

核心代理問題對盈餘管理之影響

王元章

國立中正大學財務金融學系

張椿柏*

大葉大學財務金融系

收稿日：2012 年 3 月 12 日；接受日：2012 年 10 月 2 日

摘要

本文從核心代理問題的角度，檢視臺灣上市(櫃)公司股權結構，董事會特性對盈餘管理之關聯性，同時探討機構投資人及外部董事等監督機制之效果。實證結果發現：(1)管理者持股與盈餘管理呈負相關，支持利益收斂假說。(2)控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，盈餘管理程度愈大，顯示核心代理問題確會使盈餘管理行為增加。(3)管理者持股比率與盈餘管理存有非線性關係，管理者持股比率在 6.25%以下與盈餘管理呈負向顯著關係，管理者持股比率介於 6.25%-25%與盈餘管理呈正向顯著關係。(4)控制權與現金流量請求權偏離程度，對盈餘管理的影響僅出現在有調升盈餘動機之樣本，顯示權益代理問題或核心代理問題與盈餘管理的關係，在企業面臨虧損或避免盈餘為負時會較明顯，即管理者或控制股東，會為了達到盈餘門檻使盈餘平滑化，使其有強烈動機進行盈餘管理。(5)盈餘管理會隨董監事股權質押及董事長兼任總經理更加明顯，但能藉由董監持股、機構投資人持股及外部董事比率提高而獲得改善。

關鍵詞：盈餘管理、核心代理問題、控制權、現金流量請求權、非線性關係

* 通訊作者。電話：(04) 8511888 ext. 1022，電子信箱：dha0206@mail.dyu.edu.tw。

An Empirical Study of Core Agency Problem on Earnings Management

Yuan-Chang Wang

Department of Finance, National Chung Cheng University

Chun-Po Chang*

Department of Finance, Da Yeh University

Received 12 March 2012; accepted 2 October 2012

Abstract

The purpose of this paper is to examine the effect of ownership structure and board characteristics on earnings management from the perspective of core agency problem. In addition, we also investigate the monitoring effect of the institutional investors, and the outside directors. The empirical results indicate as follows. First, managerial ownership is negatively related to earnings management and hence supports convergence of interest hypothesis. Second, when managers of the companies have more control rights than cash flow right, which results in a core agency problem, managers are more likely to manage earnings. Third, the managerial ownership has an U-shape relationship with earnings management. Fourth, the relationship between core agency problem and earnings management becomes evident, when managers use earnings management to avoid earnings decreases or losses. It means that managers have more earnings management behavior before reached the goal of earnings (thresholds). Finally, the pledge ratio of shares of directors and the chief executive officer (CEO) duality have positive relationship with earning management, but the shares of directors, institutional ownership and the number of the outside directors have negative relationship with earning management.

Keywords: Earnings management; Core agency problem; Control right; Cash flow right; Nonlinear relationship

* Corresponding author. Tel: +886-4-8511888 ext. 1022. email: dha0206@mail.dyu.edu.tw.

壹、研究背景與目的

本世紀初，美國的安隆(Enron)、世界通訊(World Com)、全錄(Xerox)及默克藥廠(Merck)，相繼爆發公司治理醜聞，嚴重打擊投資者對企業財務資訊之信心，顯示即便市場經濟成熟發達的美國，公司管理者為達成其經濟目的，仍然存在人為操縱盈餘的狀況。同樣的，1997 亞洲金融風暴後，東亞國家面臨經濟危機，甚至波及整個國際金融，Rajan and Zingales (1998)針對亞洲國家進行相關研究，發現導致亞洲金融危機最主要原因，乃東亞地區股權集中程度與公司治理機制較不完善所造成，頓時公司治理問題成為國際組織關切焦點。而國內近年最引人注目的是 2007 年力霸集團事件，其虛列長期投資、以空殼公司發行商業本票、浮濫購買公司債、挪用其他機構資金、以假交易吸收資金等，此外日本三洋電機亦暴出假帳醜聞。

上述種種不法或操控盈餘行為，為達其經濟目標，不惜犧牲股東權益，嚴重損害投資人權益，除歸咎公司體制不健全外，缺乏健全監理制度規範大股東及管理者的行為才是問題根源。公司雖藉由董監事制度代表股東進行監督，然而，管理者或控制股東透過盈餘操縱及不實財務報表發布，掩飾經營不佳或利益輸送等事件，更突顯落實公司治理之重要性。因此，如何透過有效機制之設計與執行，防止管理者侵害股東及其他利害關係人的權益，特別受到投資人重視。深究國內發生的重大弊案，公司普遍具有控制股東身兼高階管理職位之特性，這些控制股東忽視小股東權益及公司經營風險，皆與國內公司特殊股權結構(如：高比率的散戶投資者、人頭文化以及高比重家族企業)有密切關係(許崇源等 2003)。

Jensen and Meckling (1976)代理理論認為企業在所有權與經營權分離下，將使管理者在自利動機下，為追求個人利益而採取違背公司利潤極大化行為。但近年許多文獻則指出，大部份企業所有權與經營權並未完全分離，代理問題性質及衍生的公司治理議題亦截然不同。Claessens et al. (2002)指出，當公司股東持股比率及採取控制手段能有效控制公司時，代理問題性質將產生變化，即由所有權與經營權間權益代理問題(equity agency problem)，轉變為控制股東與小股東間之核心代理問題(core agency problem)。當控制股東藉由交叉持股或金字塔股權結構方式，達到控制公司目的時，控制股東所擁有之控制權(control right)，常超過其擁有之現金流量請求權(cash flow right)，由於控制權與現金流量請求權偏離，使控制股東擁有之決策權利與其所需承擔之經營風險產生不對稱，因此控制股東所採取的決策將可能侵犯小股東的權益(Shleifer and Vishny

1997；La Porta et al. 1999；Johnson et al. 2000；王元章與張椿柏 2011)¹。

Ball et al. (2000)認為公司管理者是否將經營績效正確報導，乃治理機制是否有效運作之重要因素，然而控制股東會透過操控財報盈餘數字，掩飾不當私利行為不被察覺，或盡可能避免外在監督機制介入(Leuz et al. 2003)。Park and Shin (2004)指出管理者為了符合市場預期與維持股價，藉著操縱盈餘來避免損失或掩飾降低的成長率，因此，在管理者操弄盈餘下，導致公司財務報表的可信度大為降低，無法反應正確的盈餘資訊，使得會計盈餘數字與公司價值的相關性降低。Lemmon and Lins (2003)則研究發現，當控制股東所持有之股份控制權與現金流量請求權偏離程度愈高，控制股東傷害小股東財富的傾向愈高，也越有誘因隱匿或操縱公司之財務資訊，此時，控制股東掌控管理階層，以進行盈餘管理的動機將會越強烈。而相較於其他國家，國內普遍存在控制股東型態(許崇源等 2003)控制權與現金流量請求權偏離程度在東亞僅次於泰國及香港(Fan and Wong 2002)，再者國內企業資訊揭露遠落後其他國家，故國內企業核心代理問題較其他國家明顯。張瑞當等(2007)研究亦發現，當管理當局擁有之控制權超過現金流量請求權時，公司盈餘管理行為會增加。

由上述可知，會計盈餘在決定股價與監督管理者績效上均扮演重要角色，同時亦是衡量公司價值的重要資訊。然而，因存在資訊不對稱，管理者或控制股東可在不被外界察覺情況下，有系統透過應計項目調整會計盈餘，導致盈餘的評價功能轉弱，並可能承受盈餘操縱成本，損害公司價值。因此，若管理者運用職權上的會計裁量權操縱盈餘，將使盈餘失去扮演衡量管理者績效的監督角色與評價公司價值的資訊角色，更因須承受盈餘操縱成本，而導致公司價值的減少。

過去文獻亦得相似結論，在資本市場中，初次公開發行前的裁決性應計項目與掛牌後的股東權益報酬率與股價報酬率間，呈負相關(DuCharme et al. 2000)，而上市公司於現金增資前為了要取得較佳的承銷價以獲得更多資金，操縱可裁決性流動應計項目以提高盈餘(Rangan 1998)。皆顯示管理者運用裁決性應計項目的操縱，掩飾真實的公司價值。此外，當公司面臨可能違反債務契約時，為避免違反債務契約的限制條款，管理當局會從事增加公司盈餘的行為，以降低違約風險(DeFond and Jiambalvo 1994)。由於裁決性應計項目通常在未來期間會有反轉現象(Chung et al. 2002)，因此會受到裁決性應計項目反轉影響，而導致公司價值降低。Cheng and Warfield (2005)指出高股票報酬動機的管理者，很可能因自身利益進行盈餘操縱，並在盈餘公告後一年出售股票。

¹ La Porta et al. (1999)發現英、美以外國家之企業大多所有權與經營權並未完全分離。

因此為防止管理者或控制股東與小股東之代理問題，公司治理監督及管理機制變得格外重要，根據世界銀行 1999 年提出之公司治理報告指出，公司治理分為外部機制及內部機制，外部機制即包括政府管制、各種法令規章、民間團體，以及專業機構等各種監督規範；而內部機制以董事會為核心，負責監督公司高階管理階層，維護所有股東之利益。而 Fama and Jensen (1983) 提出，董事會為公司監理制度的核心，具有解決代理問題的機能，然而董事會結構會影響董事會功能。將董事會成員區分為內部董事與外部董事兩類，內部董事因擁有多資訊，可限制管理者行為達監督作用，但亦可能與管理者勾結從事不利股東的決策；而外部董事因獨立性高，較能發揮獨立監督的角色，對於代理問題降低較能發揮實質功效。獨立董事更因未持有公司股權且具專業能力，擁有更高自主性與超然獨立性，更能執行監督角色。John and Senbet (1998) 亦指出，董事獨立性會影響董事會效能。Annalisa and Sasson (2011) 與 Kang and Kim (2012) 董事會獨立性能發揮監督管理當局盈餘管理的功能。

綜觀美國所有權與經營權較為分離，故較強調股東如何有效監控管理當局，但臺灣情況有別於美國企業，我國股權結構具有人頭文化、高比重散戶投資及家族企業經營方式(許崇源等 2003)，故常發生爭奪經營權所產生的權益代理問題，造成公司股價下跌，且由於國內公司存在最終控制型態，所有權與經營權並未完全分離，因此，代理問題存在於控制股東與小股東之間。

本文將代理問題區分為權益代理問題與核心代理問題，探討兩類型代理問題對盈餘管理行為之影響，即管理者是否因自利行為進行盈餘管理，控制股東是否基於自利動機從事盈餘管理行為侵害小股東權益，有別於過去文獻更進一步以 Cho (1998) 方格搜尋法(grid search technique) 找出管理者持股與盈餘管理之非線性之轉折點。再者透過股權結構和董事會結構議題，探討如何對管理者及控制股東進行有效監控，以解決自利行為所引發之盈餘管理行為。最後，以盈餘門檻進行分析，藉以了解超過盈餘門檻前後是否會有顯著差異。本文共分五章，除第一章為研究背景與目的外，第二章為文獻探討與假說建立，第三節為研究設計，第四節為實證結果與分析，最後則為結論。

貳、文獻探討與假說建立

以下從代理問題的角度說明股權結構及董事會的監督機制相關文獻，並探討其對盈餘管理之關聯性及建立假說。

一、核心代理問題與盈餘管理

Shleifer and Vishny (1997) 指出，管理者持股與大股東持股增加能降低權益代理成本，使公司績效提高。但是當股權超過特定比率，使其掌握控制權遠超

過其對公司現金流量請求權時，會有強烈動機去追求自身效用的最大化，枉顧小股東權益，此時將由權益代理問題轉變為控制股東與小股東之間的核心代理問題。La Porta et al. (2000)針對大股東的股份控制權及現金流量請求權的偏離進行分析，研究結果發現造成兩者偏離主要來自於管理者採用金字塔結構、交叉持股及參與管理來加強控制權。其研究並發現控制股東持有股份控制權愈多，愈可能造成公司績效下降，尤其當控制股東持有之股份控制權愈高而現金流量請求權愈低時。

依據 Claessens et al. (2002)及 La Porta et al. (2000)的研究，認為控制股東擁有之現金流量請求權與股份控制權對於公司績效的影響，存在兩個效果：

(一) 正的誘因效果

根據利益收斂假說(Jensen and Meckling 1976)，當公司控制股東的現金流量請求權愈高，其與公司利益趨於一致因其對公司有較高投資，自然會希望極大化公司利潤，以獲得較高報酬。故控制股東會有誘因去控制或監督管理者，以提高自己的報酬。此外，侵佔公司財富誘因亦會降低，避免直接影響到個人財富，故控制股東所持有之現金流量請求權與公司績效間呈現正向關係。即當控制股東現金流量請求權愈高，則正的誘因效果將愈大，當控制股東傷害公司績效時，將導致自身損失的提高，因此具有努力經營的誘因，則其掌控管理階層進行盈餘管理的動機就愈小。Claessens et al. (1999)結果亦發現，對東亞國家的上市公司而言，當控制股東擁有較高的現金流量請求權，則公司績效愈高。

(二) 負的侵佔效果

Shleifer and Vishny (1997)指出當控制股東掌握之股份控制權大於其對公司的現金流量請求權時，控制股東會有強烈動機追求自身效用極大化，而侵害小股東權益。即當公司最大股東擁有的股份控制權愈高，將愈有可能侵害小股東的權益，尤其當控制股東的股份控制權與現金流量請求權之間產生偏離時，容易引起代理問題而對小股東造成傷害。因為當控制股東投入現金流量愈少，對公司進行財富侵佔時對本身造成的傷害愈小，因此愈傾向進行侵佔，故股份控制權及現金流量請求權之偏離程度與公司績效間呈現負向關係。即當控制股東擁有的股份控制權愈多，則愈有能力影響公司決策來追求自身財富極大化，而傷害小股東的財富；且若控制股東之現金流量請求權愈小，則控制股東傷害公司績效時，其自身損失會較小。因此當控制股東之股份控制權偏離現金流量請求權的程度愈高，將使負的侵佔效果愈高，控制股東傷害小股東財富的傾向愈高，亦愈有誘因隱匿或操縱公司財務資訊，此時，控制股東掌控管理階層，進行盈餘管理的動機將會愈強烈。

Fan and Wong (2002)發現控制股東與小股東之間的核心代理問題會降低盈餘與股價相關性，當控制股東與小股東間存在核心代理問題，控制股東提供會

計資訊目的可能不是為了反映真實交易，而是基於自利目的進行報導，控制股東會利用盈餘操縱來掩飾財富侵佔對盈餘的影響，或者其盈餘報導忽略細目。Cheung et al. (2006)亦得相似結果，發現控制股東會為極大化自身利益，透過盈餘管理的手段來達成目的，進而損害小股東的權益。

根據上述推論，本研究建立下列假說：

H1：股份控制權與現金流量請求權偏離對盈餘管理行為有顯著影響。

H1a：股份控制權與現金流量請求權偏離愈大，盈餘管理行為愈不明顯。

H1b：股份控制權與現金流量請求權偏離愈大，盈餘管理行為愈明顯。

二、董事會結構與盈餘管理

Morck et al. (1988)研究認為，董事會具有解決代理問題的功能。董事會是由股東推選，代表股東聘用、解雇、獎酬高階管理階層及給予高階管理者建議。有許多研究機構呼籲企業應該進行董事會改革。典型的改革包括減少董事會規模、增加外部董事比率、指派外部董事從事新董事和設定高階經理人薪酬計畫、董事長不可兼任總經理及要求董事會成員需擁有公司股票。據此，本研究以董事會的規模及組成(獨立性)來說明董事會特性。

(一) 董事會規模

董事會中組成人數多寡，在探討董事會運作效率性，被視為重要影響因素，但對於董事會規模所扮演董事會運作效率及監控機制的影響，迄今仍未得到明顯結論。第一、董事會規模愈小，運作愈有效率。如 Jensen (1993)認為，規模愈大運作上愈不具效率性，且容易被公司經營者所掌控，監督功能不易發揮。Beasley (1996)研究亦指出，董事會規模與財務報表誤述可能性呈現正向關係。而 Ching et al. (2006)以香港資料研究亦獲相似結果，當董事會規模愈大，公司盈餘管理程度愈高，即當董事會規模過大，會增加管理者利用裁決性應計項目謀取私利的動機。第二、董事會規模愈大，運作愈有效率。如 Dalton et al. (1999)認為，規模愈大則董事所具備的專業背景愈廣泛，愈能掌握外在環境變遷，使經營效率及監督功能愈佳。Chtourou et al. (2001)指出，董事會規模愈大，愈有助於抑制管理者向下操縱盈餘減少的行為。Xie et al. (2003)亦提出相同看法，實證得出董事會規模與盈餘管理呈現負向關係，可能原因為董事會規模愈大，引進具備經驗豐富的董事會愈多，有經驗的董事較能限制盈餘管理所致。而 Kang and Kim (2012)及 Suzan et al. (2012)分別以韓國及約旦公司為研究對象亦得相同實證結果。根據上述推論，由於董事會規模對盈餘管理之影響並沒有一致的看法，故本研究建立下列假說：

