息，但大股東卻在資訊取得上具有規模經濟

而且以我國上市公司而言，大股東通常也是公司的董監事，不僅有投票權影響公司的重大決策，亦可決定管理者的去留正如 Jensen and Meckling (1976)所主張，所有權結構不僅可以影響公司型態，更會影響公司的價值。而 Dechow, Sloan, and Sweeny (1996)發現董事持股比例愈高，愈有誘因善盡監督責任，抑制管理當局操弄盈餘管理。張瑞荼(2003)亦發現董監事持股與盈餘管理存在相關性。Morck, Shleifer, and Vishny (1988)發現，董事持股比率與公司經營績效之間存在非純線性關係。董事持股比率在 0%~5%時，與公司的價值呈正相關；在 5%~25%時，呈負相關；一旦高於 25%則與公司價值再度呈現正相關。

二、經理人持股比率：

根據管理紀律假說(又稱利益一致假說)，當內部人(包括董監事與管理階層)的持股比率愈高時，對於企業財富損失所需承擔的部分也愈大，故其決策行為也會較為謹慎。因此，透過增加經理人持股可以使經理人與外部股東利益趨於一致，降低代理成本，並致力於公司價值之提升(Jensen, 1993)。經理人持股比率愈高，其財務風險和公司經營績效之關係趨於一致，會有較強的動機執行職責，致力於提升經營績效(Kesner, 1987)與企業價值(Morck et al., 1988)，企業信用風險會因內降低。但是，根據侵佔假說，當經理人持股高於控管之臨界水準時，其愈會利用職務之便操縱盈餘來謀求自身的利益，反對有利的購併案或作出反監督的行為(Gordon and Pound, 1993)，導致公司價值的降低(Jensen and Ruback, 1983)。因此經理人持股對盈餘管理操縱之影響，端視監督機制能否有效發揮，或資訊不對稱利益誘惑高低而定。

三、偏離指數：

從控制股東角度探討代理問題的相關研究指出，控制股東具有影響董事會決策之能力，因而保護小股東權益的機制相對減弱。之前研究發現，盈餘分配權(又稱現金流量請求權)愈高，公司價值愈高，但當公司控制股東透過交叉持股或金字塔結構等方式，使所有權嚴重偏離投票權(Claessens, Djankov, and Lang, 2000)時，會導致公司資源與權益的挪用或不當配置(Lemmon and Lins, 2003)、盈餘資訊不透明(Fan and Wong, 2002)、績效或企業價值較低(Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2002; Lins, 2003; Yeh, Lee, and Woidtke, 2001)等問題。控制權嚴重偏離盈餘分配權會導致對小股東的傷害，相同的，也將對債權人的權益造成損害。由以上的研究顯示，股權結構的適度集中對於公司價值的增加與小股東權益的保障會有效益；然而在控制權與盈餘分配權明顯分離的狀態下，控制股東侵佔與損害小股東或債權人財富之傾向愈強，公司的價值愈低，企業違約機率增高，信用風險將提高。

第三章 研究方法

本章分為四節，首先第一節介紹本研究假說發展，第二節為研究設計，第三節為變數定義及衡量，第四節為實證模型。

第一節 研究假說發展

Healy and Wahlen (1999)指出，會計制度是不完美地，所以管理者在判斷使用準則時，有機會從事盈餘管理。他們將盈餘管理定義為，管理當局判斷編制財務報告和透過規劃交易以變更財務報告時，誤導以公司的經濟績效為基礎之利害關係人之決策，或是以會計報告數字為基礎的契約結果。此外，Sloan (1996)指出，股票價格不能充分反映現金流量所造成的較高盈餘持續性；以及應計項目所造成的低盈餘持續性。亦即，投資人雖重視盈餘，但無法區分兩者特性之差異。因此，使得管理階層有彈性空間可利用應計項目操縱盈餘。

Kliger and Sarig (2000)認為信用評等之宣告能有效反映企業市場價值，以消除資訊不對稱，使得投資者合理評估證券價格，減少報酬異常現象。Watts and Zimmerman (1978)研究發現紅利計劃、負債比率和公司規模是公司高階主管盈餘操縱的三大誘因。此外，DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (1994)的研究指出，當公司負債比率愈高，為避免發生財務危機，管理者有操縱公司盈餘之誘因。因此，信用風險高的公司其負債比率通常亦較高，而上述研究可發現，負債比率高的公司，管理者較有可能從事盈餘管理，所以，本研究欲探討，企業信用風險與盈餘管理兩者間之關聯，設立研究假說一。

