

融資限制對公司盈餘管理影響之研究

The Effects of Financial Constraints on Corporate Earnings Management

詹家昌¹ Chia-Chung Chan 吳懿成¹ Yi-Chen Wu 許月瑜² Yueh-Yu Hsu
東海大學財務金融學系 靜宜大學會計學系

¹Department of Finance, Tunghai University and ²Department of Accounting,
Providence University

(Received August 11, 2009; Final Version August 25, 2010)

摘要：財務報表為外部投資人與公司傳遞資訊的工具，為了降低外界的疑慮及取得公司所需資金，經理人必須重視財務報表的表達，甚至進行盈餘管理以美化財務報表。融資限制公司除了較高的財務風險外，比低融資限制的公司有更高的資金需求壓力，也因此更具盈餘管理的動機。過去相關文獻多以事件研究為導向，觀察公司是否因資金需求而進行盈餘管理。而本文的目的除了觀察融資限制公司是否因資金需求而有顯著的盈餘管理行為外，也希望瞭解不同的融資限制成因是否會導致不同的盈餘管理型態。本文實證結果發現融資限制公司確實會以盈餘管理來降低資訊不對稱所帶來的負面影響，當將成長機會納入考慮後，發現融資限制且低成長的公司有顯著的避免損失行為，而融資限制且高成長的公司則有盈餘平穩化的型態，目的可能是為了降低資金成本以及傳遞公司訊息；對於低融資限制的公司而言，盈餘管理型態普遍不顯著，但小規模公司則不論成長機會高低皆呈現積極的會計策略型態，可能原因為經理人藉由操縱應計項目達成盈餘目標、獎酬計畫或掩飾投資無效率等目的。

關鍵詞：融資限制、盈餘管理

Abstract: Financial statements are the means of communication to outsiders of the corporations. To reduce outside skepticism and raise funds, managers place importance on financial statements and even

undertake earnings management to achieve the purpose of window dressing. Due to higher risk and greater financing stress, corporations with high financial constraints have strong incentives to manage earnings. The existing literature investigates the existence of earnings management through methods of event studies. We observe whether corporations with financial constraints appear earnings management strategies and estimate various earnings management patterns caused by different kinds of financial constraints. We find that corporations with financial constraints eliminate the negative effects of information asymmetry by ways of earnings management. Corporations with financial constraints and low growth rate have significant loss avoidance behavior; corporations with both financial constraints and high growth rate have income smoothing effects. We infer that the potential goals are to lower the cost of capital and to communicate information. We also conclude that small-size companies present aggressive earnings strategies and are not affected by different growth opportunities. Managers manipulate accruals to achieve earnings benchmark, bonus plan, or conceal investment inefficiency.

Keywords: Financial Constraints, Earnings Management

1. 緒論

財務報表為外部投資人與公司傳遞資訊的工具，反應了公司的獲利與經營風險，亦為利害關係人及投資人瞭解公司經營情況之重要資訊來源。如公司向外部籌措資金時，金融機構根據財報決定是否借款及資金成本；供應商根據公司財務狀況決定交易條件；投資人根據財報所呈現出的風險與獲利決定是否投資等。諸多原因使企業不得不重視財務報表的表達，甚至使經理人進行盈餘管理以美化財務報表。當企業有資金需求但卻無法順利從外部取得資金時，稱為融資限制 (financial constraints)。由於內部資金不足，外部資金就成為決定融資限制公司營運及發展的重要關鍵，尤其是企業生命週期中屬年輕的小規模公司，內部資金不足且沒有足夠的固定資產可供抵押借款，財務報表的表達對公司就益形重要。另公司成長的過程中若要持續取得資金，則財務報表可能因須長期操縱而呈現特定型態，若屬融資限制公司，則盈餘管理型態應更加明顯。