H2：董事會規模對盈餘管理行為有顯著影響。

(二) 董會會組成與獨立性

1. 外部董事席次比率

文獻普遍支持外部董事的力量能解決代理問題，可緩和管理局與股東或其他利害關係人間的代理問題(Byrd and Hickman 1992; Brickley et al. 1994)。Fama and Jensen (1983)及 Shivdasani (1993)更清楚指出，外部董事為建立及維持專業聲譽，會有充分誘因監督財務報告編製過程，故董事會獨立性可提升監督功能。Dechow et al. (1996)認為公司治理內部機制的建立，不僅可提高財務報表可信度，亦可防範盈餘操縱行為，而內部治理機制的有效性與董事會的獨立性有密切關聯(Byrd and Hickman 1992; Brickley et al. 1994)。Beasley (1996)實證發現，董事會外部董事比率與公司財務報表發生舞弊機率呈負向關係。Dechow et al. (1996)針對被 SEC 認定意圖高估盈餘和被 SEC 宣稱違反 GAAP 的公司測試時，亦發現外部董事比率偏低。Peasnell et al. (2000)以英國資料研究指出，外部董事比率愈高，裁決性應計項目會愈小，即外部董事有效抑制盈餘管理，進而增加財務報告品質。Peasnell et al. (2005)於後續研究亦得相同結果，顯示外部董事比率與管理者為避免報導損失和盈餘下跌所進行的盈餘管理呈現顯著負向關係，然而外部董事限制向下操縱盈餘的證據較不明顯，即外部董事在高估盈餘情況下所面臨的損失風險較大，即監督財務報表品質的效率性具不對稱。Xie et al. (2003)亦發現，獨立董事比率有助於抑制盈餘管理(以裁決性應計項目衡量之)的行為。Jaggi et al. (2009)以香港資料研究，發現董事會具獨立性能有效進行監督，但家族控制公司監督效果會趨緩。Cornett et al. (2009)以美國銀行進行研究，亦發現相似結果，董事會的獨立性能有效約束盈餘管理行為。Annalisa and Sasson (2011)及 Kang and Kim (2012)分別針對米蘭證券交易所之非金融公司與韓國證券交易所上市之公司進行研究，皆得相同結果，董事會的獨立性愈高，愈能有效抑制公司盈餘管理行為。根據上述推論，本研究建立下列假說：

H3：外部董事比率愈高，盈餘管理行為愈不明顯。

2. 外部董事席次過半

除以外部董事之多寡斷定董事會是否具有獨立性，Dechow et al. (1996)以內部董事人數占全體董事會人數之比率是否過半，衡量董事會是否維持獨立性，研究發現內部董事超過 50%時，公司發生財務報表舞弊的機會較高。Klein (2002)在實證中亦發現，當董事會中外部董事比率過半者時，裁決性應計項目愈小，其結果與董事會全由外部董事所組成一致，符合當外部董事比率過半時，在多數原則之情況下，外部董事將可主導董事會之監督功能之看法。根據上述推論，本研究建立下列假說：

H4：外部董事席次過半，盈餘管理行為愈易受到抑制。**3. 董事長兼任總經理**

考量董事涉入業務敏感性程度，已有研究指出若董事長兼任總經理，將使董事會超然獨立地位受到嚴重影響，易使管理當局對董事會掌控的勢力提升 (Fama and Jensen 1983; Jensen 1993)。Dechow et al. (1996)及陳錦村與葉雅薰 (2002)認為，董事長若是同時兼任總經理，將會削弱董事會監督功能，會使公司內部控管欠佳，權責無法明確劃分，因而助長盈餘操縱的可能。Park (1999)研究亦指出，經營者雙重身份與會計師所面臨訴訟風險呈現正向關聯。Bartov et al. (2002)考量公司成長機會對盈餘管理的影響時發現，當公司面臨有不同成長機會時，兼任董事長的 CEO 可能採取會計裁決來報導未預期盈餘，將公司未來仍會持續成長的希望傳遞給股東。而 Liu and Lu (2007)針對新興市場的公司治理議題進行研究時亦發現，中國股票市場內，董事長若兼任總經理，因董事會較缺乏獨立性，管理者從事盈餘管理的程度會較嚴重。因此，本研究預期在董事長同時身兼總經理的情況下，董事會將較無法發揮監督管理當局盈餘管理的功能。Annalisa and Sasson (2011)針對米蘭證券交易所非金融公司進行研究，亦得相似結果。根據上述推論，本研究建立下列假說：

H5：董事長同時身兼總經理時，盈餘管理行為愈明顯。**三、股權結構與盈餘管理****(一) 管理者持股**

Jensen and Meckling (1976)指出當公司所有權與經營權愈趨分離時，在自利誘因驅使下，管理當局的行為與決策未必與股東或債權人利益完全一致，甚至可能傷害其權益，但隨著管理當局持股比率增加，其利益會與其他利害關係人愈趨一致，管理當局從事盈餘管理的誘因可望降低。實證上，Dhaliwal et al. (1982)指出，管理者持股與操縱盈餘向上的會計方法呈現負相關。Warfield et al. (1995)亦發現，管理者持股與裁決性應計項目絕對值具有顯著的負向關係。Klein (2002)亦提出，管理者持股比率愈高，愈能有效抑制裁決性應計項目的絕對值，認為管理者持股具有自律的效果 (disciplining mechanism)，支持 Jensen and Meckling (1976)的看法。

另一種看法則認為，當管理當局持股比率愈高時，管理當局愈可能會為了提高或維持公司股價，而有較高的誘因從事盈餘管理 (Aboody and Kasznik 2000)。Peasnell et al. (2000)檢測英國公司的樣本發現，當管理者持股比率低於 5% 時，管理者從事盈餘管理的誘因較強，但外部董事限制向上操縱盈餘增加的監督效果更為顯著。Pincus and Rajgopal (2002)指出，若風險規避的管理者會以

股票市場的盈餘變異性為表徵公司風險，因此管理者會有誘因平穩化損益以降低其面臨的風險。Liu and Lu (2007)以中國股票市場為例，當高階經營者持股比率愈高，愈可能與控制股東聯手，以窗飾上市公司報表的方式，剝削少數股東的權益，故管理者持股與盈餘管理呈正相關。Yeo et al. (2002)研究發現，管理者持股比率低時，和盈餘資訊內涵為正向關係，管理者持股比率高時，和盈餘資訊內涵為反向關係。Cheng and Warfield (2005)研究發現管理者股票報酬與盈餘管理有顯著關聯，即管理者財富易受將來股票績效的影響，因而增加目前盈餘的保留，以避免未來盈餘不佳造成財富損失。Bowen et al. (2008)亦指出，未能符合或超過去年同季的盈餘標準時，可能會造成股價下跌與管理者的財富損失，此時，管理當局持股與裁決性應計項目絕對值為一正向關係。根據上述推論，由於管理者持股對盈餘管理行為並沒有一致的看法，故本研究建立下列假說：

H6：管理者持股比率對盈餘管理行為有顯著影響。

H6a：管理者持股比率與盈餘管理行為呈正相關。

H6b：管理者持股比率與盈餘管理行為呈負相關。

(二) 董監事持股

Berle and Means (1932)認為當董監事持股比率愈高時，為了自身利益會更有效率去監督管理者，降低管理者與股東間的代理問題，減少管理者進行盈餘操縱的行為，進而增加公司的價值。因此董監事持股比率愈高，其監督的功能越易發揮，其代理問題應較輕微。由於董事會職責在於派任高階管理人員並評估其經營績效，有責任代表股東監督公司之經營，若董事持股比率愈高，其監督管理當局行為的意願亦愈高，應愈能發揮董事會之功能，使公司盈餘管理情形較不嚴重。根據上述推論，本研究建立下列假說：

H7：董事持股比率愈高，盈餘管理行為愈不明顯。

(三) 董監事持股質押

有關董監事持股質押文獻大多集中在亞洲金融風暴之後，研究動機多與地雷股公司都具有董監事持股高質押特性有關，研究重點包括探討董監事質押比率與財務危機的關係，以及董監事質押比率與經營績效的關係。大部份的研究認為董監事持股質押與公司經營績效呈現負相關(高蘭芬與邱正仁 2002; Chiou et al. 2002)，或對財務危機發生的機率有預測能力(Chiou et al. 2002)。對持股質押的董監事而言，質押使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，當公司股價下跌時，將面臨補提擔保的壓力，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會

利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊，企圖影響股價。而高蘭芬與邱正仁(2002)亦發現董監事質押行為會降低盈餘與股價的關聯性。因此，我們預期質押比率的高低會影響盈餘管理行為。根據上述推論，本研究建立下列假說：

H8：董監事質押比率愈高，盈餘管理行為愈明顯。

(四) 機構投資人持股

臺灣證券市場，法人投資比率雖不高，但隨著市場逐步開放，法人投資機構已逐漸占有一席之地。部份法人機構因投資額或專業聲譽維持考量，會將角色調整為積極性股東，成為公司治理重要參與者。機構投資人於公司治理扮演的角色，文獻普遍支持積極監控者假說(active monitor hypothesis)的論點，認為機構投資人屬長期投資性質，有較強誘因去積極監督管理者。Shleifer and Vishny (1986)認為，因擁有相當比率持股，使機構投資人會監督公司經營而保護其投資利益。Ayres and Cramton (1994)考量多期投資關係時發現，機構投資人持股有助提高監督管理者的影響力。Rajgopal and Venkatachalam (1998)則指出，機構法人持股比率與裁決性應計項目絕對值及操縱盈餘向上的裁決性應計項目呈負向關係，實證支持機構投資人扮演積極監控者假說。Jiambalvo et al. (2002)亦認為，因為機構法人的專業知識與相當持股，機構法人為有效率監督者，會降低盈餘管理的可能性，實證上支持機構法人持股比率與裁決性應計項目呈負向關係。Matsumoto (2002)的研究亦有相似結果，指出機構法人對公司穩定持股，公司較不會管理盈餘，因為機構法人享有較佳資訊優勢且能看穿管理者的會計操縱。根據上述推論，本研究建立下列假說：

H9：機構投資人持股比率愈高，盈餘管理行為愈不明顯。

參、研究設計

一、樣本選取與資料來源

本研究從臺灣經濟新資料庫(TEJ)中蒐集臺灣上市(櫃)企業資料，搭配該資料庫「公司治理」模組資料庫，故本研究期間為1996年1月至2010年12月，共計14年。由於金融保險業和證券業的財務資料結構營業性質及與一般傳統的產業有所差異，因此本研究將此二個產業的公司排除在本研究之外，且國營事業性質與一般民營企業有很大的差異，且財務報表的編製亦不完全依照一般公認會計原則，因此國營事業亦不納入本研究，最後將非曆年制、相關治理變數及財務資料漏缺不全者一併排除在本研究之外。

此外為了避免個別產業觀察值個數不足，影響裁決性應計項目模型之係數

估計，因此參考張文瀾(2003)與張瑞當等(2007)作法，將產業合併為營造建材類、食品類、紡織類、塑膠化工類、資訊電子類、機電類及服務銷售類七大類²。至於玻璃陶瓷、造紙工業、汽車工業、綜合企業及其他，由於公司家數過少且行業性質不同無法合併，而予以刪除。再者為避免資料偏誤造成實證結果偏差，本研究以裁決性應計項目排序，將前後1%之極端值刪除。最後總計9912筆資料。由表1中，Panel A是以CFO大於或小於零進行分類，Panel B是以EPS大於或小於零進行分類，總計CFO大於零佔總樣本74.12%，EPS大於零佔總樣本77.67%。若以合併後產業進行分類，資訊電子類佔總樣本69.75%為最大產業別。

表1 樣本分類

Panel A 以 CFO 分類		CFO > 0		CFO < 0		總和	
產業代碼	產業名稱(新)	家數	百分比	家數	百分比	合計	百分比
11,20,25,50,55	營造建材類	769	7.76%	459	4.63%	1228	12.39%
12,42	食品類	246	2.48%	71	0.72%	317	3.20%
13,17,21,43,47,51	紡織類	856	8.64%	162	1.63%	1018	10.27%
14,44	塑膠化工類	604	6.09%	225	2.27%	829	8.36%
15,16,45,46	機電類	625	6.31%	164	1.65%	789	7.96%
23,24,30,52-54,61,62,80,81	資訊電子類	4119	41.56%	1268	12.79%	5387	54.35%
27,29,57,59	服務銷售類	300	3.03%	44	0.44%	344	3.47%
總和		7519	75.86%	2393	24.14%	9912	100.00%
Panel B 以 EPS 分類		EPS > 0		EPS < 0		總和	
產業代碼	產業名稱(新)	家數	百分比	家數	百分比	合計	百分比
11,20,25,50,55	營造建材類	949	9.57%	279	2.81%	1228	12.39%
12,42	食品類	246	2.48%	71	0.72%	317	3.20%
13,17,21,43,47,51	紡織類	862	8.70%	156	1.57%	1018	10.27%
14,44	塑膠化工類	497	5.01%	332	3.35%	829	8.36%
15,16,45,46	機電類	662	6.68%	127	1.28%	789	7.96%
23,24,30,52-54,61,62,80,81	資訊電子類	4392	44.31%	995	10.04%	5387	54.35%
27,29,57,59	服務銷售類	272	2.74%	72	0.73%	344	3.47%
總和		7880	79.50%	2032	20.50%	9912	100.00%

二、模型設計

本文從代理問題的角度探討股權結構與董事會特性對公司盈餘管理影響，並將代理問題區分權益代理問題(管理者與股東)及核心代理問題(控制股東與少數股東)，建構不同多元迴歸模式進行分析，首先模式一至三主要是檢測管理者與盈餘管理之線性關係，以及其他股權結構與董事會特性對盈餘管理之影響。

² 依據臺灣證券交易所之分類，將水泥工業、鋼鐵工業、建材營建合併為營造建材類。食品工業為食品類。紡織纖維業為紡織類。塑膠工業、化學生技醫療、化學工業、生物科技、橡膠工業合併為塑膠化工類。電子工業、通訊網路、軟體合併為資訊電子類。電機、機械、電器電纜合併為機電類。觀光事業、貿易百貨合併為服務銷售類。

模型一：代理問題對盈餘管理線性關係

$$(DA, ROADA) = f(MAN, CORE, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, TQ) \quad (1)$$

模型二：代理問題與股權結構對盈餘管理線性關係

$$(DA, ROADA) = f(MAN, CORE, DIR, PLE, INST, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, TQ) \quad (2)$$

模型三：代理問題與股權(董事會)結構對盈餘管理線性關係

$$(DA, ROADA) = f(MAN, CORE, DIR, PLE, INST, BSIZE, OUTR, OUTR51\%, CEOD, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, TQ) \quad (3)$$

以下模式主要是檢測管理者持股與盈餘管理非線性關係，及其他股權結構與董事會特性對盈餘管理之影響。管理者持股依據 Morck et al. (1988)實證發現，當管理者的持股比率在 5%以下和 25%以上時，則其與公司績效具有正向的關係；當管理者持股比率介於 5%至 25%時，持股比率增加，管理者愈有足夠的表決權固自己的利益與職位，會進行不利公司績效的決策，反而會降低公司績效。但由於 Morck et al. (1988)研究對象與本研究不同，再者其轉折點為主觀設定，故本文採用 Cho (1998)所使用的方格搜尋法逐一搜尋³，最後將管理者持股分成 6.25%以下、6.25%至 25%與 25%以上三類分析管理者持股對盈餘管理之影響。

模型四：代理問題對盈餘管理非線性關係

$$(DA, ROADA) = f(MAN_1, MAN_2, MAN_3, CORE, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, TQ) \quad (4)$$

模型五：代理問題與股權結構對盈餘管理非線性關係

$$(DA, ROADA) = f(MAN_1, MAN_2, MAN_3, CORE, DIR, PLE, INST, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, TQ) \quad (5)$$

模型六：代理問題與股權(董事會)結構對盈餘管理非線性關係

$$(DA, ROADA) = f(MAN_1, MAN_2, MAN_3, CORE, DIR, PLE, INST, BSIZE, OUTR, OUTR51\%, CEOD, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, TQ) \quad (6)$$

其中，

³ Cho (1998)的方格搜尋法，由 0%開始 1.25%間隔進行搜尋，先找出判定係數最大的轉折點，固定此效果再以相同方法找出第二個轉折點，最後得 6.25%和 25%兩轉折點。