假說一：當企業信用風險較高時，其盈餘管理程度較為嚴重。

公司治理的研究較多從股東的角度分析(Bates, Lemmon, and Linck, 2006; Gompers, Ishii, and Metrick, 2003)。相關文獻顯示，健全之公司治理機制有助於提升企業經營績效與價值，且股權結構、董監結構、經理人角色及財務資訊透明度等治理特性為重要之影響因素。Ashbaugh-Skaife, Collins, and LaFond (2006)從公司權利運作的四大主軸：董事、監事、股東以及關係人，分別為公司股權結構、董事會組成與報酬、關係人交易以及資訊揭露透明與否四構面發展公司治理變數，以建構一整合財務比率及公司治理指標之信用評等預測模型。實證結果發現外部大股東人數較多、董事長兼任總經理之公司，其公司債評等較差；專業經理人角色愈重要、財務資訊品質較佳以及董事持股較多、獨立董事席次比率與專業性較高之公司，其公司債評等則較佳。從上述研究可發現股權結構和信用評等具相關性。

此外，從以前文獻可發現股權結構與盈餘管理具關聯性，Warfield, Wild, and Wild (1995)於是針對管理當局持有股權比率與裁決性應記項目調整幅度之關係進行研究，並同時考量其他可能影響管理當局盈餘管理行為之因素。例如，公司之法令環境、規模大小、系統風險、財務槓桿、成長性、盈餘變異性及盈餘持續性等等。其研究結果顯示管理當局持有股權比率與異常應記項目之絕對值成反向關係，換言之，管理當局持有股權比率愈低時，其盈餘管理程度愈高。Carlson and Chenchuramalah (1997)擬以股權結構差異來解釋公司之損益平穩化行為。在研究過程中，除考量股權結構，包括公司之內部人(含董事及主管)與機構投資人之持有股權比率外，尚併入其他構面，包括債務融資(長期負債占總資產之比率)、股權分散程度(股東人數)、激勵機制(主管之酬勞)、公司

獲利能力(息前稅前盈餘占淨銷貨之比率)及公司規模大小(總資產)等影響損益平穩化之因素。其研究結果發現：公司之內部人、機構投資人持有股權比率、債務融資比率及股權分散程度愈高者，公司愈有可能進行損益平化之行為。若公司主管之酬勞主要係於公司股價表現者，則公司愈有損益平穩化之現象。根據上述文獻，本研究欲探討，在不同的股權結構之構造下，信用風險和盈餘管理間之關聯性是否會有所變化，發展設立研究假說二。

假說二：股權結構對於信用風險和盈餘管理兩者間之關聯性有所影響。

第二節 研究設計

本研究首要探討企業是否在不同信用風險表現下是否會從事盈餘管理。換句話說，信用風險較高之企業，為降低債務融資成本或是違約機率及財務壓力上相對較高，盈餘期望突破預期表現，而有操縱盈餘情事。本研究先將公司之信用風險分為「高風險」及「低風險」兩組，使用差異分析觀察被歸類在「低風險」的公司其裁決性應計數是否較被歸類在「高風險」的公司低，較無盈餘管理現象；進而運用迴歸分析信用風險與盈餘管理間是否具有關聯性。此外，以股權結構作為干擾變數，觀察其是否會影響信用風險與盈餘管理間之關聯性。

樣本資料來源取自台灣經濟新報相關資料庫裡；其中，信用風險取自台灣企業信用風險指標(TCRI)，裁決性應計數計酸資料與財務變數取自「TEJ 一般產業財務資料庫」，公司治理相關變數取自於「TEJ 公司治理資料庫」。自 2003 年至 2007 年之追蹤資料，剔除新上市(櫃)當期資料(IPO)和現金增資(SEO)，產業不包

括金融證券、保險業，整體觀察值個數 5,001 筆。

第三節 變數定義及衡量

一、應變數：裁決性應計項目之衡量

管理者可能為了達到自我目的，而從事盈餘管理。而現有文獻透過各種方式來探討經理人盈餘管理的行為，大致可歸納為下列兩種方法：

(一)會計方法的選擇：

例如，存貨或固定資產折舊方法之變更。通常公司的會計方法一經選定則不得隨意變更。如需變更，必須在其年度財務報表中，加以公開揭露，並說明變更之理由及對盈餘的影響。這也使得管理者如欲藉此操縱盈餘，易被外界看穿，故此方法效果較為有限。

(二)裁決性應計項目的運用：

一般公認會計準則規定，財務報表採用應計基礎。因此，在會計準則的範圍之內，公司管理當局可以運用各種不同的選擇和判斷去影響或改變財務報告。包括，提早認列銷貨、延遲認列費用等。與會計方法變動相較，應計項目之變動並無公開揭露的限制，所以，較不容易被財報使用者或查帳人員所察覺；且其代表眾多會計方法綜合的結果，較單一的會計方法選擇更具效果。但是並非所有的淨應計項目皆可為管理當局所自由控制，故 Healy (1985) 將淨應計項目區分為可裁決性應計項目與非裁決性應計項目二項，可裁決性應計項目係指管理當局可自由操縱的部分，非裁決性應計項目係代表管理當局無自由裁量權之應計項目部分。