除了籌措資金受到限制外，過去的文獻指出融資限制公司的營業收益較易受到總體經濟環境改變的影響 (Campello and Chen, 2005)，因此應有較高的系統風險。在投資人普遍資訊不對稱的情況下，必會要求較高的風險溢酬 (risk premium)，也會造成融資限制公司具有較高的資金成本。此外，公司如果被認知有較高的風險，利害關係人對公司也會採取較嚴苛的交易條件，使

公司經營更加困難 (Bowen *et al.*, 1995; Burgstahler and Dichev, 1997)。Graham *et al.* (2005) 指出高達88.7%的財務長表示公司盈餘如果波動越小，則投資人會降低對公司的風險評估，進而降低所要求的風險溢酬。若公司藉由財務報表傳達穩定成長的訊息給外界，則公司可較容易地以較低的資金成本取得資金 (Trueman and Titman, 1988) 與獲得利害關係人的信任。因此，融資限制公司為了應付融資所帶來的困境，極可能採取盈餘管理的策略。

由過去文獻可以發現公司進行盈餘管理的動機可分為三種，分別為契約誘因、管制誘因及資本市場誘因。契約誘因又可分為獎酬契約與貸款契約，前者係指經理人為了自己的紅利及經營權而進行盈餘管理 (DeAngelo, 1988; Daniel and Thomas, 2006)，後者則指公司為了避免違反負債條約上所載明的事項而進行盈餘管理 (DeFond and Jiambalvo, 1994)。管制誘因方面，則說明政府或產業為了保障企業發展而制定相關法律，如托拉斯法(Trust)等，此時企業為了避免觸犯法令而進行盈餘管理 (Watts and Zimmerman, 1978)。資本市場會依據企業財報而將評價結果反應在股價上，若公司沒有達到分析師所預測的目標，則股價會下跌修正 (Skinner and Sloan, 2002)。企業籌資時，資本市場也會依據財報將風險與報酬反應在公司的資金成本上，如企業進行首次公開發行時，為了哄抬發行價格以募得更多資金而進行盈餘管理 (Teoh *et al.*, 1998)。因此，究竟融資限制公司是否會因為資金需求而比低融資限制公司有更強的誘因進行盈餘管理？

另外，過去以盈餘管理型態為主題的文獻中，顯示不同的盈餘管理型態可為公司帶來不同的效果，如進行避免損失的公司，可有效降低資金成本 (Jiang, 2008) 並維持良好的營運條件 (Bowen *et al.*, 1995; Burgstahler and Dichev, 1997)；進行盈餘平穩化的公司，可傳遞公司未來發展前景給外界 (Subramanyam, 1996)，甚至讓外部投資人降低對公司的風險評估，使公司能以較低的資金成本取得資金 (Trueman and Titman, 1988)，另一方面，穩定經營發展的形象較可維持公司股價 (Hunt *et al.*, 2000)。部分融資限制公司可能有相當好的成長前景，但礙於市場的資訊不對稱因素，縱使有發展潛力，但缺乏資金可供投資。又融資限制公司容易受到總體環境變化影響，具有風險較高且盈餘波動較大的特質¹，如果想要取得金融機構與投資者的認同，以利長期取得資金而順利發展，應比其他公司有進行盈餘管理的誘因與動機。以往對資金需求而進行盈餘管理文獻，多以公司宣告後之市場反應為觀察重點，如首次公開發行前後公司盈餘管理的變化等，而較少研究導致公司從事盈餘管理的動機與原因。如過去文獻僅指出有不同的盈餘管理型態存在，但卻沒有說明何種條件的公司有何種型態的盈餘管理，若融資限制能有效區分出不同型態的盈餘管理，則除了可以補充解釋有關盈餘管理的動機外，亦可明確指出何種型態的

¹ 在文獻上，Campello and Chen (2005) 與 Whited and Wu (2006) 曾經驗證了融資限制因素的確擁有風險溢酬，且後者主張此溢酬不論由 three Fama-French factors 或加入 momentum factor 模型，對此溢酬的解釋能力都不高。而國內文獻方面，詹家昌、王冠婷 (民 95) 也曾得到融資限制公司擁有較高的系統風險 (β 值) 的實證結果。