<i>DA</i>	= 裁決性應計項目絕對值；
<i>ROADA</i>	= 裁決性應計項目絕對值(考慮 <i>ROA</i>)；
<i>MAN</i>	= 管理者持股比率；
<i>CORE</i>	= 核心代理問題代理變數；
<i>DIR</i>	= 董監事持股比率；
<i>PLE</i>	= 董監事股權質押比率；
<i>INST</i>	= 機構投資人持股比率；
<i>BSIZE</i>	= 董事會規模；
<i>OUTR</i>	= 外部董事比率；
<i>OUTR51%</i>	= 外部董事比率過半之虛擬變數；
<i>CEOD</i>	= 董事長兼任總經理之虛擬變數；
<i>ELEC</i>	= 產業之虛擬變數；
<i>SIZE</i>	= 公司規模；
<i>LEV</i>	= 負債比率；
<i>CFO</i>	= 營業現金流量佔總資產比率；
<i>TA</i>	= 總應計項目佔總資產比率；
<i>TQ</i>	= 成長機會之代理變數。

三、變數定義與衡量

(一) 盈餘管理程度(應變數)之衡量

現有文獻透過不同方式來衡量盈餘管理行為。Becker et al. (1998)認為藉由裁決性應計項目(Discretionary Accruals; *DA*)，即 Jones Model，可檢驗各種盈餘管理效果。諸多文獻均使用 *DA* 來探討盈餘管理的行為(Ashbaugh et al. 2003; Krishnan 2003; Park and Park 2004)，Bradshaw et al. (2001)指出相較其他方法，透過應計項目調整達成盈餘管理目的時，因分析師、投資者甚至審計人員，較不易察覺，故管理者較有可能透過應計項目來調整，進而達成盈餘管理目的。

然而 Dechow et al. (1995)認為 Jones Model，管理者仍然可以操弄營業收入中賒銷部份，故修正 Jones Model，將應收帳款變動數由銷貨變動數中扣除，即在計算非裁決性應計項目時，銷貨收入變動量應扣除可能被操縱的部份。Dechow et al. (1995)針對修正後 Jones Model 與 DeAngelo (1986)、Dechow and Sloan (1991)及 Jones (1991)模式，比較各個模型偵測盈餘管理的能力，發現以修正後 Jones Model 為估計裁決性應計項目較佳的模式，目前盈餘管理的文獻指出產業別橫斷面 Modified Jones Model 是估計 *DA* 較佳的模式(DeFond and Subramanyam 1998; Bartov et al. 2000)，相關文獻較常採用之裁決性應計項目估計模式亦為 Modified Jones Model (Subramanyam 1996; Barton 2001; 張瑞當等

2007；廖益興與楊清溪 2007)故本研究亦使用此模式來估計。

根據 DeFond and Jiambalvo(1994)定義應計項目為繼續營業部門淨利扣除來自營業活動現金流量之差異數，使用 Cross-sectional 的 Jones Model 估計非裁決性應計項目，如下公式(7)，並將產業中各個企業與觀察年結合後，將非裁決性應計項目定義為公式(8)，而裁決性應計項目等於總應計項目扣除非裁決性應計項目，如公式(9)。

$$TA_{i,k,t}/A_{i,k,t-1} = \alpha(1/A_{i,k,t-1}) + \beta(\Delta REV_{i,k,t} - \Delta REC_{i,k,t}) + \gamma(PPE_{i,k,t}/A_{i,k,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$NDA_{i,k,t} = \hat{\alpha}_{k,t}(1/A_{i,k,t-1}) + \hat{\beta}_{k,t}(\Delta REV_{i,k,t} - \Delta REC_{i,k,t}) + \hat{\gamma}_{k,t}(PPE_{i,k,t}/A_{i,k,t-1}) \quad (8)$$

$$DA_{i,k,t} = TA_{i,k,t}/A_{i,k,t-1} - NDA_{i,k,t} \quad (9)$$

其中，

$A_{i,k,t-1}$ = k 產業， i 公司，第 $t-1$ 年之總資產；

$NDA_{i,k,t}$ = k 產業， i 公司，第 t 年之非裁決性應計項目；

$DA_{i,k,t}$ = k 產業， i 公司，第 t 年之裁決性應計項目；

$\Delta REV_{i,k,t}$ = k 產業， i 公司，第 t 年之營業收入淨額變動數平減期初資產；

$\Delta REC_{i,k,t}$ = k 產業， i 公司，第 t 年之應收帳款總額變動數平減期初資產；

$PPE_{i,k,t}$ = k 產業， i 公司，第 t 年之折舊性固定資產毛額。

再者，為避免樣本公司績效差異導致 DA 估計偏誤，本研究亦參考 Ashbaugh et al. (2003)及 Kothari et al. (2005)的方法，在 Modified Jones Model 公式(7)及(8)加上總資產報酬率修正，以便計算考慮績效後的裁決性應計項目($ROADA$)，公式修正如下：

$$TA_{i,k,t}/A_{i,k,t-1} = \alpha(1/A_{i,k,t-1}) + \beta(\Delta REV_{i,k,t} - \Delta REC_{i,k,t}) + \gamma(PPE_{i,k,t}/A_{i,k,t-1}) + \lambda ROA_{i,k,t} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$$NDA_{i,k,t} = \hat{\alpha}_{k,t}(1/A_{i,k,t-1}) + \hat{\beta}_{k,t}(\Delta REV_{i,k,t} - \Delta REC_{i,k,t}) + \hat{\gamma}_{k,t}(PPE_{i,k,t}/A_{i,k,t-1}) + \hat{\lambda}_{k,t} ROA_{i,k,t} \quad (11)$$

最後，為同時檢測向上及向下盈餘管理行為，本研究仿照目前文獻作法 (Balsam et al. 2003; Krishnan 2003)，使用裁決性應計項目的絕對值來衡量盈餘管理的程度，同時本研究在裁決性應計項目衡量時，考量非裁決性應計項目估算過程係數顯著性問題，即若係數(即 α 、 β 、 γ 或 λ)對非裁決性應計項目不具顯著影響，則估算出來的非裁決性應計項目便會產生嚴重誤差，有鑑於此，本研究有別於過去文獻作法，以上述方面為基礎，並於迴歸參數估計時以逐步迴歸(stepwise)進行分析，如此可確保盈餘管理代理變數有效性，避免因估計問

題造成實證結果產生偏誤。

(二) 代理問題與股權結構變數衡量

1. 管理者與股東之代理問題

代理理論與股權結構存在兩個重大假說，(1)利益收斂假說，此假說認為管理者持股比率愈高或股權結構愈集中時，管理者與股東之利益會愈趨一致，管理當局從事盈餘管理的誘因便降低，即管理者持股具有自律的效果，故管理者的持股比率與盈餘管理具有負向關係。(2)鞏固職位假說，則認為管理者持股比率愈高或股權結構愈集中時，管理者或大股東會為了鞏固其私利與職權而控制公司決策，此時管理當局愈可能會為了提高或維持公司股價，而有較高的誘因從事盈餘管理，故管理者的持股比率與盈餘管理具有正向關係。然而對於管理者持股比率國內外文獻並無一致標準定義，Agrawal and Mandelker (1987)將管理當局分成最高管理者、次高管理者及管理者暨董監事來探討，發現管理者暨董監事對公司決策的影響相當顯著。Crutchley and Hansen (1989)亦以董監事及管理者持股比率，探討其對公司決策的影響。而李春安等(2003)、呂麒麟等(2005)及王元章與張椿柏(2011)則以總經理、副總及管理者等負責重要決策之高階主管持股合計除以流通在外股數定義管理者持股比率。但本研究亦納入董監事持股比率探討，為避免共線性問題，故本研究將管理者持股比率定義為總經理、副總及管理者等負責重要決策之高階主管持股合計除以期末流通在外股數進行分析。

2. 控制股東與少數股東之代理問題

國內外文獻針對最終控制權所發展出公司治理指標大都從控制權與現金流量請求權偏離程度做為代理變數，Shleifer and Vishny (1997)、La Porta et al. (1999)以及 Johnson et al. (2000)提出在股權集中且所有權和經營權未完全分離公司之代理問題採用控制股東的控制權與現金流量請求權偏離程度來衡量較為適當。然而控制權的計算方法並不一致，Claessens et al. (2000, 2002)及陳錦村和黃佩鈴(2001)是以最終控制者直接持股率加各控制鏈最小間接持股率總和來衡量，而 La Porta et al. (1999)是以最終控制者直接持股率加各控制鏈最末端持股率總和來衡量控制權。本文有關控制股東的控制權仍採用 La Porta et al. (1999)所提出的方法，控制權的計算包含控制股東之直接控制和間接控制的持股率。其中直接控制部分是指控制股東以個人名義或家族成員所持有的股權和其所控制的未上市櫃關係法人持股率，間接控制部分則是控制股東透過所控制的其他上市櫃公司持有的股權。由控制股東的控制權計算結果可知該家族對目標公司的決策影響力。現金流量請求權的計算乃採用控制股東的控制權之直接持股率加上各控制鏈間接持股率乘積總和。以控制權與現金流量請求權偏離程度做為核心代理問題之代理變數。

3. 董監事持股比率(DIR)

Berle and Means (1932)認為當董監事的持股比率愈高時，為了自身的利益會更有效率的去監督管理者，降低管理者與股東間的代理問題，減少管理者進行盈餘管理的行為，進而增加公司的價值。故本研究將董監事持股比率定義為董監事期末持股合計除以期末流通在外股數，納入模型探討其對盈餘管理的影響。

4. 董監事股權質押比率(*PLE*)

Chiou et al. (2002)發現，董監事股權質押會使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，當公司股價下跌時，將面臨補提擔保品的壓力，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊，企圖影響股價。故本研究將董監事股權質押納入模型探討其對盈餘管理的影響。

5. 機構投資者持股比率(*INST*)

有鑑於資料的可獲得性，本研究根據財政部證券管理委員會編印的歷年證券統計要覽，其有關於上市公司資本來源明細表中，共包含：政府機構、本國及僑外金融機構、信託投資機構、公司法人與自然人等十項，本研究參考周行一等(1996)之研究設計，以去除本國自然人與僑外自然人二項目後，將機構投資人持股定義為樣本公司流通在外股數持股比率之總和。

(三) 董事會相關變數衡量

1. 董事會規模(*BSIZE*)

關於董事會的規模，可分為兩種不同的看法。第一、董事會規模愈小，運作愈有效率。規模小的董事會，議會成員較不受限制及決策制定較迅速等特性。第二、董事會規模愈大，運作愈有效率，即認為董事規模與公司績效成正比。因此本研究以董事會成員人數衡量董事會規模(Dechow et al. 1996; Vafeas 2000; Klein 2002)。

2. 外部董事比率(*OUTR*)

定義為外部董監事期末席次佔所有董監事席次之比率。其中外部董事之界定方式，參考 Xie et al. (2003)方法定義外部董事為，非為公司之受雇人或其關係企業之董事、監察人或受雇人，但其兼任母公司或子公司之獨立董事、獨立監察人員者，不在此限。非前述人員之配偶或其二親等以內直系親屬之董事者。

3. 外部董事比率過半(*OUTR51%*)

定義為外部董事過半為 1，反之則為 0，為一虛擬變數。依照 Dechow et al. (1996)和 Klein (2002)之研究，定義外部董事超過 50%時，在多數原則之情況下，外部董事將可主導董事會之監督功能，因此，定義當外部董事過半為 1，反之則為 0。

4. 董事長兼任總經理(*CEOD*)

依照 Dechow et al. (1996)之研究指出董事長若是同時兼任總經理，會使公

司內部控管欠佳，權責無法明確劃分，故將董事長兼任總經理設立虛擬變數，若董事長總經理為同一人則設為1，若董事長總經理非同一人設為0。

(四) 控制變數

1. 公司規模(*SIZE*)

Moses (1987)認為規模大之企業，從事盈餘平穩化的動機更為強烈。Rajgopal and Venkatachalam (1998)亦指出，大公司因面對分析師與資本市場績效壓力較大，會有誘因使用應計項目來平穩化損益和避免盈餘下跌。然而Reynolds and Francis (2001)卻認為，公司規模與營業特徵有關，使得大公司通常會有較小應計項目。Peasnell et al. (2005)亦指出，不論管理者盈餘管理的門檻是為了避免報導損失或防止盈餘下跌，公司規模均與裁決性應計項目呈顯著負相關。Chtourou et al. (2001)亦得相同結果，認為公司規模愈大，管理者愈不致於從事向上操縱盈餘增加及向下操縱盈餘減少的盈餘管理行為。Klein (2002)亦發現，公司規模與裁決性應計項目的絕對值呈負相關。陳錦春與葉雅薰(2002)指出大公司會受到外部資本市場較多之關注，亦因此相較於小公司，大公司較不易有盈餘管理之行為。因此，本研究不預期此變數符號的方向。Shalit and Sankar (1977)證實公司總資產或股東權益為衡量公司大小最適合之指標，故本研究係以總資產取自然對數作為衡量公司規模之指標。

2. 負債比率(*LEV*)

Press and Weintrop (1990)指出，當公司瀕臨違反債務合約規定時，管理者會有誘因操縱盈餘，負債比率與裁決性應計項目的絕對值呈正相關。DeFond and Jiambalvo (1994)及 Dechow et al. (1996)亦發現，負債比率高的公司，為避免違反債務契約限制條款，管理者通常較會操縱裁決性應計項目。Burgstahler and Dichev (1998)提出本季盈餘若較去年同季盈餘下跌時，會不利於公司的債務評等。Minton and Schrand (1999)認為，公司有高債務較可能使用應計項目來平穩化盈餘，以降低因盈餘表現極端不佳而引起技術性違反貸款合約的機率。Klein (2002)研究亦發現，負債比率與裁決性應計項目的絕對值呈正相關。另外，槓桿比率高可能隱含出現財務危機(Beneish and Press 1995)，根據 DeAngelo et al. (1994)的看法，財務困難公司可能為爭取對自己有利的債務條件或履約權益，反而會傾向將會計盈餘調低，因此，本研究預期此變數符號為正。

3. 成長機會(*TQ*)

在企業成長因素的影響方面，Beaver et al. (1970)指出，成長型公司會有誘因藉由應計項目操弄平穩化損益，因盈餘變動會提高公司的風險。Warfield et al. (1995)發現市價淨值比與公司的裁決性應計項目存有正相關。Skinner and Sloan (1999)亦認為，當成長型公司報導未預期負的盈餘時，市場會給予嚴厲懲罰，故高度成長公司會有誘因使用會計裁決來符合或超過績效門檻。Klein (2002)認為有高成長機會之公司其營運複雜度和經營風險較高，使得有較高的盈餘管理

動機，其實證結果發現，成長機會和盈餘管理為顯著正相關。因此，本研究預期此變數符號為正。本研究依 Chung and Pruitt (1994)所提出的近似 Tobin's Q 為成長機會之代理變數。

$$\text{Tobin's Q} = (\text{普通股權益市價} + \text{負債帳面價值}) / \text{總資產}$$

4. 營業活動現金流量(CFO)

Young (1999)及 Vander Bauwhede et al. (2003)研究發現以裁決性應計項目當作代理變數時，可能會有衡量誤，若公司有異常財務績效時，便會有模型設定不適之問題產生，因此可藉由營業而來之現金流量加以控制。本研究以本期營運活動之現金流量除以期初總資產作為控制變數，但不預期此變數符號。

5. 總應計項目(TA)

營業活動的報導盈餘和現金流量之差額。Becker et al. (1998)認為，當公司有較大的總應計項目時，可操縱的裁決性應計項目亦相對增大。因此，本研究以總應計項目除以總資產之絕對值納入模型分析，並預期此變數符號為正。

6. 產業別(ELEC)

由於投資市場中以電子業為主力，而電子業亦是資本密集的產業，其股權結構與其他一般產業較為不同，一般而言法人股東大多不是來自同一家族親屬，故法人間可相互監督，致使董事會監督之功能較強，盈餘管理行為可能較低，故本研究將研究樣本區分為電子業與非電子業，試圖了解其盈餘管理程度是否有所不同。使用虛擬變數，1 表示電子業產業；0 表示非電子業產業。