根據上述文獻所述，財務報表使用應計基礎，使得管理階層在編製財務報表時可操縱可裁決性應計項目藉以達到其目標，故本研究採用可裁決性應計項目來探討盈餘管理的行為。為了衡量裁決性應計數，首先要先定義總應計數。而總應計數之衡量，共有兩種方式，如公式(3-1)、(3-2)所示。

傳統資產負債表法：

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta DCL_t - DEP_t \quad (3-1)$$

現金流量法：


$$TA_t = NI_t - CFO_t \quad (3-2)$$

NI_t ：第 t 期之淨利。

CFO_t ：第 t 期之營業活動現金流量。

1987 年，美國財務會計準則委員會(Financial Accounting Standards Board, FASB)頒布了第 95 號財務會計公告「現金流量表」，要求企業在提出資產負債表、損益表以及股東權益變動表時，必須同時提出同期之現金流量表。故採現金流量法相較於傳統資產負債表法更加容易且準確。而使用資產負債表法來計算總應計數有較大的誤差(Collins and Hribar, 2002)，因此，他們認為使用現金流量法是更好的方式，故本研究以現金流量法來計算總應計數。

Dechow, Sloan, and Sweeney (1995)針對五種裁決性

應計數的估計模型做比較，包括 The Healy Model (Healy, 1985)、The DeAngelo Model (DeAngelo, 1986)、The Industry Model (Dechow and Sloan, 1991)以及 The Jones Model (Jones, 1991)、The Modified Jones Model (Dechow et al., 1995)該研究發現，Modified Jones Model 在作為衡量公司盈餘管理研究方面，是一較佳之估計方法。不過 Kang and Sivaramakrishnan (1995)卻認為 Jones model 及 modified-Jones model 雖然已利用營業收益及賒銷收益控制經濟情況的變動，但仍未控制銷貨成本及其他費用對非裁決性應計項目的影響，可能會出現遺漏變數的問題，而且用來預測非裁決性應計項目的自變數與盈餘管理間並不獨立，亦即其間存在互為內生的聯立問題，此皆將使得係數及變異數的估計出現偏誤。因此，本研究以裁決性應計項目之絕對值(|DAC|)作為盈餘管理(應變數)之衡量，而裁決性應計數係採用 Kothari 修正 Modified Jones Model 之橫斷面。

本研究參仿過去之相關研究，以裁決性應計數的絕對值(|DAC|)做為盈餘品質的替代變數。換言之，若|DAC|愈大，代表盈餘管理程度愈嚴重，盈餘品質愈差。Kothari, Leone, and Wasley (2005)認為，公司在進行盈餘管理時，會受到公司本身績效表現的影響，因此 Kothari 在修正式之 Jones 模型中，加入資產報酬變數(應用當年度或前一年度之資產報酬率)，以控制公司績效表現對裁決性應計項目之影響。此外，Kothari 等人在採用 Jones Model 即修正式 Jones 模型時，另加入常數項，以控制異質性及減緩遺漏變數之情況，詳細計算步驟列於公式(3-3)至(3-5)，依式(3-1)求得總應計數後，進而按產業別分組，採用式(3-2)

估計各影響因數之係數， $(\beta_0、\beta_1、\beta_2、\beta_3)$ ；接著再以此步驟所估算之係數值 $(\hat{\beta}_0、\hat{\beta}_1、\hat{\beta}_2、\hat{\beta}_3)$ 代入式(3-3)，求算各樣本公司之非裁決性應計數；最後採用式(3-4)，即總應計數扣除非裁決性應計數，得出裁決性應計數。另考量實證意涵，於後續實證中採用裁決性應計數之絕對值作為變數之衡量。

$$\begin{aligned} TAC_{it} = & \beta_0 + \beta_1(1/ASSETS_{it-1}) \\ & + \beta_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \\ & + \beta_3 PPE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3-3)$$

$$\begin{aligned} NDAC_{it} = & \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1(1/ASSETS_{it-1}) \\ & + \hat{\beta}_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \\ & + \hat{\beta}_3 PPE_{it} + \hat{\beta}_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3-4)$$

$$DAC_{it} = TAC_{it} - NDAC_{it} \quad (3-5)$$

其中， TAC_{it} 為當期非現金之流動資產變動數減去流動負債變動數(排除長期負債當期部份)，再減去當期折舊和攤銷，最後以前期總資產進行平減； $ASSETS_{it-1}$ 為前期總資產； ΔREV_{it} 為當期銷貨收入的變動數除以前期總資產； ΔREC_{it} 為當期應收帳款之變動數除以前期總資產； PPE_{it} 為當期財產、廠房和設備淨額除以前期總資產； ROA_{it} 為當期資產報酬率； $NDAC_{it}$ 為非裁決性應計數； DAC_{it} 為裁決性應計數。