公司有此盈餘管理行爲，如避免損失究竟是一普遍的現象？亦或是只存在於某些條件的公司。雖然本文的重點是站在融資限制的觀點來分析公司的可能盈餘管理型態，然所得到的結果可以提供投資者或債權人一些重要參考依據。如投資者在辨識公司的窗飾效果時，應該考慮公司的融資彈性、成長動力與公司規模；對債權人而言，則可以透過本文瞭解盈餘管理型態的動機，在評估公司融資要求時，就能分辨部分之盈餘管理是否起因公司正面的資金需求，而不全然是窗飾財務狀況的負面思考。

本文實證將以美國資料爲對象，原因有二，首先是國內尚無建立穩健的融資限制判斷標準，而國外文獻已經建立了融資限制指數可供參考，如Lamont *et al.* (2001)一文建立了融資限制指數，已經受到許多國外許多文獻的採用。爲了確保融資限制指標的使用沒有疑慮，因而使用國外資料進行研究；其次，目前有關融資限制的文獻尚少，可供參考與比較的成果不多。然本文研究成果除了可供學術研究參酌外，由於融資限制導因於金融市場之資訊不對稱，而國內不對稱程度相對比美國嚴重，企業在缺乏可供抵押資產的情況下，普遍皆有資金不足的情況，盈餘管理更是企業取得資金必須從事的策略。因此，本文雖然以美國爲研究對象，但可以想像國內在融資限制影響盈餘管理的程度，應該更甚於美國。由於過去文獻甚少作如此連結與探討，因此相信研究結果對國內的企業、金融與投資機構等，都有其啓發與參考之價值。

2. 相關文獻回顧

本節分爲融資限制與盈餘管理兩部分進行回顧，首先觀察融資限制的成因與公司特性，其次回顧盈餘管理的誘因以及盈餘管理型態背後的涵義以及目的。

2.1 融資限制與公司投資

Myers and Majluf (1984) 以資訊不對稱的觀點探討企業的融資行爲，觀察企業進行投資時，資金來源偏好使用順序爲內部資金、舉債與發行新股。而融資限制公司因爲無法順利向外取得資金，因此偏好使用公司內部資金。然而融資限制公司的舉債不易，因此當資金不足時，傾向使用現金增資以彌補資金缺口，Baker *et al.* (2003) 利用 KZ 指數做爲公司面臨融資限制的程度，並測試融資限制公司投資與股價的敏感度，結果發現融資公司股價與投資呈現正向關係，顯示融資限制公司在取得資金困難的情況下，將更依賴權益資金進行投資。但因爲公司有較高的風險，使得公司的資金成本增加，如 Barry and Brown (1986) 說明當資訊不對稱存在於公司的經營者與投資者之間時，投資人會要求資訊不對稱所造成的風險溢酬。Easley and O'hara (2004) 研究當資訊不對稱越嚴重時，投資人會要求更高的報酬以彌補資訊不對稱所帶來的風險，也間接提升公司之權益資金成本。由於融資限制公司具有資訊不對稱的問題，也將使公司須以較高的資金成本籌措資金。Campello and Chen (2005) 的研究指出當總體環境改變時，高融資限制公司在

盈餘、銷售額及投資支出方面，比低融資限制公司更易受到影響，也因為風險較高的緣故，融資限制公司在股票與債券的市場會被要求較高的風險溢酬。由以上文獻可以了解，融資限制公司因為資訊不對稱使得公司偏好使用內部資金，當內部資金不足而必須向銀行或股東籌資時，就會因為融資限制公司本身有較高的風險，而被要求較高的風險溢酬，使得公司的資金成本增加。