肆、實證結果分析

一、敘述統計

表 2 為全體樣本公司、電子產業、非電子產業的基本敘述統計量。從表中可得知樣本公司 *DA* 及 *ROADA* 平均數分別為 0.092 及 0.085，顯示裁決性應計項目佔前期總資產之絕對值 9.19% 及 8.50%，且資訊電子產業裁決性應計項目明顯大於非電子產業。管理者持股比率全樣本平均為 1.61%，電子產業平均為 2.21%，非電子平均為 0.90%，顯示管理者持股比率因產業類別會有很大差異；控制權與現金流量請求權偏離程度全樣本平均為 5.20%，電子產業平均為 5.90%，非電子平均為 4.37%，顯示電子產業一股一權的偏離現象較明顯。其他股權結構方面，機構投資人持股比率在電子產業為大於非電子產業，而董監事持股比率和董監事股權質押比率在非電子產業有較大現象。董事會特性方面，全樣本董事會平均為 9.4 人，電子產業平均為 9.2 人，非電子平均為 9.6 人；外部董事比率全樣本平均為 8.86%，電子產業平均為 13.17%，非電子平均為 3.70%；全樣本平均 41.29% 公司董事長兼任總經理，電子產業平均為 46.16%，非電子平均為 35.49%。控制變數方面，公司規模電子產業低於非電子產業，負

債比率電子產業低於非電子產業。其他變數，現金流量佔總資產比率、總應計項目絕對值及成長機會，電子產業較非電子產業大。

表2 敘述統計量

變數	Mean			Std Dev			Max			Min			產業別差異檢定	
	全樣本	電子	非電子	全樣本	電子	非電子	全樣本	電子	非電子	全樣本	電子	非電子	T	Z
ROADA	0.085	0.095	0.073	0.119	0.117	0.119	5.009	2.181	5.009	0.001	0.001	0.001	10.20***	14.88***
DA	0.092	0.104	0.078	0.123	0.122	0.124	5.009	2.151	5.009	0.001	0.001	0.001	10.93***	16.26***
CORE	0.052	0.059	0.044	0.092	0.098	0.084	0.677	0.677	0.598	0.000	0.000	0.000	8.45***	15.23***
MAN	0.016	0.022	0.009	0.028	0.032	0.021	0.299	0.299	0.256	0.000	0.000	0.000	24.88***	31.95***
DIR	0.241	0.237	0.246	0.138	0.132	0.144	0.971	0.971	0.918	0.000	0.006	0.000	-3.62***	-2.27**
PLE	0.125	0.080	0.180	0.219	0.163	0.260	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000	0.000	-22.24***	-21.28***
INST	0.086	0.095	0.076	0.132	0.137	0.124	0.979	0.979	0.931	0.000	0.000	0.000	6.95***	11.26***
BSIZE	9.398	9.196	9.639	2.915	2.024	3.692	29.000	19.000	29.000	1.000	2.000	1.000	-7.59***	0.81***
OUTR	0.089	0.132	0.037	0.144	0.159	0.101	0.750	0.667	0.750	0.000	0.000	0.000	36.08***	34.19***
OUT51%	0.003	0.004	0.003	0.059	0.061	0.056	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.58	0.57
CEOD	0.413	0.462	0.355	0.492	0.499	0.479	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000	0.000	11.13***	11.02***
SIZE	15.215	15.101	15.350	1.278	1.351	1.171	20.290	20.290	19.850	11.411	11.514	11.411	-9.92***	-13.22***
LEV	0.410	0.389	0.436	0.190	0.181	0.198	4.469	4.469	4.217	0.015	0.019	0.015	-12.12***	-12.19***
CFO	0.055	0.065	0.044	0.115	0.112	0.117	3.122	0.682	3.122	-1.701	-0.705	-1.701	9.62***	12.17***
TAC	0.093	0.100	0.084	0.125	0.108	0.141	5.810	1.709	5.810	0.000	0.000	0.000	-0.92	1.24
TQ	1.388	1.575	1.165	0.890	1.055	0.565	20.019	20.019	7.749	0.279	0.293	0.279	6.59***	13.95***
ROA	0.062	0.075	0.046	0.103	1.048	0.079	1.119	0.589	1.119	-0.993	-0.930	-0.993	24.80***	26.55***

說明：DA 為裁決性應計項目之絕對值；ROADA 為裁決性應計項目之絕對值(考量 ROA)。CORE 為核心代理問題代理變數；MAN 為管理者持股比率；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；INST 為機構投資人持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTR 為外部董事比率；OUT51% 為外部董事比率過半之虛擬變數；CEOD 為董事長兼任總經理之虛擬變數；ELEC 為電子業之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；CFO 為營業現金流量佔總資產比率；TA 為總應計項目除以總資產之絕對值；TQ 為 Tobin's Q；ROA 為總資產報酬率；*** 表示達顯著水準 1%。

針對樣本變數進行 T 檢定和 Mann-Whitney U 檢定，檢驗變數是否會因產業別而有顯著差異，結果顯示，電子產業裁決性應計項目顯著高於非電子產業，管理者持股及控制權與現金流量請求權偏離程度電子產業亦顯著較高，董監事持股比率和董監事股權質押比率非電子產業高於電子產業，機構投資人持股比率電子產業顯著較高。董事會規模、外部董事比率及董事長兼任總經理在電子與非電子產業皆有顯著差異。其餘控制變數亦皆有顯著性的差異，顯示本文產業分類具有相當的區別性。

二、變數相關性檢定

表 3 為盈餘管理代理變數(DA 及 ROADA)與及他相關變數的 Pearson 及 Spearman 相關係數，從表中可知除機構投資者持股、外部董事比率過半及公司規模外，其餘自變數均和 ROADA 達到顯著相關水準，而 DA 除外部董事比率過半外與所有自變數均達顯著相關，其中盈餘管理與董監事持股、機構投資者持股、董事會規模、外部董事比率、公司規模、營業現金流量呈負相關，表示機構投資者持股比率愈多、董事會規模愈大、外部董事比率愈高、公司規模愈大、營業現金流量愈多的公司，盈餘管理行為愈少，而盈餘管理與管理者持股、

董監事持股、核心代理問題代理變數、董事長兼任總經理、電子業之虛擬變數、負債比率、總應計項目絕對值及成長機會之代理變數表示管理者持股與董監事持股愈多、控制權偏離所有權程度愈大、董事長兼任總經理、電子產業公司、負債比率愈高、總應計項目愈大及成長機會愈大的公司，其盈餘管理行為愈多，其餘自變數間大多呈顯著關係，Spearman 相關係數結果大致和 Pearson 相關係數類似。整體而言自變數彼此間相關係數以 ROA 與 TQ 的 0.571 為最大， ROA 與負債比率的 -0.370 為最小，而表 4 及其後續各表的變異膨脹因素值(VIF)均低於 5，因此本研究各變數間，應無嚴重共線性的問題。

三、迴歸分析

本研究利用多變量的迴歸式來去描述影響盈餘管理的因素。由表 4 線性迴歸模型顯示，以管理者持股和控制權與現金流量請求權偏離程度來解釋盈餘管理，結果發現管理者持股與盈餘管理皆為負相關，但僅在以 DA 為盈餘管理代理變數時顯著，支持 Jensen and Meckling (1976)的看法，認為管理者持股具有自律的效果，符合利益收斂假說，即當股權大部份集中於管理者手中時，會以公司利益極大化為優先考量，因此盈餘管理行為愈少。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理的關係，結果發現不論以何種盈餘管理代理變數皆呈顯著正相關，支持 La Porta et al. (2000)和 Claessens et al. (2002)所提出負侵佔效果之說法，即表示控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，控制股東愈能控制公司財報所使用的會計方法或所揭露的資訊，為了掩飾其侵害小股東之行為，便可能隱藏財報部份資訊，因而降低公司財報盈餘資訊內涵，故隨控制權和現金流量請求權偏離愈大，控制股東從事盈餘管理行為愈明顯。

表3 相關係數矩陣

	ROADA	DA	CORE	MAN	DIR	PLE	INST	BSIZE	OUTR	OUTS1%	CEOD	ELEC	SIZE	LEV	CFO	TAC	TQ	ROA	
ROADA	0.746***																		
DA	0.927***	0.746***																	
CORE	0.026***	0.014***	0.746***																
MAN	0.071***	0.058***	0.275***	0.746***															
DIR	0.043***	0.022**	0.377***	0.049**	0.746***														
PLE	0.014**	0.005**	-0.070***	-0.144***	-0.162**	0.746***													
INST	-0.016	-0.038**	0.027**	-0.067**	0.087**	-0.029**	0.746***												
BSIZE	-0.052***	-0.062***	0.131***	-0.023**	0.037***	-0.033**	0.178***	0.746***											
OUTR	-0.019*	-0.022**	0.023**	0.082**	0.017*	-0.209**	0.061**	-0.002	0.746***										
OUTS1%	-0.006	-0.006	-0.029**	-0.027**	0.018*	-0.026**	0.003	-0.026**	0.206***	0.746***									
CEOD	0.027**	0.032***	-0.096***	0.032**	-0.051**	-0.070**	-0.024**	-0.132***	0.079**	0.000**	0.746***								
ELEC	0.095***	0.102***	0.083***	0.232**	-0.032**	-0.228**	0.074**	-0.076**	0.329***	0.108**	0.108**	0.746***							
SIZE	-0.016	-0.040**	0.096***	-0.159**	-0.209**	0.252**	0.417**	0.295**	-0.176**	-0.025**	-0.108**	-0.097**	0.746***						
LEV	0.095**	0.150***	-0.026**	-0.060**	-0.067**	0.194**	-0.133**	-0.053**	-0.078**	-0.017*	-0.064**	-0.123**	0.079**	0.746***					
CFO	-0.126***	-0.159***	0.040**	0.014	0.031**	-0.072**	0.140**	0.039**	0.105**	0.028**	0.007	0.095**	0.046**	-0.293**	0.746***				
TAC	0.742***	0.812***	0.010	0.049**	-0.002	-0.002	-0.041**	-0.083**	0.002	-0.007	0.061**	0.065**	-0.060**	0.188**	-0.167**	0.746***			
TQ	0.134***	0.118***	0.063***	0.151**	0.078**	-0.118**	0.160**	-0.010	0.098**	0.029**	-0.038**	0.229**	0.014	-0.166**	0.204**	0.062***	0.746***		
ROA	0.049***	-0.083**	0.056**	0.097**	0.129**	-0.155**	0.195**	0.057**	0.167**	0.037**	-0.030**	0.137**	0.144**	-0.370**	0.378**	-0.140**	0.473**	0.746***	

說明：表格左下半部為 Pearson 相關係數值，右上半部為 Spearman 相關係數值。各變數定義如表 2。其中 * 表示顯著水準達 10%；** 表示顯著水準達 5%；*** 表示顯著水準達 1%。

表 4 盈餘管理線性迴歸分析

變數	預期 符號	模型一		模型二		模型三	
		DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA
Intercept		0.1311***	0.1082***	0.1142***	0.0827***	0.1386***	0.1075***
		9.42	8.31	6.38	4.95	7.57	6.29
CORE	+	0.0299**	0.0379***	0.0444***	0.0427***	0.0551***	0.0526***
		2.37	3.20	3.16	3.25	3.92	4.00
MAN	-	-0.0666*	-0.0233	-0.0753*	-0.0232	-0.0908**	-0.0380
		-1.75	-0.58	-1.90	-0.58	-2.12	-0.95
DIR	-			-0.0175*	-0.0026	-0.0217**	-0.0067
				-1.86	-0.29	-2.31	-0.76
PLE	+			0.0215***	0.0218***	0.0160***	0.0163***
				3.90	4.24	2.89	3.16
INST	-			-0.0211**	-0.0197**	-0.0107	-0.0095
				-2.07	-2.06	-1.05	-1.00
BSIZE	?					-0.0005	-0.0005
						-1.24	-1.41
OUTR	-					-0.0854***	-0.0825***
						-9.98	-10.32
OUT51%	-					0.0220	0.0176
						1.15	0.98
CEOD	+					0.0077***	0.0063***
						3.39	2.95
ELEC	?	0.0263***	0.0218***	0.0259***	0.0218***	0.0316***	0.0274***
		11.24	9.95	10.74	9.66	12.58	11.67
SIZE	?	-0.0083***	-0.0064***	-0.0074***	-0.0052***	-0.0088***	-0.0065***
		-9.20	-7.55	-6.56	-4.87	-7.32	-5.77
LEV	+	0.1513***	0.1241***	0.1431***	0.1162***	0.1464***	0.1192***
		23.92	20.97	22.18	19.25	22.67	19.74
CFO	?	0.1833***	0.2652***	0.1881***	0.2683***	0.2036***	0.2835***
		13.70	21.18	14.03	21.40	15.14	22.55
TAC	+	0.3858***	0.4500***	0.3898***	0.4525***	0.3989***	0.4613***
		40.53	50.53	40.72	50.53	41.56	51.40
TQ	+	0.0031**	-0.0002	0.0034**	0.0000	0.0032**	-0.0002
		2.20	-0.14	2.43	0.01	2.31	-0.16
N		9912	9912	9912	9912	9912	9912
F		324.39***	412.87***	222.18***	281.69***	175.70***	221.29***
Adj R-Sq		0.2070	0.2495	0.2112	0.2536	0.2200	0.2623

說明：DA 為裁決性應計項目之絕對值；ROADA 為裁決性應計項目之絕對值(考量 ROA)。CORE 為核心代理問題代理變數；MAN 為管理者持股比率；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；INST 為機構投資人持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTR 為外部董事比率；OUT51% 為外部董事比率過半之虛擬變數；CEOD 為董事長兼任總經理之虛擬變數；ELEC 為電子業之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；CFO 為營業現金流量除以總資產比率；TA 為總應計項目除以總資產之絕對值；TQ 為 Tobin's Q。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5% 及 1%。

由表 5，管理者與盈餘管理非線性關係進行探討，實證顯示不論以何種盈餘管理代理變數結果皆相同，管理者持股比率在 6.25%以下與盈餘管理呈負向顯著關係，管理者持股比率介於 6.25%-25%與盈餘管理呈正向顯著關係，但持股比率大於 25%時與盈餘管理無顯著關係。由此可知管理者持股比率與盈餘管理存在非線性關係，亦即隨管理者持股逐漸增加時，因其與股東的利益趨於一致，管理者持股具有自律的效果，故管理者與股東間之代理問題能獲得改善，管理者從事盈餘管理的誘因會降低，但當管理者持股達到某種程度，具有掠奪公司利益能力時，可能為保障其職位或平穩化損益以降低其面臨的風險，進而從事盈餘管理行為。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理的關係維持不變，不論以何種盈餘管理代理變數皆在顯著水準 1%下呈顯著正相關，即表示控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，且偏離程度愈大盈餘管理行為愈明顯。

董監事持股比率與盈餘管理關係，在以 *DA* 為盈餘管理代理變數時呈顯著負向相關，而董監股權質押比率與盈餘管理關係，不論以何種盈餘管理代理變數皆呈顯著正相關，顯示董監事持股比率愈高，監督管理當局行為的意願亦愈高，代理問題獲得改善，進而降低盈餘管理情形，但當董監事將股權質押時，會使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊，企圖影響股價。機構投資人持股與盈餘管理呈負向顯著關係，支持效率監督假說的論點，即機構投資人屬長期投資性質，有較強誘因去積極監督管理者，故能有效抑制管理當局盈餘管理的行為。

董事會規模與盈餘管理呈現負向關係但不顯著，表示董事會規模與其運作效率性及監督功能之連結性不高。而董會會組成與獨立性方面，外部獨立董事席次比率及董事長兼任總經理分別與盈餘管理呈負向及正向顯著關係，但外部獨立董事席次過半則不具顯著性，表示董事會獨立性存在確實能提升監督管理當局的功能，即外部董事比率愈高，愈能限制管理者操縱盈餘的行為，有效抑制盈餘管理增加財務報告品質。而董事長兼任總經理，將使董事會超然獨立地位受到嚴重影響，易使管理當局對董事會掌控的勢力提升，將會削弱董事會監督功能，會使公司內部控管欠佳，進而助長盈餘操縱的可能。

控制變數結果，電子產業相較其他產業有明顯盈餘管理行為。當公司規模愈大，易受到外部資本市場關注，故管理者從事向上操縱盈餘及向下操縱盈餘的盈餘管理行為愈少；高財務槓桿的公司，較可能為避免違反債務契約限制條款或平穩化盈餘，而進行盈餘管理行為；營業活動現金流量及總應計項目與盈餘管理關係皆呈正向顯著關係，即營業活動現金流量及總應計項目愈大時，管理者從事盈餘管理行為愈多；Tobin's *Q* 與盈餘管理呈正向關係，但僅在以 *DA* 絕對值為盈餘管理代理變數時具顯著性，表示高成長公司其營運複雜度和經營