二、自變數：企業信用風險之衡量

信用評等之資料取自臺灣經濟新報(TEJ)之台灣企業信用風險指標(TCRI)，其值域為 1(信用風險最低)至 9(信用風險最高)。國內之外部信評機構尚有中華信用評等及部分外商評等公司，選擇採用 TEJ 之 TCRI 為研究變數之主要原因為：中華信用評等及其他公司係屬付費受邀(solicited)評等，因此受評公司之家數及年度均受到限制。TEJ 的 TCRI 以公開資訊為分析依據，主動以所有公開發行公司為評估對象(金融、證券、投資及媒體業除外)，其所評量之企業信用風險指標，即是我們的主要研究變數 TCRI。換言之，僅有非受邀(non-solicited)評等的 TCRI 樣本，納入絕大部分之國內上市櫃公司且每年評估，因此我們採用更完整且較客觀的 TCRI 作為本研究之解釋變數。TEJ 說明其 TCRI 的 1~4 級約當於 S&P 分類的投資等級，5~9 級則可類比於 S&P 的投機等級。我們依照企業信用風險評量的高低，將樣本分為兩組，當 TCRI 屬於 5~9 級時，其信用風險較高為 1 (HIGH_TCRI)；當 TCRI 屬於 1~4 級時，其信用風險較低為 0 (LOW_TCRI)。

三、干擾變數：股權結構的變數及衡量

本研究參仿過去研究將股權結構分為：董監事持股比率、經理人持股比率、偏離指數。

(一)董監事持股比率(SH_DS)：

Dechow et al. (1996)發現董事持股比例愈高，愈有誘因善盡監督責任，抑制管理當局操弄盈餘管理。本研究董監事持股比率定義為：董監事持有股份/流通在外股份之比率。

(二)經理人持股比率(SH_M)：

在正常情況下，經理人持股比率愈高，即愈易避免代理問題產生(Jensen and Meckling, 1976)。惟當經理人持股高於控管之臨界水準時，其即愈會利用職務之便操縱盈餘，以獲取價差利益。因此，經理人持股對盈餘操縱之影響，端視監督機制能否有效發揮，或資訊不對稱利益誘惑高低而定。本研究定義為：經理人持有股份/流通在外股份之比率。

(三) 偏離指數(DEV)：

本研究定義為最終控制者的股份控制權減盈餘分配權之差。其中，最終控制者係指對公司經營管理及資源分配決策具有最後或最大影響力之最大股東、董事長或總經理等及其家族或經營團隊；股份控制權係指最終控制者的投票權。盈餘分配權是最終控制者的盈餘分配權。

四、控制變數之衡量

(一) 銷貨成長比率(SALEG)

Ahmed, Billings, Morton, and Stanford-Harris (2002)認為營收成長會影響存貨或應收帳款等應計項目，因此會連帶影響會計應計基礎衡量之盈餘屬性，尤其是應計品質與穩健性。此外，Bushman, Chen, Engel, and Smith (2004)將該比率視為公司成長機會之代理變數，當成長率愈高，愈有可能需要更多資金，故操縱盈餘之機會較高，因此，預期此變數與裁決性應計數呈正向關係。本研究將銷貨成長比率定義為(營業收入淨額-前期營業收入淨額)/前期營業收入淨額。

(二) 負債比率(LEV)

負債比率愈高之公司，管理階層為了避免違反債務契

約的限制條款，減少技術違約之風險性，愈可能透過盈餘管理的手段增加當期盈餘，因此降低盈餘品質，使股票報酬減少(Dechow et al. 1996)。此外，Klein (2002)研究亦發現負債比率與裁決性應計數之絕對值呈正相關，因為財務風險愈高者，愈會爭取對自己有利的債務條件或履約權益，而會降低公司盈餘品質，使股票報酬減少。本研究將負債比率定義為：總負債/總資產的比率。

(三)現金流量(CFO)

當有較高營業活動現金流量者，因為當期之營運績效較佳，所以基於損益平穩化的動機而有較低之應計金額(Dechow, 1994; Sloan, 1996)。此外，Dechow et al. (1995)指出當現金流量呈現極端現象時，裁量性應計數有著系統性衡量誤差，兩者呈負向關係。本研究將現金流量定義為：營運現金流量/總資產。

本研究整理上述所有變數之定義列表於表 3-1。

表 3-1 變數操作性定義

變數	代號	變數定義
盈餘管理	DAC	裁決性應計數取絕對值
信用風險	TCRI	使用 TEJ 之 TCRI 資料庫評鑑等級，值域 1~9
董監事持股比率	SH_DS	董監事持有股份/流通在外股份之比率
經理人持股比率	SH_M	經理人持有股份/流通在外股份之比率
偏離指數	DEV	最終控制者的股份控制權減盈餘分配權
銷貨成長率	SALEG	為(營業收入淨額-前一期營業收入淨額)/前一期營業收入淨額。
負債比率	LEV	總負債/總資產的比率
現金流量	CFO	營運現金流量/總資產

第四節 實證模型

為了估計及檢定 TCRI 系統中「信用風險較低的公司」的盈餘管理程度是否較低；而「信用風險較高的公司」的盈餘管理程度是否較高。本研究建立迴歸式(3-6)：

$$|DAC_{it}| = \beta_0 + \beta_1 TCRI_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SALEG_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3-6)$$