2.2 盈餘管理型態及效果

Burgstahler and Dichev (1997) 以圖形檢定方式，探討經理人是否進行盈餘管理以避免公司發生損失 (loss avoidance)，結果發現公司發生小額損失的頻率很低，但小額獲利的頻率卻很高，因此顯示企業有避免損失的行為。該文對此現象提出兩種解釋原因，第一為展望理論；第二為交易理論。展望理論指出，投資人對公司報導負的盈餘反應會較報導正的盈餘大，因此公司為了避免投資人過度反應，所以會致力於報導正的盈餘。而交易理論則指出，公司維持正的盈餘則可以使公司維持正常的經營活動，如供應商會因為公司的獲利而提供良好的交易條件。Jiang (2008) 利用公司是否達到零盈餘、公司去年盈餘及分析師預測等目標對負債資金成本的影響，負債資金成本則使用信用評等以及發行殖利率作為觀察。研究結果發現達到目標的公司，在一年內較容易維持信用評等與較低的負債發行殖利率。其中最特別的是達到零盈餘的公司，也就是小額獲利的公司，在達到目標後負債資金成本下降最多。

另一種盈餘管理型態為盈餘平穩化 (smooth)，Trueman and Titman (1988) 指出公司進行盈餘平穩化的目的是為了降低公司的風險，使公司以較低的成本取得資金；另一個目的為使公司可以獲得優渥的交易條件。Subramanyam (1996) 發現經理人確實會使用應計項目來平穩化盈餘，並認為盈餘平穩化可以傳遞公司未來的發展前景，降低外界對公司的風險評估，進而資金成本以及維繫股價。Hunt *et al.* (2000) 探討盈餘平穩化是否會增加或減少公司的盈餘資訊內涵，進而影響公司的股價。研究結果發現盈餘平穩化的公司確實可以獲得市場較高的評價，平穩化確實可以傳遞資訊給投資人。Tucker and Zarowin (2006) 指出盈餘平穩化較多的公司，其股價比盈餘平穩化較低的公司隱含更多資訊內涵，並認為經理人藉由平穩化來傳遞公司未來的盈餘以及現金流量。最後一種盈餘管理型態為積極的盈餘管理，會計原則指出公司在經營時應以保守穩健為原則，若經理人採取積極的策略表示其背後有某種目的，如Bhattacharya *et al.* (2003) 以應計項目的比例作為衡量積極盈餘管理的指標，認為在合理情況下，應計項目應為很低的比例，但當經理人提早認列收益或延後認列損失等積極作為時，就會影響應計項目的多寡，也代表經理人因有特殊目的而採取積極的會計策略。

由以上研究可以得知，不同盈餘管理型態可為公司帶來不同的效果，如避免損失可降低負債的資金成本，盈餘平穩化可維持股價及獲得良好的交易條件等。

結合融資限制與盈餘管理型態文獻可以看出，融資限制公司整體風險及資金成本較高，而且偏向使用內部資金及權益融資。而盈餘管理可以美化報表，使得公司能以較低的資金成本取得資金、維持股價及取得優渥的交易條件，因此融資限制公司有很大的誘因從事盈餘管理。如前文所述，融資限制公司依賴權益資金進行投資，則是否可藉由盈餘平穩化維持股價，藉以取得更多的資金？又融資限制公司是否會因為財務較為不健全而採取避免損失來降低負債的資金成本？因此本文希望驗證融資限制公司，是否確實擁有較多的盈餘管理作法，並嘗試瞭解不同的條件的融資限制，是否會有不同的盈餘管理方法。

3. 研究方法

3.1 樣本選取

本研究樣本取自 Compustat 資料庫，研究期間從 1996 至 2007 年，刪除能源、交通以及半政府機構組織 (SIC codes 4500~4999) 以及金融業 (SIC codes 6000~6999) 等樣本後共計 1,896 家公司，共有 22,710 個觀測值。