風險較高，使得有較高的盈餘管理動機。

表 5 盈餘管理非線性迴歸分析

變數	預期符號	模型四		模型五		模型六	
		DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA
Intercept		0.1376*** 9.87	0.1145*** 8.79	0.1217*** 6.80	0.0900*** 5.38	0.1457*** 7.96	0.1144*** 6.69
CORE	+	0.0315** 2.50	0.0396*** 3.36	0.0482*** 3.44	0.0465*** 3.55	0.0588*** 4.19	0.0564*** 4.30
MAN ₁	-	-0.4576*** -5.00	-0.4162*** -4.87	-0.4773*** -5.19	-0.4170*** -4.85	-0.4891*** -5.34	-0.4276*** -4.99
MAN ₂	+	0.1583*** 2.92	0.1867*** 3.68	0.1582*** 2.93	0.1853*** 3.67	0.1492*** 2.78	0.1764*** 3.51
MAN ₃	-	-0.0383 -0.21	-0.1343 -0.77	-0.0350 -0.19	-0.1308 -0.75	-0.0420 -0.23	-0.1379 -0.80
DIR	-			-0.0214** -2.27	-0.0063 -0.71	-0.0255*** -2.71	-0.0103 -1.17
PLE	+			0.0202*** 3.68	0.0206*** 4.02	0.0148*** 2.68	0.0152*** 2.95
INST	-			-0.0226** -2.22	-0.0210** -2.21	-0.0123 -1.20	-0.0110 -1.15
BSIZE	?					-0.0005 -1.21	-0.0005 -1.36
OUTR	-					-0.0851*** -9.96	-0.0823*** -10.30
OUT51%	-					0.0194 1.01	0.0151 0.84
CEOD	+					0.0080*** 3.50	0.0066*** 3.07
ELEC	?	0.0285*** 11.99	0.0239*** 10.76	0.0279*** 11.44	0.0237*** 10.40	0.0336*** 13.24	0.0293*** 12.35
SIZE	?	-0.0086*** -9.54	-0.0067*** -7.90	-0.0077*** -6.83	-0.0054*** -5.14	-0.0091*** -7.57	-0.0067*** -6.03
LEV	+	0.1517*** 23.99	0.1245*** 21.05	0.1434*** 22.25	0.1165*** 19.33	0.1468*** 22.75	0.1196*** 19.82
CFO	?	0.1872*** 13.97	0.2691*** 21.48	0.1924*** 14.33	0.2725*** 21.71	0.2079*** 15.45	0.2877*** 22.86
TAC	+	0.3883*** 40.78	0.4526*** 50.82	0.3926*** 41.00	0.4553*** 50.83	0.4016*** 41.84	0.4641*** 51.71
TQ	+	0.0030** 2.13	-0.0003 -0.23	0.0033** 2.40	-0.0001 -0.04	0.0032** 2.29	-0.0003 -0.20
N		9912	9912	9912	9912	9912	9912
F		262.34***	333.44***	192.59***	243.68***	157.90***	198.50***
Adj R-Sq		0.2087	0.2512	0.2130	0.2553	0.2218	0.2640

說明：DA 為裁決性應計項目之絕對值；ROADA 為裁決性應計項目之絕對值(考量 ROA)。CORE 為核心代理問題代理變數；MAN₁₋₃ 分別為管理者持股比率在 6.25%以下、6.25%至 25%與 25%以上；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；INST 為機構投資人持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTR 為外部董事比率；OUT51% 為外部董事比率過半之虛擬變數；CEOD 為董事長兼任總經理之虛擬變數；ELEC 為電子業之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；CFO 為營業現金流量除以總資產比率；TA 為總應計項目除以總資產之絕對值；TQ 為 Tobin's Q。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5%及 1%。

表6和表7進一步探討核心代理問題對盈餘管理之影響，表6將樣本加以區分為兩個子樣本(以CORE中位數區分為高CORE及低CORE)，探討在高(低)核心代理問題下，股權結構及董事會結構對盈餘管理之影響，實證結果顯示，控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理的關係，僅在高CORE樣本呈正向顯著關係，即核心代理問題嚴重的公司，其盈餘管理行為較為明顯。而管理者持股與盈餘管理關係，在線性方面，高(低)CORE樣本亦出現不同結果，在高CORE樣本兩者呈顯著正相關，而低CORE樣本則呈顯著負相關，即表示核心代理問題較嚴重的公司，管理者自律效果不存在，管理當局盈餘管理行為較嚴重。在非線性方面，管理者持股與盈餘管理非線性關係僅存在高CORE樣本，而低CORE樣本僅在管理者持股比率在6.25%以下與盈餘管理呈負向顯著關係，顯示在高核心代理問題下，管理者自律效果會隨持股比率增加而減緩，甚至藉由盈餘管理行為損害股東權益。此外在低CORE樣本，董監事較易發揮其監督的功能，但董事長兼任總經理時，將會削弱董事會監督功能，反而助長盈餘操縱行為產生。而董監事持股質押和外部董事比率與盈餘管理同前，兩個子樣本並無太大差異，分別呈正向及負向顯著關係。

表7則納入核心代理問題與各變數交乘項共同探討，參照張瑞當等(2007)作法並加以修正，由於納入交乘項會產生嚴重共線性問題，故將CORE變數移除(VIF最大)後，所有係數VIF皆小於10。實證結果顯示，管理者持股與盈餘管理關係呈負向顯著關係，但管理者持股交叉項為正向顯著關係，表示隨著核心代理問題提升，管理者自律效果會逐漸消失，盈餘操縱行為會逐漸增加。董監事及機構投資人監督功能而言，由持股比率及交叉項係數得知(負轉正)，有部份結果顯示董監事及機構投資人持股雖能發揮監督功能，但隨著核心代理問題提升，其監督效果會逐漸喪失。而董事會規模交叉項顯著為正，亦顯示隨著核心代理問題上升，會削弱董事會監督功能董事會監督。綜上得知，隨著控制權與現金流量請求權偏離程度擴大，產生嚴重核心代理問題，會影響股權結構及董事會結構之監督功能，進而使管理當局有較強烈的動機從事盈餘管理，甚至藉由盈餘操控行為傷害小股東的權益。

四、以盈餘門檻進行分析

Burgstahler and Dichev (1998)指出，為了避免財務報表顯示公司虧損或者淨利下滑，公司會有盈餘管理的行為。因此，本研究預期盈餘管理前之盈餘未超過門檻時，則公司有動機盈餘管理。Peasnell et al. (2005)認為現金流量為最不易受管理者操弄的項目，故以自營運活動之現金流量(CFO)為未操弄盈餘之代理變數，然而DeGeorge et al. (1999)則是以EPS作為其代理變數，且兩者實證皆認為企業經營首要目標為避免虧損，故以避免虧損為公司是否從事盈餘管理之門檻。當公司未操弄盈餘小於零時，則有動機透過裁決性應計項目調升盈餘；當

公司未操弄盈餘大於等於零時，則有動機透過裁決性應計項目調降盈餘。故本研究依據 Degeorge et al. (1999)和 Peasnell et al. (2005)分別以 *CFO* 及 *EPS* 作為未操弄盈餘之代理變數，以此來判斷公司有無動機調升($CFO < 0$ 或 $EPS < 0$)或調降盈餘($CFO \geq 0$ 或 $EPS \geq 0$)之門檻。

表 6 考量核心代理問題對盈餘管理之影響

變數	預期符號	模型三(大 <i>CORE</i>)		模型六(大 <i>CORE</i>)		模型三(小 <i>CORE</i>)		模型六(小 <i>CORE</i>)	
		<i>DA</i>	<i>ROADA</i>	<i>DA</i>	<i>ROADA</i>	<i>DA</i>	<i>ROADA</i>	<i>DA</i>	<i>ROADA</i>
Intercept		0.1063*** 4.43	0.0879*** 3.86	0.1194*** 4.90	0.1029*** 4.45	0.1522*** 5.46	0.1104*** 4.29	0.1523*** 5.46	0.1105*** 4.29
<i>CORE</i>	+	0.0713*** 4.30	0.0755*** 4.79	0.0666*** 3.92	0.0695*** 4.31	0.8442 1.00	0.7199 0.93	0.9850 1.11	0.8575 1.04
<i>MAN</i>	-	0.0602** 2.32	0.0904** 2.09			-1.2876* -1.85	-1.0803* -1.68		
<i>MAN</i> ₁	-			-0.1650* -1.83	-0.1876* -1.71			-1.4535* -1.88	-1.2426* -1.74
<i>MAN</i> ₂	+			0.0874*** 2.66	0.1310*** 2.62			0.4193 0.3	0.4485 0.35
<i>MAN</i> ₃	-			0.0104 0.06	-0.0868 -0.54			0.0000 0.0000	0.0000 0.0000
<i>DIR</i>	-	-0.0060 -0.45	-0.0058 -0.46	-0.0085 -0.63	-0.0085 -0.66	-0.0376*** -2.79	-0.0126 -1.01	-0.0377*** -2.8	-0.0126 -1.01
<i>PLE</i>	+	0.0201** 2.55	0.0170** 2.27	0.0185** 2.33	0.0152** 2.02	0.0127 1.64	0.0150** 2.11	0.0127 1.64	0.0150** 2.11
<i>INST</i>	-	-0.0044 -0.30	-0.0081 -0.58	-0.0057 -0.38	-0.0096 -0.69	-0.0128 -0.89	-0.0117 -0.88	-0.0127 -0.88	-0.0117 -0.88
<i>BSIZE</i>	?	-0.0002 -0.31	-0.0006 -1.08	-0.0002 -0.32	-0.0006 -1.09	-0.0007 -1.20	-0.0005 -0.84	-0.0007 -1.21	-0.0005 -0.85
<i>OUTR</i>	-	-0.0815*** -7.43	-0.0853*** -8.19	-0.0814*** -7.41	-0.0852*** -8.17	-0.0846*** -6.41	-0.0754*** -6.18	-0.0847*** -6.41	-0.0754*** -6.18
<i>OUTS1%</i>	-	0.0506 1.21	0.0247 0.62	0.0483 1.16	0.0221 0.56	0.0110 0.48	0.0093 0.44	0.0111 0.48	0.0093 0.44
<i>CEOD</i>	+	0.0057* 1.88	0.0039 1.38	0.0060** 1.99	0.0043 1.51	0.0098*** 2.82	0.0088*** 2.74	0.0099*** 2.84	0.0089*** 2.77
<i>ELEC</i>	?	0.0292*** 8.71	0.0261*** 8.20	0.0308*** 9.01	0.0280*** 8.63	0.0349*** 9.28	0.0293*** 8.43	0.0351*** 9.29	0.0294*** 8.45
<i>SIZE</i>	?	-0.0072*** -4.57	-0.0052*** -3.50	-0.0078*** -4.94	-0.0059*** -3.95	-0.0094*** -5.15	-0.0068*** -4.02	-0.0094*** -5.15	-0.0068*** -4.02
<i>LEV</i>	+	0.1242*** 13.40	0.1017*** 11.55	0.1254*** 13.52	0.1031*** 11.70	0.1623*** 17.92	0.1324*** 15.83	0.1624*** 17.92	0.1324*** 15.83
<i>CFO</i>	?	0.1281*** 7.16	0.2132*** 12.54	0.1307*** 7.28	0.2165*** 12.70	0.2675*** 13.21	0.3395*** 18.15	0.2679*** 13.22	0.3398*** 18.15
<i>TAC</i>	+	0.3213*** 22.51	0.3798*** 28.02	0.3237*** 22.64	0.3829*** 28.21	0.4522*** 34.49	0.5155*** 42.57	0.4524*** 34.49	0.5157*** 42.57
<i>TQ</i>	+	0.0063*** 3.73	0.0024 1.49	0.0064*** 3.79	0.0025 1.53	0.0002 0.07	-0.0022 -1.04	0.0002 0.06	-0.0022 -1.04
N		4943	4943	4943	4943	4969	4969	4969	4969
F		69.18***	80.11***	61.56***	71.35***	107.46***	141.00***	101.14***	132.70***
Adj R-Sq		0.1808	0.2039	0.1807	0.2040	0.2553	0.3108	0.2552	0.3107

說明：*DA* 為裁決性應計項目之絕對值；*ROADA* 為裁決性應計項目之絕對值。*CORE* 為核心代理問題代理變數；*MAN*₁₋₃ 分別為管理者持股比率在 6.25%以下、6.25%與 25%以上；*DIR* 為董監事持股比率；*PLE* 為董監事股權質押比率；*INST* 為機構投資人持股比率；*BSIZE* 為董事會規模；*OUTR* 為外部董事比率；*OUTS1%* 為外部董事比率過半之虛擬變數；*CEOD* 為董事長兼任總經理之虛擬變數；*ELEC* 為電子業之虛擬變數；*SIZE* 為公司規模；*LEV* 為負債比率；*CFO* 為營業現金流量除以總資產比率；*TA* 為總應計項目除以總資產之絕對值；*TQ* 為 Tobin's Q。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、***分別表示達顯著水準 10%、5%及 1%。

表7 考量核心代理問題各變數交乘項對盈餘管理之影響

變數	預期符號	股權結構		董事會結構		股權及董事會結構	
		DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA
Intercept		0.1173*** 6.57	0.0836*** 5.01	0.1480*** 10.53	0.1283*** 9.76	0.1376*** 7.40	0.1047*** 6.02
MAN	-	-0.2092*** -3.01	-0.1787*** -2.75			-0.2264*** -3.26	-0.1986*** -3.06
MAN×CORE	+	1.0028*** 2.63	1.1905*** 3.34			1.1933*** 3.11	1.3511*** 3.76
DIR	-	-0.0225** -2.22	-0.0061 -0.64			-0.0302*** -2.96	-0.0128 -1.35
DIR×CORE	+	0.0506 1.11	0.0510 1.19			0.1645** 2.44	0.1400** 2.22
PLE	+	0.0219*** 3.65	0.0233*** 4.15			0.0161*** 2.63	0.0171*** 2.98
PLE×CORE	+	-0.0167 -0.29	-0.0464 -0.85			-0.0084 -0.14	-0.0299 -0.52
INST	-	-0.0283** -2.56	-0.0247** -2.40			-0.0190* -1.70	-0.0158 -1.51
INST×CORE	+	0.1532* 1.82	0.0946 1.20			0.1643* 1.89	0.1024 1.26
BSIZE	?			-0.0005 -1.25	-0.0005 -1.17	-0.0004 -0.82	-0.0004 -0.91
BSIZE×CORE	?			0.0040*** 2.70	0.0032** 2.30	-0.0025 -0.85	-0.0028 -1.03
OUTR	-			-0.0799*** -8.44	-0.0821*** -9.27	-0.0771*** -8.02	-0.0782*** -8.70
OUTR×CORE	-			-0.1136 -1.54	-0.0350 -0.51	-0.1544** -1.99	-0.0833 -1.15
OUT	-			0.0086 0.41	0.0133 0.67	0.0098 0.47	0.0139 0.71
OUT51%×CORE	-			1.2590 0.89	0.0810 0.06	1.3319 0.94	0.1468 0.11
CEOD	+			0.0074*** 2.88	0.0049** 2.06	0.0078*** 3.03	0.0055** 2.29
CEOD×CORE	+			0.0037 0.15	0.0225 0.96	0.0004 0.02	0.0180 0.75
N		9912	9912	9912	9912	9912	9912
F		167.81***	212.51***	195.87***	247.36***	118.27***	148.56***
Adj R-Sq		0.2122	0.2545	0.2159	0.2582	0.2212	0.2633

說明：DA 為裁決性應計項目之絕對值；ROADA 為裁決性應計項目之絕對值(考量 ROA)。CORE 為核心代理問題代理變數；MAN 為管理者持股比率；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；INST 為機構投資人持股比率；BSIZE 為董事會規模；OUTR 為外部董事比率；OUT51% 為外部董事比率過半之虛擬變數；CEOD 為董事長兼任總經理之虛擬變數；ELEC 為電子業之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；CFO 為營業現金流量除以總資產比率；TA 為總應計項目除以總資產之絕對值；TQ 為 Tobin's Q。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5% 及 1%。

由表 8 及表 9 顯示，在線性模型方面，在有調降盈餘動機之樣本，只有少部份資訊顯示管理者持股與盈餘管理呈正向顯著關係，其餘不論以 CFO 及 EPS 為盈餘管理之門檻，管理者持股和控制權與現金流量請求權偏離程度無法解釋盈餘管理行為。在有調升盈餘動機之樣本，管理者持股與盈餘管理大多具顯著負相關，支持 Jensen and Meckling (1976) 的看法，認為管理者持股具有自律的效果，符合利益收斂假說。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理具顯著正相關，即隨控制權和現金流量請求權偏離愈大，控制股東從事盈餘管理

行為愈明顯。在非線性模型方面，以 *EPS* 為盈餘管理門檻，發現管理者持股比率與盈餘管理存在非線性關係，但此非線性關係在調升盈餘動機之樣本較明顯。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理關係維持不變，僅在有調升盈餘動機之樣本呈顯著正相關，即表示控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，且偏離程度愈大盈餘管理行為愈明顯。