DAC_{it} = 樣本公司 i 在 t 年之裁決性應計數，取絕對值。

$TCRI_{it}$ = 使用 TEJ 之 TCRI 資料庫評鑑等級，將信用風險 5~9 級的公司，設為 1；1~4 級為 0。

LEV_{it} = 樣本公司 i 在 t 年間負債比率。

$SALEG_{it}$ = 樣本公司 i 在 t 年間銷貨成長率。

CFO_{it} = 樣本公司 i 在 t 年間營運現金流量。

此外，加入股權結構當干擾變數，是否會減少(增加)盈餘管理的現象。本研究建立迴歸式(3-7)：

$$|DAC_{it}| = \beta_0 + \beta_1 TCRI_{it} + \beta_2 TCRI_{it} * SH_DS_{it} + \beta_3 TCRI_{it} * SH_M_{it} + \beta_4 TCRI_{it} * DEV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SALEG_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3-7)$$

DAC_{it} = 樣本公司 i 在 t 年之裁決性應計數，取絕對值。

$TCRI_{it}$ = 使用 TEJ 之 TCRI 資料庫評鑑等級，將信用風險 5~9 級的公司，設為 1；1~4 為 0。

SH_DS_{it} = 樣本公司 i 在 t 年之董監事持股比率。

SH_M_{it} = 樣本公司 i 在 t 年之經理人持股比率。

DEV_{it} =樣本公司 i 在 t 年之股份控制權減盈餘分配權之差。

$SALEG_{it}$ =樣本公司 i 在 t 年間銷貨成長率。

CFO_{it} =樣本公司 i 在 t 年間營運現金流量。

LEV_{it} =樣本公司 i 在 t 年間負債比率。



第四章 實證結果與分析

依據本研究目的，蒐集、彙整資料進而透過統計實證分析，將其結果於本章中清楚說明。第一節說明樣本敘述性統計。第二節說明本研究所應用之各變數相關分析。第三節說明差異性分析。第四節說明本研究之實證結果及假說之檢定結果。

第一節 敘述性統計

本研究各變數之敘述性統計彙整於表 4-1，表 4-1 為裁決性應計數以及納入迴歸測試之各變數間的敘述性統計量。樣本中裁決性應計數(|DAC|)之平均值為 0.0638，中位數為 0.0410，其平均數與過去文獻之平均值一致。董監持股比率(SH_DS)之平均數約為 25%，經理人持股比率(SH_M)約占 2.15%，偏離指數(DEVIATION)的平均值為 5.8103，換言之，就平均而言，盈餘分配權與股份控制權之差約為 6%。交叉相乘之變數裡，T*SH_DS 平均值為 20.0307；T*SH_M 平均值為 1.8180；T*DEV 之平均值為 3.5400。在控制變數中，SALEG(銷貨成長率)平均值為 14.7049；LEV(負債比率)平均值為 38.5278；CFO(營運現金流量)平均值則為 0.0674。

表 4-1 敘述性統計

	平均數	標準差	最小值	Q1	Q2	Q3	最大值
KDAC	0.0638	0.0816	0.0000	0.1799	0.0410	0.0795	1.5437
TCRI	0.7984	0.4012	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
SH_DS	25.0751	14.0932	0.6100	14.8000	21.9900	32.2500	100.00
SH_M	2.1480	3.3289	0.0000	0.1500	0.8900	2.8300	34.6100
DEV	5.8103	10.0733	0.0000	0.0700	1.5600	6.2600	79.9600
T*SH_DS	20.0307	15.6680	0.0000	8.8000	18.4600	29.4250	98.0400
T*SH_M	1.8180	3.2483	0.0000	0.0000	0.4400	2.3200	34.6100
T*DEV	3.5400	8.1855	0.0000	0.0000	0.0000	2.8700	79.9600
SALEG	14.7049	30.0144	-55.78	-1.6550	9.6700	25.9050	176.2000
LEV	38.5278	15.2008	6.7000	26.7550	38.6700	49.3900	75.8300
CFO	0.0674	0.0897	-0.2200	0.0145	0.0626	0.1206	0.3300
N=5001							