3.2 融資限制指數之建立

Fazzari *et al.* (1988) 一文使用股利發放率作為判斷融資限制的指標，後續 Kaplan and Zingales (1997) 採用與 FHP 同樣樣本，但蒐集了 CEO 對股東信件、公司內部討論及財務報表，做更深入的分類，雖然提升了樣本分類的精準程度，但是無法形成大樣本的研究。Lamont *et al.* (2001) 為了消除小樣本研究的疑慮，利用 KZ (1997) 的樣本為基礎，以 logit 迴歸模型將 KZ 的分類結果轉換成融資限制指數，當 KZ 值越大，企業所面臨的融資限制程度越高；反之，若 KZ 值越小，表示企業所面臨的融資限制程度越小。該文所估計之融資限制指數如(1)式：

$$\begin{aligned}
 FCindex = & -1.002 * \left(\frac{Cash\ Flow}{K} \right) + 0.283 * Q + 3.139 * \left(\frac{Debt}{Total\ Capital} \right) - 39.368 \left(\frac{Dividends}{K} \right) \\
 & - 1.315 \left(\frac{Cash}{K} \right)
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中 cash flow 定義為本期稅後淨利-非常項目+折舊，K 代表固定資產淨額，Q (Tobin's Q) 定義為 (公司權益市價+負債帳面價值)/資產帳面價值，debt 則由長期負債加上流動負債後而得，total capital 則定義為長期負債、短期負債與股東權益之加總，dividends 包括普通股現金股利與特別股現金股利，cash 則由現金與約當現金加計而得。然就以時間的觀點而言，本文意指融資限制的因發生在前，其是否進行盈餘管理的果發生在後。若以時間 t 來觀察，變項與盈餘管理的代理變數是同時的，有可能會發生內生性的問題。因此本文將以 $t-1$ 時點所計算 KZ 指數來進行

分組與驗證，就可避免變數與盈餘管理的代理變數間發生內生性問題。

3.3 盈餘管理定義

根據「一般公認會計原則」，企業依照應計基礎作為記帳準則，應計項目即為應計基礎下當期會計盈餘與當期營業活動所產生之現金流量間的差額。通常管理當局便可透過應計項目對盈餘進行彈性管理，如提早認列收益，延後認列損失等。應計項目又可分為裁決性應計項目 (discretionary accruals) 與非裁決性應計項目 (nondiscretionary accruals)，非裁決性應計項目為調整與產業相關性及公司特性，這些調整為公司營運所必須，因此是投資者可預期到的一些項目，而總應計項目與非裁決應計項目間的差異即裁決性應計項目。因為裁決性應計項目較少被外部投資人觀察到，以及對外部投資人來說較難去評估裁決性應計項目被操縱的程度，因此成為主要用來衡量管理者操縱盈餘的變數。

Dechow *et al.* (1995) 考量管理階層會利用賒銷交易的安排從事盈餘管理，因此在計算非裁決性應計項目時，銷貨收入的變動量應減除銷貨收入可能被操縱的部份，故將應收帳款的變動自非裁決性應計項目的估計值中排除，因此將Jones model修正為Modified Jones Model。Dechow *et al.* (1995) 在模擬分析Healy Model、DeAngelo Model、Jones Model、Modified Jones Model與Industry Model等五種應計項目估計模式來偵測盈餘管理的能力後，發現Modified Jones Model對盈餘管理的偵測力最強。因此本文使用Modified Jones Model作為衡量盈餘管理使用程度之分類，敘述如下：

(1) 求算總應計項目 TAC_{it}

TAC_{it} 可以由 (2) 式計算後得到：

$$TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (2)$$

其中 TAC_{it} 為總應計項目金額， NI_{it} 為淨利， CFO_{it} 則定義為來自營業活動之現金流量由(2)式可以發現，在當期來自營業活動之現金流量不變的條件下，總應計項目如果越大，則在應計基礎下的會計盈餘會越大，因此大部分的研究皆以裁決性應計項目來當做盈餘管理的代理變數。