綜上所述，管理者與股東之權益代理問題，在線性方面僅有少部份資訊認為管理者持股具有自律的效果，但管理者持股比率與盈餘管理非線性關係較明顯，即隨管理者持股逐漸增加時，因其與股東的利益趨於一致，管理者與股東間之代理問題能獲得改善，管理者從事盈餘管理的誘因會降低，但當管理者持股達到某種程度，具有掠奪公司利益能力時，可能為保障其職位或平穩化損益以降低其面臨的風險，進而從事盈餘管理行為。而控制股東與小股東間之核心代理問題，不論以 *CFO* 或 *EPS* 為盈餘管理之門檻皆得相似結果，即在有調升盈餘動機之樣本存在較嚴重之代理問題，當控制權和現金流量請求權偏離程度愈大時，盈餘管理行為愈明顯。

董監事持股比率與盈餘管理關係，僅以 *CFO* 為盈餘管理門檻中有調升盈餘動機之樣本，呈顯著負相關，而董監股權質押比率與盈餘管理關係，僅存在於以 *CFO* 為盈餘管理門檻中有調降盈餘動機之樣本，及 *EPS* 為盈餘管理門檻中有調升盈餘動機之樣本，且呈正向顯著關係，顯示若董監事將股權質押時，基於自利動機，涉入經營的董監事會利用職務之便，透過盈餘管理行為與操縱財務報導影響股價。機構投資人持股與盈餘管理關係僅在有調降動機之樣本呈顯著負相關。董事會結構與獨立性方面，公司規模僅在以 *EPS* 為盈餘管理門檻中有調降盈餘動機之樣本呈顯著負相關，而外部董事席次過半與盈餘管理不顯著關性，外部董事比率及董事長兼任總經理與盈餘管理呈關係維持不變，分別呈負向及正向顯著關係，表示董事會獨立性存在確實能提升監督管理當局的功能，有效抑制盈餘管理增加財務報告品質。

其餘控制變數，負債比率及營業現金流量與盈餘管理關係維持不變，公司規模僅有少數轉為正相關，其餘維持負向顯著關係。但總應計項目，在以 *EPS* 及 *CFO* 為盈餘管理門檻中有調降盈餘動機之樣本，轉變為負相關。而成長機會在以 *EPS* 為盈餘管理門檻中有調升盈餘動機之樣本，轉變為負相關。

表8 考量盈餘門檻迴歸分析(以CFO為門檻)

變數	預期 符號	模型三(CFO > 0)		模型六(CFO > 0)		模型三(CFO < 0)		模型六(CFO < 0)	
		DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA
Intercept		-0.0177	-0.0551***	-0.0160	-0.0541***	0.2321***	0.1653***	0.2348***	0.1678***
		-1.13	-3.86	-1.02	-3.78	5.67	4.85	5.75	4.94
CORE	+	-0.0077	-0.0112	-0.0067	-0.0105	0.1101***	0.1000***	0.1106***	0.1011***
		-0.65	-1.02	-0.56	-0.97	3.51	3.84	3.54	3.89
MAN	-	0.0212	0.0455			-0.2020**	-0.1170*		
		0.55	1.31			-2.45	-1.70		
MAN ₁	-			-0.0285	0.0230			-0.6771***	-0.5320***
				-0.35	0.31			-3.65	-3.45
MAN ₂	+			-0.0118	-0.0068			0.1169	0.1315
				-0.24	-0.15			1.16	1.57
MAN ₃	-			0.6201***	0.5380***			-0.0827	-0.1190
				4.02	3.82			-0.19	-0.33
DIR	-	0.0144*	0.0317***	0.0132***	0.0310***	-0.0807***	-0.0680***	-0.0832***	-0.0702***
		1.79	4.34	1.64	4.22	-3.98	-4.03	-4.11	-4.16
PLE	+	0.0133***	0.0120***	0.0130***	0.0118***	0.0070	0.0147	0.0038	0.0119
		2.73	2.70	2.68	2.66	0.65	1.63	0.35	1.32
INST	-	-0.0395***	-0.0381***	-0.0397***	-0.0383***	0.0455*	0.0261	0.0408*	0.0221
		-4.62	-4.89	-4.65	-4.91	1.86	1.28	1.67	1.08
BFSIZE	?	-0.0001	-0.0002	-0.0001	-0.0002	0.0001	0.0007	0.0001	0.0007
		-0.37	-0.58	-0.36	-0.56	0.06	0.88	0.10	0.93
OUTR	-	-0.0448***	-0.0465***	-0.0447***	-0.0464***	-0.0486***	-0.0426***	-0.0494***	-0.0433***
		-6.09	-6.94	-6.09	-6.93	-2.64	-2.78	-2.68	-2.83
OUT51%	-	0.0132	0.0082	0.0125	0.0077	0.0147	0.0104	0.0109	0.0071
		0.84	0.57	0.80	0.55	0.28	0.24	0.21	0.17
CEOD	+	-0.0006	-0.0032*	-0.0004	-0.0032*	0.0079	0.0083**	0.0076	0.0080**
		-0.28	-1.80	-0.23	-1.76	1.63	2.06	1.57	1.99
ELEC	?	0.0227***	0.0158***	0.0231***	0.0161***	0.0337***	0.0378***	0.0362***	0.0399***
		10.49	8.03	10.57	8.06	6.30	8.48	6.69	8.87
SIZE	?	0.0007	0.0032***	0.0006	0.0032***	-0.0156***	-0.0106***	-0.0155***	-0.0105***
		0.65	3.45	0.57	3.39	-5.94	-4.83	-5.91	-4.81
LEV	+	0.0514***	0.0196***	0.0511***	0.0194***	0.0848***	0.0511***	0.0846***	0.0510***
		8.21	3.44	8.18	3.40	7.37	5.34	7.37	5.34
CFO	?	0.1018***	0.2567***	0.1019***	0.2565***	-0.2526***	-0.2973***	-0.2437***	-0.2898***
		7.15	19.77	7.15	19.75	-7.56	-10.69	-7.28	-10.40
TAC	+	-0.2804***	-0.1949***	-0.2819***	-0.1964***	0.5643***	0.5989***	0.5663***	0.6008***
		-21.05	-16.05	-21.13	-16.15	43.75	55.79	43.92	55.98
TQ	+	0.0193***	0.0155***	0.0194***	0.0157***	0.0167***	0.0021	0.0171***	0.0023
		16.34	14.44	16.48	14.58	4.08	0.60	4.16	0.68
N		7519	7519	7519	7519	2393	2393	2393	2393
F		114.96***	146.71***	102.51***	131.36***	251.41***	403.59***	224.66***	360.40***
Adj R-Sq		0.1940	0.2367	0.1955	0.2379	0.6262	0.7292	0.6273	0.7301

說明：DA 為裁決性應計項目之絕對值；ROADA 為裁決性應計項目之絕對值(考量 ROA)。CORE 為核心代理問題代理變數；MAN₁₋₃ 分別為管理者持股比率在 6.25%以下、6.25%至 25%與 25%以上；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；INST 為機構投資人持股比率；BFSIZE 為董事會規模；OUTR 為外部董事比率；OUT51%為外部董事過半之虛擬變數；CEOD 為董事長兼任總經理之虛擬變數；ELEC 為電子業之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；CFO 為營業現金流量除以總資產比率；TA 為總應計項目除以總資產之絕對值；TQ 為 Tobin's Q。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5%及 1%。

表 9 考量盈餘門檻迴歸分析(以 EPS 為門檻)

變數	預期 符號	模型三($EPS > 0$)		模型六($EPS > 0$)		模型三($EPS < 0$)		模型六($EPS < 0$)	
		DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA	DA	ROADA
Intercept		0.0801**	0.0363	0.0914***	0.0460	0.0801***	0.0689***	0.0863***	0.0751***
		2.15	1.00	2.45	1.26	4.21	3.72	4.53	4.05
CORE	+	0.0052	0.0226	0.0111	0.0278	0.0416***	0.0378***	0.0455***	0.0416***
		0.18	0.78	0.38	0.97	2.88	2.69	3.15	2.96
MAN	-	0.1266	0.2248**			-0.0755*	-0.0500		
		1.36	2.47			-1.73	-1.18		
MAN ₁	-			-0.3137*	-0.1639			-0.4106***	-0.3954***
				-1.69	-0.90			-4.33	-4.29
MAN ₂	+			0.2569**	0.2874***			0.1243**	0.1489***
				2.32	2.65			2.24	2.76
MAN ₃	-			0.0000	0.0000			-0.0845	-0.1448
								-0.49	-0.87
DIR	-	0.0043	0.0265	0.0007	0.0233	-0.0019	0.0036	-0.0053	0.0001
		0.20	1.26	0.03	1.11	-0.20	0.38	-0.56	0.01
PLE	+	0.0058	0.0047	0.0044	0.0036	0.0245***	0.0240***	0.0236***	0.0231***
		0.62	0.52	0.47	0.39	4.05	4.07	3.90	3.92
INST	-	-0.0428	-0.0467*	-0.0454*	-0.0487*	-0.0044	-0.0040	-0.0056	-0.0052
		-1.57	-1.75	-1.67	-1.83	-0.43	-0.40	-0.55	-0.52
B _{SIZE}	?	-0.0019**	-0.0019**	-0.0018**	-0.0018**	0.0003	0.0001	0.0003	0.0001
		-2.31	-2.36	-2.15	-2.21	0.73	0.17	0.72	0.16
OUTR	-	-0.0915***	-0.0959***	-0.0932***	-0.0972***	-0.0700***	-0.0718***	-0.0695***	-0.0714***
		-4.56	-4.88	-4.65	-4.95	-8.14	-8.59	-8.10	-8.55
OUT51%	-	0.0423	0.0241	0.0424	0.0243	0.0103	0.0091	0.0079	0.0066
		0.84	0.49	0.84	0.49	0.55	0.50	0.41	0.36
CEOD	+	0.0060	0.0101**	0.0055	0.0097**	0.0058**	0.0033	0.0062***	0.0037
		1.34	2.29	1.21	2.19	2.43	1.44	2.60	1.62
ELEC	?	0.0340***	0.0306***	0.0361***	0.0324***	0.0251***	0.0225***	0.0268***	0.0242***
		6.61	6.08	6.95	6.37	9.63	8.86	10.17	9.43
SIZE	?	-0.0047*	-0.0015	-0.0053**	-0.0021	-0.0068***	-0.0055***	-0.0070***	-0.0058***
		-1.95	-0.65	-2.20	-0.86	-5.47	-4.58	-5.67	-4.79
LEV	+	0.0520***	0.0387***	0.0528***	0.0395***	0.1574***	0.1361***	0.1576***	0.1363***
		4.48	3.41	4.55	3.48	22.42	19.93	22.47	19.98
CFO	?	0.1092***	0.1894***	0.1138***	0.1933***	0.3095***	0.4213***	0.3125***	0.4244***
		5.19	9.20	5.40	9.36	18.25	25.54	18.42	25.73
TAC	+	-0.2069***	0.1023***	-0.2027***	0.1063***	0.5834***	0.6111***	0.5852***	0.6131***
		-9.06	4.58	-8.88	4.75	53.19	57.28	53.36	57.48
TQ	+	0.0285***	0.0335***	0.0285***	0.0335***	0.0020	-0.0027**	0.0020	-0.0028**
		5.11	6.14	5.11	6.13	1.47	-2.03	1.44	-2.07
N		7880	7880	7880	7880	2032	2032	2032	2032
F		32.88***	16.02***	31.2***	15.17***	286.97***	280.64***	256.44***	250.89***
Adj R-Sq		0.2007	0.1058	0.2018	0.106	0.3674	0.3622	0.3685	0.3634

說明：DA 為裁決性應計項目之絕對值；ROADA 為裁決性應計項目之絕對值(考量 ROA)。CORE 為核心代理問題代理變數；MAN₁₋₃ 分別為管理者持股比率在 6.25%以下、6.25%至 25%與 25%以上；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；INST 為機構投資人持股比率；B_{SIZE} 為董事會規模；OUTR 為外部董事比率；OUT51%為外部董事過半之虛擬變數；CEOD 為董事長兼任總經理之虛擬變數；ELEC 為電子業之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；CFO 為營業現金流量除以總資產比率；TA 為總應計項目除以總資產之絕對值；TQ 為 Tobin's Q。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5%及 1%。

五、敏感性測試(探討公司績效與盈餘管理內生性問題)

Demsetz and Lehn (1985)研究發現股權結構與公司績效無顯著關係，因為股權結構與公司經營績效是共同決定的，股權結構並非是外生變數。而前述以多變量迴歸模型(OLS)探討股權結構與董事會結構對公司績效影響，是將股權結構變數視為外生變數。Park and Shin (2004)認為當公司營運績效不佳時，管理者為了符合市場預期與維持股價，藉著操縱盈餘來避免損失或掩飾降低的成長率，故在管理者操弄盈餘下，導致公司財務報表的可信度大為降低，無法反應正確的盈餘資訊，使得會計盈餘數字與公司績效的相關性降低，將使盈餘失去扮演衡量管理者績效的監督角色與評價公司績效的資訊角色，而導致公司績效的減少。因此為增加實證結果之穩健性，本研究以 Hausman (1978)外生性檢定測試⁴得知董監事持股比率及外部董事比率若為內生變數，因此必須運用聯立方程式模型來處理內生性問題。故本研究以 Hausman's Specification test 選取最適的聯立方程式模型(2SLS)來處理內生性問題，並參考 Cho (1998)及 Barnhart and Rosenstein (1998)將模型修正如下：

$$\begin{aligned}
 (DA, ROADA) &= f(MAN_1, MAN_2, MAN_3, CORE, DIR, PLE, INST, BSIZE, \\
 &\quad OUTR, OUTR51\%, CEOD, ELEC, SIZE, LEV, CFO, TA, FV(TQ, ROA)) \\
 FV(TQ, ROA) &= f((DA \text{ or } ROADA), MAN_1, MAN_2, MAN_3, CORE, DIR, INS, BLOCK, INST, \\
 &\quad BSIZE, OUTR, CEOD, SIZE, LEV, RDE, ELEC) \\
 DIR &= f(RISK, RISK^2, DIV, LEV, RDE, FV(TQ, ROA), SIZE, INST, ELEC) \\
 OUTR &= f(LEV, FV(TQ, ROA), INST, ELEC, INS, SIZE) \tag{12}
 \end{aligned}$$

其中，

<i>DA</i>	= 裁決性應計項目絕對值；
<i>ROADA</i>	= 裁決性應計項目絕對值(考慮 <i>ROA</i>)；
<i>MAN</i>	= 管理者持股比率；
<i>CORE</i>	= 核心代理問題代理變數；
<i>DIR</i>	= 董監事持股比率；
<i>PLE</i>	= 董監事股權質押比率；
<i>INST</i>	= 機構投資人持股比率；

⁴ Hausman (1978)外生性檢定結果顯示管理者持股比率殘差值不顯著，而董監事持股比率及外部董事比率之殘差值顯著不為零，顯示在盈餘管理模型中，董監事持股比率及外部董事比率為內生變數。

<i>B</i> SIZE	= 董事會規模；
<i>O</i> UTR	= 外部董事比率；
<i>O</i> UTR51%	= 外部董事比率過半之虛擬變數；
<i>C</i> EO	= 董事長兼任總經理之虛擬變數；
<i>E</i> LEC	= 產業之虛擬變數；
<i>S</i> IZE	= 公司規模；
<i>L</i> EV	= 負債比率；
<i>C</i> FO	= 營業現金流量佔總資產比率；
<i>T</i> A	= 總應計項目佔總資產比率；
<i>T</i> Q, <i>R</i> OA	= 公司績效之代理變數。
<i>I</i> NS	= 內部人持股比率；
<i>B</i> LOCK	= 大股東持股比率；
<i>R</i> DE	= 研究發展費用率；
<i>D</i> IV	= 股利率；
<i>R</i> ISK	= 風險；

公司績效模型設定參照主題一設定，而公司績效衡量指標繁多，例如利潤率、資產報酬率、股票報酬率等等，過去研究多採用 *ROA* 會計績效指標(Chen and Steiner 1999; Villalonga and Amit 2006; Maury 2006)與 Tobin's *Q* 市場績效指標(Fan and Wong 2002; Lemmon and Lins 2003; Villalonga and Amit 2006; Maury 2006)兩種，但市場績效指標易受市場因素操控或時間效果左右，若以此研究其與盈餘管理之關係，實證結果恐有失真現象，故本研究將變數除以個股報酬率以固定市場效果，同時納入 *ROA* 為公司績效之代理變數進行研究。