註：DAC_{it}=樣本公司 i 在 t 年之裁決性應計數，取絕對值。

TCRI_{it}=使用 TEJ 之 TCRI 資料庫評鑑等級，將信用風險 5~9 級的公司，設為 1；1~4 級為 0。

T*SH_DS_{it}=樣本公司 i 在 t 年信用風險與董監事持股比率之交相乘。

T*SH_M_{it}=樣本公司 i 在 t 年之信用風險與經理人持股比率之交相乘。

T*DEV_{it}=樣本公司 i 在 t 年之信用風險與偏離指數之交相乘。

LEV_{it}=樣本公司 i 在 t 年間負債比率。

SALEG_{it}=樣本公司 i 在 t 年間銷貨成長率。

CFO_{it}=樣本公司 i 在 t 年間營運現金流量。

第二節 相關係數分析

在進行多元迴歸分析之前，必須先了解各自變數間之共線性關係。表 4-2 為裁決性應計數及其它相關變數的 Pearson (右上半部)及 Spearman (左下半部)之相關係數，由觀察表 4-2 所列示的 Spearman 與 Pearson 相關係數矩陣，可以初步瞭解各變數之間的關係。從表中可以看出，盈餘管理(DAC)與各變數間的係數除了信用風險與董監事持股比率交乘項(T*SH_DS)與之 Pearson 與 Spearman 分別為-0.003 與-0.026，呈不顯著相關性，另外，盈餘管理(DAC)跟信用風險與經理人持股比率之交乘項(T*SH_M)間之

Spearman 相關係數為-0.002，其餘變數與盈餘管理(DAC)之相關係數皆為顯著相關。

表 4-2 相關係數分析

	DAC	TCRI	T*SH_DS	T*SH_M	T*DEV	SALEG	LEV	CFO
DAC		-0.068**	-0.003**	0.040**	-0.034**	0.150**	-0.017**	0.038**
TCRI	-0.106**		0.642**	0.281**	0.217**	0.009**	0.162**	-0.197**
T*SH_DS	-0.026**	0.698**		0.245**	0.425**	0.049**	0.113**	-0.058**
T*SH_M	-0.002**	0.653**	0.490**		0.349**	0.027**	0.004**	-0.037**
T*DEV	-0.052**	0.465**	0.414**	0.603**		0.019**	0.036**	0.033**
SALEG	0.242**	-0.049**	0.007**	0.052**	0.035**		0.070**	-0.050**
LEV	-0.037**	0.159**	0.103**	0.078**	0.091**	0.119**		-0.326**
CFO	0.065**	-0.215**	-0.08**	-0.086**	-0.057**	0.053**	-0.319**	

註：1. 左下半部為 Spearman 相關係數值，右上半部為 Pearson 相關係數值。

2. **：表顯著水準達 1%。

*：表顯著水準達 5%。

第三節 變異數分析比較結果

本研究將評等信用風險低(TEJ 信評 1~4 級)以及信用風險高(TEJ 信評 5~9 級)，分為兩組，比較各組從 2003 年至 2007 年共五年。表 4-3 為分組比較結果。2003 年至 2007 年使用 Kothari 計算修正式 Jones Model 之裁決性應計數，其「信用風險低」平均數為 0.0581，「信用風險高」平均數為 0.0653，兩者具有顯著差異(p 值為 0.012)。此結果與本研究預期相符：信用風險較差之企業，相較於信用風險較佳之公司，其管理者較易操縱盈餘，其盈餘管理現象較嚴重；而資訊透明度較高的公司，較不易操縱盈餘。

表 4-3 變異數分析

	樣本數	平均數	標準差	F 值
2003 至 2007 年				
信用風險低	1008	0.0580544	0.08619367	6.370
信用風險高	3993	0.0653103	0.08034888	(0.012)

註：1. 括號內為 p 值。

2. 信用風險低：本研究將 TEJ 信用評等 1~4 級，歸類為「信用風險低」。
信用風險高：本研究將 TEJ 信用評等 5~9 級，歸類為「信用風險高」。

第四節 實證結果分析

一、信用風險與盈餘管理之關係

本研究假說一欲檢驗樣本公司於 2003 年至 2007 年間企業信用風險與盈餘管理程度間之關聯性，並使用 TEJ 信評等級作為信用風險之代理變數(信評等級 5~9 公司=1, 1~4 公司=0)；且使用 Kothari 計算修正式 Jones 模型所得出之裁決性應計數作為盈餘管理程度之衡量。表 4-4 之實證結果顯示， β_1 顯著為負數(係數值為 0.034，p 值為 0.025)，支持本研究之假設：信用風險較差之公司，其盈餘管理程度較高。此外， β_2 、 β_3 皆為顯著正數，顯示當銷貨成長、負債比率較高的公司，管理者較容易進行盈餘管理，與過去研究發現一致(Bushman et al., 2004; Dechow et al., 1996; Frankel, Johnson, and Nelson, 2002)；而 β_4 為則不顯著相關，代表現金流量在此迴歸與盈餘管理無顯著關聯。