(2) 利用最小平方方法估計Modified Jones Model參數如(3)式所示：

$$\frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

TA_{it-1} ：公司 $t-1$ 年的總資產

$\Delta Sales_{it}$ ：公司 $t-1$ 年至 t 年銷貨收入的變動

ΔAR_{it} ：公司 $t-1$ 年至 t 年應收帳款之變動

PPE_{it} ：公司 t 年固定資產淨額

(3) 計算裁決性應計項目 $DTAC_{it}$ 與非裁決性應計項目 $NDTAC_{it}$

在 Modified Jones Model 中(2)式的總應計項目可分解為非裁決性應計項目($NDTAC$)以及可裁決性應計項目($DTAC$)，其中(3)式殘差項 ε_{it} 即是捕捉裁決性應計項目。計算裁決性應計項目方式為將(3)式估計出的參數值及各變數值代入(4)式求得非裁決性應計項目：

$$NDTAC_{it} = \hat{\alpha}_0 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) \quad (4)$$

再將(2)式除以前期總資產後，減去(4)式即可求得裁決性應計項目 $DTAC_{it}$ ，如(5)式所示：

$$DTAC_{it} = \frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} - NDTAC_{it} \quad (5)$$

3.4 盈餘管理方式的衡量

3.4.1 盈餘門檻（避免損失盈餘管理之檢定）

(1) 盈餘門檻的界定

依據 Burgstahler and Dichev (1997) 一文，使用稅前盈餘除以總資產計算「小幅」獲利指標。

(2) 次數分配圖

繪出盈餘次數分配圖，驗證分配圖在門檻是否有不連續的現象。

(3) 檢定統計量

以 Burgstahler and Dichev (1997) 的統計檢定方法，檢視盈餘數、盈餘變動數次數分配上是否有顯著的差異。Z 值可由 $\frac{AQ_i - EQ_i}{SD_i}$ 計算而得，其中 AQ_i 為第 i 區間的實際公司家數， EQ_i 為第

i 區間的預期公司家數， SD_i 定義為第 i 區間的實際公司家數估計標準差，如(6)所示：

$$SD_i = \left[Np_i(1 - p_i) + \left(\frac{1}{4}\right)N(p_{i-1} + p_{i+1})(1 - p_{i-1} - p_{i+1}) \right]^{1/2} \quad (6)$$

其中 P_i 定義為第 i 區間實際公司家數比率(AQ_i/N)， N ：為樣本數。因為 EQ_i 為第 i 區間的預期公司家數，採用前一區間之實際公司家數與後一區間之實際公司家數和之平均數作為預期數，如(7)式所示：

$$EQ_i = \frac{AQ_{i-1} + AQ_{i+1}}{2} \quad (7)$$

其中 AQ_{i-1} 為第 $i-1$ 區間的實際公司家數。

AQ_{i+1} 為第 $i+1$ 區間的實際公司家數。

3.4.2 盈餘平穩化

本文依照 Leuz *et al.* (2003) 及 Bhattacharya *et al.* (2003) 一文，計算樣本公司每年的標準差，平穩化指標可以由營運收益之標準差除以營運現金流量之標準差後獲得。內部人員很可能利用應計項目來隱藏公司實際的經營狀況，使得盈餘變的平穩。因為在正常的情况下，若公司營收越高，營運所產生的現金流量應該也會越高，兩者呈現同向關係。公司通常能操縱的項目為公司的營運收益，因此當公司進行平穩化時，分子部分標準差（營運收益）的值會下降，但營運現金流量是公司很難操縱的一項科目，分母部分會因為較難操縱而波動會較大，因此不論公司營收上升或下降，當公司採行平穩化時，平穩化整體指標的值會較小。因此本指標是比較營運收益的變異與真實營運現金流量的變異，若為低，表示內部人員使用裁量權平滑盈餘。

3.4.3 積極的盈餘管理

本文參考 Bhattacharya *et al.* (2003) 一文計算樣本公司每年積極盈餘管理程度，定義積極盈餘管理指標為應計項目絕對值除以總資產絕對值。由於採行應計基礎會計制度，使得每家公司都有應計項目，管理階層可能會透過操縱應計項目去影響財務報表的結果，由(2)式可以發現，假設當期來自營業活動之現金流量不變的條件下，總應計項目如果越大，則在應計基礎下的會計盈餘會越大，換句話說，公司可透過應計項目的操縱來增加或減少盈餘，如公司可透過提早認列收入使盈餘增加。而且在正常情況下，當收益越多，現金流量也會隨之增加，兩者呈現同向變動，因此當(2)式兩變數相減後差距越大，就極有可能在進行較為積極的盈餘管理方式。