由表 10 至表 13 中，以 2SLS 聯立方程分析結果與 OLS 迴歸模型結果顯示變數內生性問題對本研究實證結果影響不大。實證顯示不論以何種盈餘管理代理變數管理者持股比率與盈餘管理存在非線性關係，管理者持股比率在 6.25% 以下與盈餘管理呈負向顯著關係，管理者持股比率介於 6.25%-25% 與盈餘管理呈正向顯著關係。即隨管理者持股逐漸增加，因與股東的利益趨於一致，管理者持股具有自律的效果，故管理者從事盈餘管理的誘因降低，但當管理者持股達某種程度，具有掠奪公司利益能力時，可能為保障其職位或平穩化損益降低其面臨的風險，進而從事盈餘管理行為。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理維持正向顯著相關，即表示控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，控制股東愈能控制公司財報所使用的會計方法或所揭露的資訊，為了掩飾其侵害小股東之行為，便可能隱藏財報部份資訊，因而降低公司財報盈餘資訊內涵，故隨控制權和現金流量請求權偏離愈大，控制股東從事盈餘管理行為愈明顯。

其餘股權及董事會結構變數與控制變數大致無顯著變化。盈餘管理會隨董

監事股權質押及董事長兼任總經理更加明顯，但能藉由董監持股、及外部董事比率提高而獲得改善，但機構投資人持股的監督效果較不明顯。綜上所述，實證結果與 OLS 迴歸分析變數符號大致相同，僅少數顯著性稍有不同外，並無顯著重大差異，顯著本研究無內生性之問題。

公司績效模型納入盈餘管理影響，結果發現，管理者持股比率與公司績效依然存在非線性關係，以 Tobin's Q 為績效變數時，管理者持股比率在 6.25% 以下和 6.25% -25% 時，持股比率與公司績效呈正相關，支持 Jensen and Meckling (1976) 所提的利益收斂假說，然而持股比率大於 25% 時，持股比率與公司績效呈負向顯著關係，支持 Jensen and Ruback (1983) 所提的鞏固職位假說。若以 ROA 為績效變數時，管理者持股比率在 6.25% 以下時，持股比率與公司績效呈正相關，持股比率介於 6.25% -25% 時，持股比率與公司績效呈負向顯著關係。即當管理者持股逐漸增加時，因其與股東的利益趨於一致，故將降低管理者與股東間之代理問題，增加公司績效，但當管理者持股達到某種程度，具有掠奪公司利益能力時，可能產生特權消費或怠惰的行為，或為保障其職位產生違背股東利益的行為，進而去傷害了公司的價值。

其餘股權及董事會結構變數對公司績效影響大致皆與盈餘管理方向相反，即董監事持股、機構投資人持股及外部董事比率會增強監督機制，降低管理者與股東間的代理問題，進而增加公司的價值。但董監事持股質押、較大董事會規模及董事長兼任總經理則會降低董事會執行監督角色的能力，使公司績效下降。過去文獻皆認為管理者運用裁決性應計項目的操縱，掩飾真實的公司績效，故當公司面臨可能違反債務契約時，為避免違反債務契約的限制條款，管理當局會從事增加公司盈餘管理的行為，以降低違約風險，導致公司財務報表的可信度大為降低，無法反應正確的盈餘資訊，使得會計盈餘數字與公司績效的相關性降低。再者由於裁決性應計項目通常在未來期間會有反轉現象，因此會受到裁決性應計項目反轉影響，而導致公司績效降低(DeFond and Jiambalvo 1994; DuCharme et al. 2000; Chung et al. 2002; Park and Shin 2004)，由於本研究 ROADA 衡量時有納入 ROA 進行估算，故此係數為正向顯著外，其餘模型盈餘管理行為與公司績效愈呈負相關。即公司盈餘管理的行為，會降低公司財務報表的可信度，導致公司財務報表無法反應正確的盈餘資訊，甚致導致公司績效降低。且公司盈餘管理行為，會因董監事持股質押、董事會規模增加及董事長兼任總經理更加明顯，但可藉由董監事持股、機構投資人持股及外部董事比率強化監督機制，降低管理者與股東間的代理問題，減少盈餘管理行為，進而增加公司績效。

表 10 聯立方程二階最小平方方法迴歸分析(以 *DA* vs. *TQ* 分析)

變數	預期符號	<i>DA</i>	變數	預期符號	<i>TQ</i>	變數	<i>DIR</i>	<i>OUTR</i>
Intercept		0.138*** 7.43	Intercept		0.337** 2.26	Intercept	0.461*** 46.96	0.365*** 18.39
<i>CORE</i>	+	0.051*** 3.53	<i>DA</i>	-	-0.893*** -12.63	<i>RISK</i>	-0.148*** -6.70	
<i>MAN</i> ₁	-	-0.418*** -4.48	<i>MAN</i> ₁	+	1.920*** 2.72	<i>RISK</i> ²	0.074*** 3.76	
<i>MAN</i> ₂	+	0.113** 2.03	<i>MAN</i> ₂	-	2.677*** 6.38	<i>DIV</i>	0.000 0.33	
<i>MAN</i> ₃	-	-0.127 -0.61	<i>MAN</i> ₃	+	-1.616* -1.82	<i>LEV</i>	-0.062*** -8.12	-0.004 -0.48
<i>DIR</i>	-	-0.022** -2.31	<i>CORE</i>	-	-0.335*** -3.05	<i>RDE</i>	-0.369*** -7.23	
<i>PLE</i>	+	0.016*** 2.95	<i>DIR</i>	+	0.690*** 4.00	<i>TQ</i>	0.030*** 16.78	0.003* 1.66
<i>INST</i>	-	-0.017 -1.62	<i>INS</i>	+	-0.117 -0.75	<i>SIZE</i>	-0.028*** -24.39	-0.022*** -17.61
<i>BSIZE</i>	?	0.000 -1.09	<i>BLOCK</i>	-	0.100 1.05	<i>INST</i>	0.189*** 16.14	0.131*** 10.95
<i>OUTR</i>	-	-0.081*** -9.31	<i>INST</i>	-	0.794*** 10.29	<i>ELEC</i>	-0.010*** -3.45	0.084*** 29.39
<i>OUT51%</i>	-	0.018 0.90	<i>BSIZE</i>	?	-0.015*** -4.58	<i>INS</i>		-0.004 -0.38
<i>CEOD</i>	+	0.007*** 3.02	<i>OUTR</i>	+	0.184*** 3.94			
<i>ELEC</i>	?	0.033*** 12.91	<i>CEOD</i>	-	-0.119*** -6.78			
<i>SIZE</i>	?	-0.009*** -7.07	<i>SIZE</i>	+	0.059*** 6.35			
<i>LEV</i>	+	0.143*** 21.88	<i>LEV</i>	-	-0.556*** -11.90			
<i>CFO</i>	?	0.205*** 15.11	<i>RDE</i>	+	5.433*** 17.09			
<i>TAC</i>	+	0.385*** 39.32	<i>ELEC</i>	+	0.190*** 9.50			
<i>TQ</i>	+	0.004*** 2.80						
N		9477	N		9477	N	9477	9477
F		138.49***	F		100.60***	F	88.00***	255.33***
Adj. R-Sq		0.2071	Adj. R-Sq		0.1516	Adj. R-Sq	0.0763	0.1387

說明：*DA* 為裁決性應計項目之絕對值；*CORE* 為核心代理問題代理變數；*MAN*_{1,3} 分別為管理者持股比率在 6.25% 以下、6.25% 至 25% 與 25% 以上；*DIR* 為董監事持股比率；*PLE* 為董監事股權質押比率；*INST* 為機構投資人持股比率；*BSIZE* 為董事會規模；*OUTR* 為外部董事比率；*OUT51%* 為外部董事過半之虛擬變數；*CEOD* 為董事長兼任總經理之虛擬變數；*ELEC* 為電子業之虛擬變數；*SIZE* 為公司規模；*LEV* 為負債比率；*CFO* 為營業現金流量除以總資產比率；*TA* 為總應計項目除以總資產之絕對值；*TQ* 為 Tobin's Q；*INS* 為內部人持股比率；*BLOCK* 為大股東持股比率；*RDE* 為研究發展費用率；*DIV* 為股利率；*RISK* 為風險。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5% 及 1%。

表 11 聯立方程二階最小平方法迴歸分析(以 *DA* 和 *ROA* 分析)

變數	預期符號	<i>DA</i>	變數	預期符號	<i>ROA</i>	變數	<i>DIR</i>	<i>OUTR</i>
Intercept		0.042**	Intercept		-0.265***	Intercept	0.791***	0.398***
		2.51			-16.35		43.56	20.30
<i>CORE</i>	+	0.029**	<i>DA</i>	-	-0.030***	<i>RISK</i>	-0.070***	
		2.21			-3.94		-3.23	
<i>MAN</i> ₁	-	-0.174**	<i>MAN</i> ₁	+	0.908***	<i>RISK</i> ²	0.035*	
		-2.07			11.80		1.82	
<i>MAN</i> ₂	+	0.095*	<i>MAN</i> ₂	-	-0.050**	<i>DIV</i>	0.000	
		1.90			-2.11		0.19	
<i>MAN</i> ₃	-	-0.253	<i>MAN</i> ₃	+	0.065	<i>LEV</i>	0.020**	0.040***
		-1.36			0.37		2.57	5.15
<i>DIR</i>	-	0.029***	<i>CORE</i>	-	-0.071***	<i>RDE</i>	-0.335***	
		3.37			-5.91		-6.79	
<i>PLE</i>	+	0.007**	<i>DIR</i>	+	0.223***	<i>ROA</i>	0.207***	0.226***
		2.36			11.86		14.33	15.35
<i>INST</i>	-	-0.014	<i>INS</i>	+	-0.076***	<i>SIZE</i>	-0.037***	-0.026***
		-1.50			-4.45		-31.12	-20.37
<i>BSIZE</i>	?	-0.001*	<i>BLOCK</i>	-	0.075***	<i>INST</i>	0.211***	0.125***
		-1.81			7.27		18.58	10.65
<i>OUTR</i>	-	-0.056***	<i>INST</i>	-	0.036***	<i>ELEC</i>	-0.018***	0.080***
		-7.09			4.28		-6.25	28.74
<i>OUTS1%</i>	-	0.011	<i>BSIZE</i>	?	-0.002***	<i>INS</i>		-0.019*
		0.57			-6.07			-1.94
<i>CEOD</i>	+	0.001	<i>OUTR</i>	+	0.079***			
		0.69			15.49			
<i>ELEC</i>	?	0.032***	<i>CEOD</i>	-	-0.010***			
		14.19			-4.98			
<i>SIZE</i>	?	0.000	<i>SIZE</i>	+	0.023***			
		-0.45			22.85			
<i>LEV</i>	+	0.078***	<i>LEV</i>	-	-0.195***			
		13.08			-38.26			
<i>CFO</i>	?	0.617***	<i>RDE</i>	+	-0.182**			
		39.49			-5.26			
<i>TAC</i>	+	0.697***	<i>ELEC</i>	+	0.015***			
		60.71			6.74			
<i>ROA</i>	+	-0.515***						
		-32.05						
N		9477	N		9477	N	9477	9477
F		277.53***	F		183.79***	F	136.41***	300.94***
Adj. R-Sq		0.3436	Adj. R-Sq		0.2466	Adj. R-Sq	0.1136	0.1591

說明：*DA* 為裁決性應計項目之絕對值；*CORE* 為核心代理問題代理變數；*MAN*₁₋₃ 分別為管理者持股比率在 6.25% 以下、6.25% 至 25% 與 25% 以上；*DIR* 為董監事持股比率；*PLE* 為董監事股權質押比率；*INST* 為機構投資人持股比率；*BSIZE* 為董事會規模；*OUTR* 為外部董事比率；*OUTS1%* 為外部董事過半之虛擬變數；*CEOD* 為董事長兼任總經理之虛擬變數；*ELEC* 為電子業之虛擬變數；*SIZE* 為公司規模；*LEV* 為負債比率；*CFO* 為營業現金流量除以總資產比率；*TA* 為總應計項目除以總資產之絕對值；*TQ* 為 Tobin's Q；*ROA* 為總資產報酬率；*INS* 為內部人持股比率；*BLOCK* 為大股東持股比率；*RDE* 為研究發展費用率；*DIV* 為股利率；*RISK* 為風險。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5% 及 1%。

表 12 聯立方程二階最小平方法迴歸分析(以 *ROADA* 和 *TQ* 分析)

變數	預期符號	<i>ROADA</i>	變數	預期符號	<i>TQ</i>	變數	<i>DIR</i>	<i>OUTR</i>
Intercept		0.105*** 5.99	Intercept		0.380*** 2.59	Intercept	0.466*** 47.13	0.356*** 18.06
<i>CORE</i>	+	0.048*** 3.54	<i>ROADA</i>	-	-0.943*** -13.07	<i>RISK</i>	-0.146*** -6.55	
<i>MAN</i> ₁	-	-0.324*** -3.67	<i>MAN</i> ₁	+	1.692** 2.42	<i>RISK</i> ²	0.071*** 3.61	
<i>MAN</i> ₂	+	0.105** 1.99	<i>MAN</i> ₂	-	2.825*** 6.79	<i>DIV</i>	0.000 0.34	
<i>MAN</i> ₃	-	-0.202 -1.03	<i>MAN</i> ₃	+	-1.664* -1.88	<i>LEV</i>	-0.064*** -8.32	-0.009 -1.17
<i>DIR</i>	-	-0.007 -0.76	<i>CORE</i>	-	-0.303*** -2.79	<i>RDE</i>	-0.388*** -7.48	
<i>PLE</i>	+	0.017*** 3.20	<i>DIR</i>	+	0.657*** 3.85	<i>TO</i>	0.032*** 17.13	0.001 0.60
<i>INST</i>	-	-0.019** -1.98	<i>INS</i>	+	-0.110 -0.71	<i>SIZE</i>	-0.029*** -24.78	-0.021*** -16.90
<i>BSIZE</i>	?	-0.001 -1.42	<i>BLOCK</i>	-	0.091 0.96	<i>INST</i>	0.191*** 16.33	0.134*** 11.37
<i>OUTR</i>	-	-0.079*** -9.55	<i>INST</i>	-	0.816*** 10.78	<i>ELEC</i>	-0.011*** -3.74	0.078*** 27.31
<i>OUT51%</i>	-	0.015 0.74	<i>BSIZE</i>	?	-0.014*** -4.41	<i>INS</i>		-0.013 -1.34
<i>CEOD</i>	+	0.006** 2.56	<i>OUTR</i>	+	0.162*** 3.54			
<i>ELEC</i>	?	0.028*** 11.62	<i>CEOD</i>	-	-0.104*** -6.00			
<i>SIZE</i>	?	-0.006*** -5.28	<i>SIZE</i>	+	0.054*** 5.89			
<i>LEV</i>	+	0.113*** 18.24	<i>LEV</i>	-	-0.484*** -10.56			
<i>CFO</i>	?	0.280*** 21.74	<i>RDE</i>	+	5.434*** 17.17			
<i>TAC</i>	+	0.443*** 47.81	<i>ELEC</i>	+	0.187*** 9.50			
<i>TQ</i>	+	0.002 1.20						
N		9477	N		9477	N	9477	9477
F		167.93***	F		101.18***	F	91.30***	223.50***
Adj. R-Sq		0.2441	Adj. R-Sq		0.1547	Adj. R-Sq	0.0803	0.1255

說明：*ROADA* 為裁決性應計項目之絕對值(考量 *ROA*)。*CORE* 為核心代理問題代理變數；*MAN*_{1,3} 分別為管理者持股比率在 6.25%以下、6.25%至 25%與 25%以上；*DIR* 為董監事持股比率；*PLE* 為董監事股權質押比率；*INST* 為機構投資人持股比率；*BSIZE* 為董事會規模；*OUTR* 為外部董事比率；*OUT51%* 為外部董事過半之虛擬變數；*CEOD* 為董事長兼任總經理之虛擬變數；*ELEC* 為電子業之虛擬變數；*SIZE* 為公司規模；*LEV* 為負債比率；*CFO* 為營業現金流量除以總資產比率；*TA* 為總應計項目除以總資產之絕對值；*TQ* 為 Tobin's Q；*INS* 為內部人持股比率；*BLOCK* 為大股東持股比率；*RDE* 為研究發展費用率；*DIV* 為股利率；*RISK* 為風險。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5%及 1%。

表 13 聯立方程二階最小平方法迴歸分析(以 *ROADA* 和 *ROA* 分析)