二、信用風險、股權結構與盈餘管理之關係

本研究假說二實證結果如表 4-5 所示，實證結果顯示，信用風險(TCRI)與裁決性應計數(|DAC|)呈顯著正向關係(係數為 0.040，p 值為 0.008)，而信用風險與董監事持股比率之交互作用和盈餘管理呈現顯著負向關係(係數為-0.027，p 值為 0.096)，顯示信用風險與盈餘管理會受到董監事持股比率之影響，當董監事持股比率愈高的時候，盈餘管理的效果愈低，有抑制的效果。信用風險與經理人持股比率之交互作用和盈餘管理呈現顯著正向關係(係數為 0.039，p 值為 0.002)，顯示信用風險與盈餘管理會受到經理人持股比率之影響，當經理人持股比率愈高時，其操縱盈餘的可能性愈高。信用風險與偏離指數之交互作用和盈餘管理呈現顯著正向關係(係數為 0.031，p 值為 0.020)，顯示信用風險與盈餘管理會受到偏離指數之影響，當控制權與盈餘分配權之差異愈大時，其盈餘管理的情事愈嚴重。此三項交乘項結果顯示，信用風險與盈餘管理之間，可藉由股權結構方面加以監督、控制，支持本研究假說二：股權結構對於信用風險和盈餘管理兩者間之關聯性是否有所影響。在控制變數方面，其結果與前述並無迥異，故不再詳細說明。

表 4-4 信用風險對盈餘管理之關係

變數名稱	係數	t 值	p 值
Intercept	0.046	14.683	0.000
TCRI	0.034	2.248	0.025
SALEG	0.080	5.419	0.000
LEV	0.033	2.116	0.034
CFO	0.007	0.455	0.649
Adjusted R ²	0.009		
F value	10.836		

註：DAC_{it}=樣本公司 i 在 t 年之裁決性應計數，取絕對值。

$TCRI_{it}$ = 使用 TEJ 之 TCRI 資料庫評鑑等級，將信用風險 5~9 級的公司，設為 1；1~4 級為 0。

LEV_{it} = 樣本公司 i 在 t 年間負債比率。

$SALEG_{it}$ = 樣本公司 i 在 t 年間銷貨成長率。

CFO_{it} = 樣本公司 i 在 t 年間營運現金流量。

表 4-5 信用風險、股權結構與盈餘管理之關係

變數名稱	係數	t 值	p 值
Intercept	0.041	15.549	0.000
TCRI	0.040	2.650	0.008
T*SH_DS	-0.027	-1.663	0.096
T*SH_M	0.039	3.172	0.002
T*DEV	0.031	2.331	0.020
SALEG	0.120	10.750	0.000
LEV	0.058	4.863	0.000
CFO	-0.008	-0.658	0.511
Adjusted R ²	0.024		
F value	28.120		

註： DAC_{it} = 樣本公司 i 在 t 年之裁決性應計數，取絕對值。

$TCRI_{it}$ = 使用 TEJ 之 TCRI 資料庫評鑑等級，將信用風險 5~9 級的公司，設為 1；1~4 級為 0。

$T*SH_DS_{it}$ = 樣本公司 i 在 t 年信用風險與董監事持股比率之交相乘。

$T*SH_M_{it}$ = 樣本公司 i 在 t 年之信用風險與經理人持股比率之交相乘。

$T*DEV_{it}$ = 樣本公司 i 在 t 年之信用風險與偏離指數之交相乘。

LEV_{it} = 樣本公司 i 在 t 年間負債比率。

$SALEG_{it}$ = 樣本公司 i 在 t 年間銷貨成長率。

CFO_{it} = 樣本公司 i 在 t 年間營運現金流量。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

根據以往的研究，發現信用風險高的企業其負債比率通常較高，當負債比率較高時，企業其管理階層擔心違反債務契約，可能會透過盈餘管理的手段增加當期盈餘。因此，本研究認為當企業之信用風險愈高，管理階層愈有可能從事盈餘管理。本研究以 TEJ 之信用評等之評鑑結果，作為企業信用風險之衡量指標；並利用迴歸分析測試其兩者間之關聯性，探討企業的信用風險是否反映盈餘管理的程度。結果顯示，當信用風險較差時，其盈餘管理程度較嚴重。

此外，本研究以股權結構作為信用風險與盈餘管理之間的干擾變數，欲探討股權結構是否會對信用風險和盈餘管理間之關聯性產生影響。本研究根據以前文獻將股權結構分為董監持股比率、經理人持股比率以及控制權與盈餘分配權之偏離指數。實證結果顯示，信用風險與董監事持股比率之交互作用和盈餘管理呈現顯著負向關係，顯示信用風險與盈餘管理確實受到董監事持股比率之影響，當董監事持股比率愈高的時候，盈餘管理的效果愈低，有抑制的效果。信用風險與經理人持股比率之交互作用和盈餘管理呈現顯著正向關係，顯示信用風險與盈餘管理會受到經理人持股比率之影響，當經理人持股比率愈高時，管理階層為了自利或增加企業價值其操縱盈餘的可能性愈高。信用風險與偏離指數之交互作用和盈餘管理呈現顯著正向關係，顯示信用風險與盈餘管理會受到偏離指數之影響，當控制權與盈餘分配權之差異愈大時，也就是在控制權與盈餘分配權明顯分離的狀態下，控制股東侵佔與損害小股東或債權人財富之傾向愈強，公司的價值愈