3.5 實證模式介紹

3.5.1 融資限制與盈餘管理

融資限制公司雖然有較高的風險，但為了向外界傳達公司的訊息以及取得資金，極有可能從美化財務報表著手。因此本模式要檢視在市場不完美的情況下，融資限制公司是否會以盈餘管理 (EM) 當作降低資訊不對稱的手段，而融資限制下的小規模公司是否會因為極度資訊不對稱的情況而更為明顯。此部分會將EM分為取絕對值與無取絕對值兩種情況，前者是觀察盈餘管理的多寡，後者有考量公司向上或向下操縱盈餘。另外，由於樣本公司所計算出的融資限制指數標準差過大，因此將融資限制指數設為虛擬變數。實證模式如(8)式所示：

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 KZ_dummy_{i,t-1} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 DTAC_{i,t-1} + \beta_5 CFO_{it} \\ + \beta_6 Sales_assets_{it} + \beta_7 Sales_growth_{it} + \beta_8 Risk + \beta_9 KZ_dummy_{i,t-1} * Size_{it} \quad (8) \\ + \varepsilon_{it}$$

EM_{it} ：裁決性應計數;

$KZ_dummy_{i,t-1}$ ：虛擬變數，將樣本公司之融資限制指數按照中位數分為高低兩組，相對較高者設為 1，較低者設為 0；

$Size_{it}$ ：公司規模取對數;

Lev_{it} ：負債比率，(長期負債+流動負債)/總資產;

$DTAC_{i,t-1}$ ：前期之裁決性應計數;

CFO_{it} ：營運現金流量定義為 EBIT + 折舊;

$Saels_assets_{it}$ ：銷售額/總資產，藉以控制代理成本;

$Sales_growth_{it}$ ：(t 期淨銷貨-($t-1$)期淨銷貨)/ $t-1$ 期淨銷貨，藉以衡量成長機會；

$Risk_{it}$ ：公司營運風險定義為 $t-1$ 期至 $t-3$ 期之營運現金流量標準差除以對應期間之平均營運現金流量;

$KZ_dummy_{i,t-1} * Size_{it}$ ：虛擬變數*公司規模，高融資限制公司設為 1;

3.5.2 盈餘平穩化或積極的會計策略行為之驗證

本模型將樣本分為高融資限制與低融資限制，再以迴歸方式檢驗各分組公司是否有盈餘平穩化及積極的會計策略之行為。本模型依照 Leuz *et al.* (2001) 與 Bhattacharya *et al.* (2003) 對盈餘管理的方式分別界定為盈餘平穩化及積極的會計策略，因此以(9)式檢驗不同組別與規模的公司會以何種方式進行盈餘管理：

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 DTAC_{i,t-1} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Saels_assets_{it} + \beta_6 Sales_growth_{it} + \beta_7 Smooth_{it} + \beta_8 Aggressive_{it} + \beta_9 Smooth_{it} * Size_dummy_{it} + \beta_{10} Aggressive_{it} * Size_dummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

EM_{it} ：裁決性應計數;

$Size_{it}$ ：公司規模取對數;

Lev_{it} ：負債比率，(長期負債+流動負債)/總資產;

$DTAC_{i,t-1}$ ：前一期之裁決性應計數;

CFO_{it} ：營運現金流量;

$Saels_assets_{it}$ ：銷售額/總資產，藉以控制代理成本;

$Sales_growth_{it}$ ：(t 期淨銷貨-($t-1$)期淨銷貨)/ $t-1$ 期淨銷貨，藉以衡量成長機會；

$Smooth_{it}$ ：平穩化指數，以三年為一期計算;