變數	預期符號	<i>ROADA</i>	變數	預期符號	<i>ROA</i>	變數	<i>DIR</i>	<i>OUTR</i>
Intercept		0.109*** 6.29	Intercept		-0.265*** -16.28	Intercept	0.800*** 43.68	0.384*** 19.72
<i>CORE</i>	+	0.052*** 3.85	<i>ROADA</i>	-	0.057*** 7.18	<i>RISK</i>	-0.063*** -2.90	
<i>MAN</i> ₁	-	-0.393*** -4.49	<i>MAN</i> ₁	+	0.888*** 11.48	<i>RISK</i> ²	0.031 1.62	
<i>MAN</i> ₂	+	0.160*** 3.11	<i>MAN</i> ₂	-	-0.052 -1.12	<i>DIV</i>	0.000 0.21	
<i>MAN</i> ₃	-	-0.122 -0.71	<i>MAN</i> ₃	+	0.067 0.39	<i>LEV</i>	0.018** 2.27	0.031*** 3.96
<i>DIR</i>	-	-0.009 -1.03	<i>CORE</i>	-	-0.071*** -5.87	<i>RDE</i>	-0.353*** -7.03	
<i>PLE</i>	+	0.016*** 3.09	<i>DIR</i>	+	0.221*** 11.72	<i>ROA</i>	0.206*** 14.09	0.208*** 14.17
<i>INST</i>	-	-0.014 -1.44	<i>INS</i>	+	-0.080*** -4.69	<i>SIZE</i>	-0.038*** -31.32	-0.024*** -19.36
<i>BSIZE</i>	?	-0.001 -1.40	<i>BLOCK</i>	-	0.076*** 7.31	<i>INST</i>	0.214*** 18.81	0.126*** 10.84
<i>OUTR</i>	-	-0.083*** -10.00	<i>INST</i>	-	0.041*** 4.91	<i>ELEC</i>	-0.019*** -6.33	0.074*** 26.55
<i>OUT51%</i>	-	0.015 0.75	<i>BSIZE</i>	?	-0.002*** -5.41	<i>INS</i>		-0.029*** -3.01
<i>CEOD</i>	+	0.007*** 3.02	<i>OUTR</i>	+	0.077*** 15.11			
<i>ELEC</i>	?	0.029*** 11.99	<i>CEOD</i>	-	-0.009*** -4.54			
<i>SIZE</i>	?	-0.006*** -5.66	<i>SIZE</i>	+	0.023*** 22.36			
<i>LEV</i>	+	0.117*** 19.23	<i>LEV</i>	-	-0.198*** -39.10			
<i>CFO</i>	?	0.286*** 22.37	<i>RDE</i>	+	-0.199*** -5.68			
<i>TAC</i>	+	0.461*** 50.63	<i>ELEC</i>	+	0.012*** 5.57			
<i>TQ</i>	+	0.001 0.41						
N		9477	N		9477	N	9477	9477
F		243.15***	F		181.67***	F	138.21***	261.43***
Adj. R-Sq		0.3187	Adj. R-Sq		0.2481	Adj. R-Sq	0.117	0.1436

說明：*ROADA* 為裁決性應計項目之絕對值(考量 *ROA*)。*CORE* 為核心代理問題代理變數；*MAN*₁₋₃ 分別為管理者持股比率在 6.25%以下、6.25%至 25%與 25%以上；*DIR* 為董監事持股比率；*PLE* 為董監事股權質押比率；*INST* 為機構投資人持股比率；*BSIZE* 為董事會規模；*OUTR* 為外部董事比率；*OUT51%* 為外部董事過半之虛擬變數；*CEOD* 為董事長兼任總經理之虛擬變數；*ELEC* 為電子業之虛擬變數；*SIZE* 為公司規模；*LEV* 為負債比率；*CFO* 為營業現金流量除以總資產比率；*TA* 為總應計項目除以總資產之絕對值；*TQ* 為 Tobin's Q；*ROA* 為總資產報酬率；*INS* 為內部人持股比率；*BLOCK* 為大股東持股比率；*RDE* 為研究發展費用率；*DIV* 為股利率；*RISK* 為風險。表中為各變數之迴歸係數、t 值及 F 值，其中*、**、*** 分別表示達顯著水準 10%、5%及 1%。

伍、結論

本研究從核心代理問題角度以股權結構和董事會特性探討影響上市櫃公司盈餘管理的因素。實證結果支持 Jensen and Meckling (1976)的看法，認為管理者持股具有自律的效果，符合利益收斂假說，即當股權大部份集中於管理者手中時，會以公司利益極大化為優先考量，因此盈餘管理行為愈少。進一步分析管理者與盈餘管理非線性關係，實證顯示管理者持股比率與盈餘管理存在非線性關係，即隨管理者持股逐漸增加時，因其與股東的利益趨於一致，管理者持股具有自律的效果，故管理者與股東間之代理問題能獲得改善，管理者從事盈餘管理的誘因會降低，但當管理者持股達到某種程度，具有掠奪公司利益能力時，可能為保障其職位或平穩化損益以降低其面臨的風險，進而從事盈餘管理行為。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理的關係，支持 Claessens et al. (2002)和 La Porta et al. (2000)所提出負侵佔效果之說法，即表示控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，控制股東愈能控制公司財報所使用的會計方法或揭露的資訊，為了掩飾其侵害小股東之行為，便可能隱藏財報部份資訊，因而降低公司財報盈餘資訊內涵，故隨控制權和現金流量請求權偏離程度愈大，控制股東從事盈餘管理行為愈明顯。

實證結果亦發現，董監事持股比率愈高，其監督管理當局行為的意願亦愈高，代理問題能獲得改善，進而使公司盈餘操控情形減緩，但當董監事將股權質押時，會使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊，企圖影響股價。機構投資人持股與盈餘管理呈負向顯著關係，支持積極監控者假說的論點，即機構投資人基於專業聲譽維持的考量，而將角色調整為積極性股東，成為公司治理重要參與者，故能有效抑制管理當局盈餘管理的行為。

董會會組成與獨立性方面，外部獨立董事席次比率及董事長兼任總經理分別與盈餘管理呈負向及正向顯著關係，但外部獨立董事席次過半則不具顯著性，表示董事會獨立性存在確實能提升監督管理當局的功能，即外部董事比率愈高，愈能限制管理者操縱盈餘的行為，有效抑制盈餘管理增加財務報告品質，但過多的外部董事監督效果反而不明顯，此結果可由 Core et al. (1999)研究結果得到解釋，其認為外部董事若同時任職多家企業的外部董事，會因為過度忙碌而無法專心履行監督義務，導致其監督功能無法發揮。而董事長兼任總經理，將使董事會超然獨立地位受到嚴重影響，易使管理當局對董事會掌控的勢力提升，將會削弱董事會監督功能，會使公司內部控管欠佳，進而助長盈餘操縱的可能。

若進一步探討核心代理問題對盈餘管理之影響，發現核心代理問題較嚴重的公司，其管理者自律效果不存在，管理當局盈餘管理行為較嚴重。而核心代

理問題較輕微的公司，董監事較易發揮其監督的功能，但董事長兼任總經理時，將會削弱董事會監督功能，反而助長盈餘操縱行為產生。若納入核心代理問題與各變數交乘項共同探討發現，隨著核心代理問題增加，管理者自律效果會逐漸消失，盈餘操縱行為會逐漸增加。並發現董監事及機構投資人持股監督功能，會隨著核心代理問題提升逐漸喪失。即隨著控制權與現金流量請求權偏離程度擴大，會影響股權結構及董事會結構之監督功能，進而使管理當局有較強烈的動機從事盈餘管理，甚至藉由盈餘操控行為傷害小股東的權益。

若將樣本以 *CFO* 及 *EPS* 作為未操弄盈餘之代理變數進行分組後，在線性模型方面，僅在有調升盈餘動機之樣本，管理者持股與盈餘管理具有負向顯著關係，支持 Jensen and Meckling (1976) 的看法，認為管理者持股具有自律的效果，符合利益收斂假說，但在非線性模型方面，僅以 *EPS* 為盈餘管理門檻時，發現管理者持股比率與盈餘管理存在非線性關係，且此非線性關係在調升盈餘動機之樣本較明顯。而控制權與現金流量請求權偏離程度與盈餘管理的關係，亦僅在有調升盈餘動機之樣本具顯著正相關，即表示控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，且偏離程度愈大盈餘管理行為愈明顯。由上可知控制權與現金流量請求權偏離程度，對盈餘管理的影響僅出現在有調升盈餘動機之樣本，顯示權益代理問題或核心代理問題與盈餘管理的關係，在企業面臨虧損或避免盈餘為負時會較明顯，即管理者或控制股東，會為了達到盈餘門檻使盈餘平滑化，而從事盈餘操弄的動機較強烈。

參考文獻

- 王元章與張椿柏，2011，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，第23卷，第2期：131-174。
- 呂麒麟、洪嘉聲、范麗雪與陳淑貞，2005，金融機構所有權結構、公司特性與逾放比率之研究，會計與公司治理，第2卷，第1期：61-79。
- 李春安、吳欽杉與葉麗玉，2003，所有權結構與公司非法行為關係之研究-以臺灣股票上市公司為例，證券市場發展季刊，第14卷，第4期：75-138。
- 周行一、陳錦村與陳坤宏，1996，家族企業、聯屬持股與公司績效之研究，中國財務學刊，第4卷，第1期：115-139。
- 高蘭芬與邱正仁，2002，董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響，臺大管理論叢，第13卷，第1期：127-162。
- 張文瀾，2003，本益比變動與盈餘管理，當代會計，第4卷，第1期：29-56。
- 張瑞當、方俊儒與曾玉琦，2007，核心代理問題與盈餘管理：董事會結構與外部監督制之探討，管理學報，第24卷，第1期：17-39。
- 許崇源、李怡宗、林宛瑩與鄭桂蕙，2003，控制權與現金流量請求權偏離之衡量-上，貨幣觀測與信用評等，第42卷：15-31。
- 陳錦村與黃佩鈴，2001，從股權結構與核心代理觀點評析公營銀行民營化的實際成效，公營事業評論，第2卷，第3期：69-89。
- 陳錦村與葉雅薰，2002，公司改組、監督機制與盈餘管理之研究，會計評論，第34期：

1-28。

- 廖益興與楊清溪，2007，公司治理機制與財務報表品質之關聯性研究，財務金融學刊，第15卷，第3期：67-112。
- Aboody, D., and R. Kasznik. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1): 73-100.
- Agrawal, A., and G. N. Mandelker. 1987. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *The Journal of Finance* 42 (4): 823-837.
- Annalisa, P., and B. Y. Sasson. 2011. Corporate governance and earnings management in family-controlled companies. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 26 (2): 199-227.
- Ashbaugh, H., R. LaFond, and B. W. Mayhew. 2003. Do nonaudit services compromise auditor independence? Further evidence. *The Accounting Review* 78 (3): 611-639.
- Ayres, I., and P. Cramton. 1994. Relational investing and agency theory. *Cardozo Law Review* 15 (4): 1033-1066.
- Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties on accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1): 1-51.
- Balsam, S., J. Krishnan, and J. S. Yang. 2003. Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 22 (2): 71-97.
- Barnhart, S. W., and S. Rosenstein. 1998. Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *The Financial Review* 33 (4): 1-16.
- Barton, J. 2001. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions?. *The Accounting Review* 76 (1): 1-26.
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2): 173-204.
- Bartov, E., F. A. Gul, and J. S. Tsui. 2000. Discretionary accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 421-452.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (4): 443-465.
- Beaver, W., P. Kettler, and M. Scholes. 1970. The association between market determined and accounting determined risk measures. *The Accounting Review* 45 (4): 654-682.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.
- Beneish, M. D., and E. Press. 1995. Interrelation among events of default. *Contemporary Accounting Research* 12 (1): 57-84.
- Berle, A., and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: Macmillan Publishing Company.
- Bowen, R. M., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2008. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25 (2): 351-405.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, and R. G. Sloan. 2001. Do analysts and auditors use information in accruals?. *Journal of Accounting Research* 39 (1): 45-74.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and R. L. Terry. 1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics* 35 (3): 371-390.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1998. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99-126.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32 (2): 195-221.

- Chen C. R., and T. L. Steiner. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *The Financial Review* 34 (1): 119-136.
- Cheng, Q., and T. D. Warfield. 2005. Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review* 80 (2): 441-476.
- Cheung, Y. L., P. R. Rau, and A. Stouraitis. 2006. Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics* 82 (2): 343-386.
- Ching, K. M. L., M. Firth, and O. M. Rui. 2006. Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings in Hong Kong. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 2 (1): 73-98.
- Chiou, J., T. Hsiung, and L. Kao. 2002. A study of the relationship between financial distress and collateralized shares. *Taiwan Accounting Review* 3 (1): 79-111.
- Cho, M. H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47 (1): 103-121.
- Chtourou, S. M., J. Bédard, and L. Courteau. 2001. Corporate governance and earnings management. Working paper, University of Laval.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management* 23 (3): 70-74.
- Chung, R., M. Firth, and J. B. Kim. 2002. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 1999. Expropriation of minority shareholders in East Asia. Working paper, World Bank.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57 (6): 2741-2771.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3): 371-406.
- Cornett, M. M., J. J. McNutt, and H. Tehranian. 2009. Corporate governance and earnings management at large U.S. bank holding companies. *Journal of Corporate Finance* 15 (4): 412-430.
- Crutchley, C. E., and R. S. Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management* 18 (4): 36-46.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand. 1999. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *The Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 113-143.
- 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.
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem : An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1): 51-89.

- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 1-36.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 145-176.
- DeFond, M. L., and K. R. Subramanyam. 1998. Auditor changes and discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 25 (1): 35-67.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72 (1): 1-33.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93 (6): 1155-1177.
- Dhaliwal, D. S., G. L. Salamon, and E. D. Smith. 1982. The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics* 4 (1): 41-53.
- DuCharme, L. L., P. H. Malatesta, and S. E. Sefcik. 2000. Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. Working paper, University of Washington.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 401-425.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (6): 1251-1271.
- Jaggi, B., S. Leung, and F. Gul. 2009. Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy* 28 (4): 281-300.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- Jensen, M. C., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research* 19 (1): 117-145.
- John, K., and L. W. Senbet. 1998. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 141-186.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Kang, S. A., and Y. S. Kim. 2012. Effect of corporate governance on real activity-based earnings management: Evidence from Korea. *Journal of Business Economics and Management* 13 (1): 29-52.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.

- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.
- Krishnan, G. V. 2003. Does Big 6 auditor industry expertise constrain earnings management?. *Accounting Horizons* 17 (Supplement): 1-16.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2):471-517.
- Lemmon, M. L., and K. V. Lins. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance* 58 (4): 1445-1468.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505-527.
- Liu, Q., and Z. Lu. 2007. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance* 13 (5): 881-906.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77 (3): 483-514.
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12 (2): 321-341.
- Minton, B., and C. Schrand. 1999. The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics* 54 (3): 423-460.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Moses, O. D. 1987. Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review* 62 (2): 358-377.
- Park, M. S., and T. Park. 2004. Insider sales and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 (5): 381-411.
- Park, Y. 1999. Corporate governance, audit committees, and auditor litigation. Working paper, University of Illinois.
- Park, Y. W., and H. H. Shin. 2004. Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance* 10 (3): 431-457.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young. 2000. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre-and post-Cadbury. *The British Accounting Review* 32 (4): 415-445.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?. *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (7-8): 1311-1346.
- Pincus, M., and S. Rajgopal. 2002. The interaction between accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review* 77 (1): 127-160.
- Press, E. G., and J. B. Weintrop. 1990. Accounting-based constraints in public and private debt agreements: Their associations with leverage and impact on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 12 (1-3): 65-95.
- Rajan, R., and L. Zingales. 1998. Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (3): 40-48.

- Rajgopal, S., and M. Venkatachalam. 1998. The role of institutional investors in corporate governance: An empirical investigation. Working paper, University of Washington.
- Rangan, S. 1998. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50 (1): 101-122.
- Reynolds, J. K., and J. R. Francis. 2001. Does size matter? The influence of large clients on office-level auditor reporting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 375-400.
- Shalit, S., and U. Sankar. 1977. The measurement of firm size. *The Review of Economics and Statistics* 59 (3): 290-298.
- Shivdasani, A. 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 167-198.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3): 461-488.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Skinner, D. J., and R. G. Sloan. 1999. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. Working paper, University of Michigan.
- Subramanyam, K. R. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3): 249-281.
- Suzan, A., A. A. Ali, and S. Mishiel. 2012. Corporate governance and earnings management: Jordanian evidence. *International Business Research* 5 (1): 216-225.
- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (2): 139-160.
- Vander Bauwhede, H., M. Willekens, and A. Gaeremynck. 2003. Audit firm size, public ownership, and firm's discretionary accruals management. *The International Journal of Accounting* 38 (1): 1-22.
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics* 80 (2): 385-417.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (1): 61-91.
- Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 (3): 295-316.
- Yeo, G. H. H., P. M. S. Tan, K. W. Ho, and S. Chen. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (7-8): 1023-1046.
- Young, S. 1999. Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: An evaluation of alternative modeling procedures. *Journal of Business Finance and Accounting* 26 (7-8): 833-862.