低，企業違約機率增高，其盈餘管理的情事愈嚴重。股權結構與信用風險之交乘項結果顯示，信用風險與盈餘管理之間，可藉由股權結構方面加以監督、控制。亦或是，當企業維持在某信用風險的區間時，或是不同企業有著一致的信用風險時，投資者或股東可以參考股權結構來分析判斷是否管理階層有著操縱盈餘之可能。

第二節 建議

本研究以 Kothari 修正 Modified Jones Model 作為盈餘管理之代理變數，未來研究可以使用其他的模型來作為盈餘管理或以盈餘品質為代理變數進行探討。此外，在企業信用風險的部分，使用 TEJ 之信用風險評鑑系統的評鑑結果，作為企業信用風險之衡量指標，未來研究可以使用其他評鑑方法來測試，觀察其結果是否與本研究一致。

本研究中對於變數之定義、衡量方式，無法完全避免誤差。在實證模型中可能遺漏其他重要變數，基於以上之因素，可能導致研究推論之錯誤。在控制變數的部分，本研究僅考量負債比率、銷貨成長率、現金流量，未來研究可以加入其它攸關變數一同探討、驗證。此外，未來研究可取較長的樣本期間，再行探討信用風險與盈餘管理間之關聯，觀察結果是否有所改變。

參考文獻

一、中文部分

王舒慧(2004)，台灣企業信用評等與違約機率之研究，東吳大學國際貿易學系研究所未出版之碩士論文。

台灣經濟新報社(2004)，貨幣觀測與信用風險評等，46，124-136。

林嬋娟，洪櫻芬，薛敏正(1997)，財務困難公司之盈餘管理時證研究，管理學報，14(1)，15-38。

胡永純(1997)，盈餘預測與盈餘管理之關連性研究，中興大學會計研究所未出版之碩士論文。

許永聲，王泰昌(2005)，盈餘管理行為與會計資訊的評價能力，現代會計論壇學術研討會論文集(pp. 1-36)，台北：中興大學會計研究所。

張文清，林修葳(1999)，維持前期盈餘績效與盈餘管理，發表於台灣地區會計審計理論與實務研討會，台中：東海大學。

張瑞棻(2003)，股權結構與盈餘管理之相關性研究，輔仁大學管理研究所未出版之碩士論文。

二、英文部分

Ahmed, A., Billings, B., Morton, R., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & LaFond, R. (2006). The effect of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203-243.

Bates, T. W., Lemmon, M. L., & Linck, J. S. (2006). Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold? *Journal of Financial and Economics*, 81(3), 681-708.

Bushman, R. M., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167-201.

Carlson, S. J., & Chenchuramalah, T. B. (1997). Ownership differences and firms' Income smoothing behavior. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), 179-196.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporation. *Journal*

of Financial Economics, 58(1), 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2772.

Collins, D., & Hribar, P. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.

DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.

DeAngelo, E., DeAngelo, H., & Skinner, D. (1994). Accounting choices of troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 113-143.

Dechow, P. (1994). Accounting earnings and cash flows as measure of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(7), 3-42.

Dechow, P., & Sloan, R. (1991). Executives incentives and the horizon problem. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 51-89.

Dechow, P. M., Sloan, P. M., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting

earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeny, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(2), 1-36.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(21), 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Political Economy*, 26(2), 301-315.

Fan, P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425.

Francis, J., Hanna, J. D., & Vincent, L. (1996). Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research*, 34(3), 117-134.

Frankel, R. M., Johnson, M. F., & Nelson, K. K. (2002). The relationship between audit fees for nonaudit services and earnings quality. *The Accounting Review*, 77(4), 71-105.

Gordon, L., & Pound, J. (1993). Information, ownership structure, and shareholder voting: Evidence from share-

holder-sponsored corporate governance proposal. *Journal of Finance*, 48(2), 697-718.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.

Gul, F. A., Chen, C. J. P., & Tsui, J. S. L. (2003). Discretionary accounting accruals, managers' incentives, and audit fees. *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 441-465.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decision. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.

Healy, P. H., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.

Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the

failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.

Kang, S., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353-367.

Kesner, I. F. (1987). Directors stock ownership and organization performance: An investigation of fortune 500 companies. *Journal of Management*, 13(3), 499-507.

Klein, A. (2002). Economic determinants of audit committee independence. *The Accounting Review*, 77(2), 435-453.

Kliger, D., & Sarig, O. (2000). The information value of bond ratings. *Journal of Finance*, 55(6), 2879-2902.

Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, A. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-185.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
- Sankar, M. R. (1999). *The impact of alternative forms of earnings management on the return-earnings relation*. Working paper, University of Southern California.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*, 3(12), 91-102.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully impound information in ac-

cruals about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.

Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earning. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61-91.

Watts, L. W., & Zimmerman, J. L. (1978). Positive accounting theories: A ten perspective. *Accounting Review*, 65(2), 131-156.

Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woidtke, T. (2001). Family control and corporate governance: Evidence for Taiwan. *International Review of Finance*, 2(1), 21-48.

Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrated model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.