$Aggressive_{it}$ ：積極會計策略指數，定義為應計項目絕對值除以總資產絕對值。

$Smooth_{it} * Size_dummy_{it}$ ：平穩化指數*虛擬變數，小規模公司設為 1；

$Aggressive_{it} * Size_dummy_{it}$ ：積極會計策略指數*虛擬變數，小規模公司設為 1；

4. 實證結果分析

4.1 敘述統計資料分析

在樣本敘述統計的資料中，表 1 先將資料分為高融資限制與低融資限制公司，再以規模區分高資訊不對稱的公司，計算每一個變數的平均數、中位數與標準差，觀察不同組別的統計量，藉以探討不同組別盈餘管理的差異。首先，由表 1 可看出高融資限制公司 (FCH) 之可裁決性應計項目 (DTAC) 高於低融資限制公司 (FCL)，隱含高融資限制公司極有可能從事盈餘管理，甚至向上操縱盈餘。負債方面，高融資限制公司之負債比例 (Lev) 較低融資限制公司為高，顯示高融資限制公司有較大的違約風險，為了避免增加逆選擇成本，可能將進行盈餘管理。在避免損失 (loss avoidance) 部分，高融資限制公司的避免損失較融資限制低的公司為低，表示高融資限制公司之經營效率不佳，若要向外取得資金，則有誘因操縱盈餘以達「避免損失」，使外部人相信公司財務健全。在風險方面呼應了前文的主張，結果顯示了高融資限制公司的風險顯著的大於低融資限制公司，也間接說明高融資限制公司具有盈餘管理的動機。盈餘平穩 (smooth) 方面，高融資限制公司較低融資限制的公司為高，且高融資限制公司盈餘平穩之標準差相當大，顯示公司經營風險較高，亦更有動機使用應計項目來降低營運上的風險，藉以傳達穩定的訊息給外界。

其次，比較同為高融資限制下，資訊不對稱所帶來的影響。由表 1 中可以看出高融資限制且高資訊不對稱的公司 (FCHAH) 之可裁決性應計項目 (DTAC)，高於融資限制公司 (FCH)，顯示資訊不對稱可能為公司使用應計項目進行盈餘管理之重要原因。在避免損失 (loss avoidance) 部分，高融資限制且高資訊不對稱公司 (FCHAH) 高出高融資限制公司 (FCH) 許多，意謂即使在融資限制的情況下，並非屬於高融資限制公司之經營績效就較差，如部份公司可能為財務困難的公司，有些可能為成長較高的公司，在第二部分會有更進一步的分析。盈餘平穩 (smooth) 方面，高融資限制且高資訊不對稱公司 (FCHAH) 低於高融資限制公司 (FCH)，顯示公司極有可能在進行盈餘平穩的行動，傳達給外界穩定的訊息。經由敘述統計的觀察，本文可以初步推論由於金融市場的不完美，高融資限制公司極有可能採取盈餘管理的手段來降低資訊不對稱，此情形在極度資訊不對稱 (如高融資限制小規模公司) 應更為明顯。第二節將進行更深入的圖形與迴歸分析來驗證此推論。

表 1 敘述統計資料

本研究樣本取自 Compustat 資料庫，研究期間由 1996 至 2007 年，樣本選取時刪除能源、交通以及半政府機構組織 (SIC codes 4500~4999) 以及金融業 (SIC codes 6000~6999)，共計 1,896 家公司，樣本總數為 22,710 筆。變數定義如下，DTAC：可裁決性應計項目；KZ_{t-1}：融資限制指標；Size：公司總資產取對數；Lev：負債比例；DTAC_{t-1}：前期可裁決性應計項目；CFO：營運現金流量；Sales_assets：營收/總資產，藉以控制代理成本；FCF：自由現金流量；Sales_growth：銷貨成長率，藉以衡量成長機會；risk：營運風險；Loss avoidance：淨利/總資產，衡量避免損失程度；Smooth：盈餘平穩化指標；Aggressive：積極盈餘管理指標。

變數	全部樣本 (all)			高融資限制 (FCH)			低融資限制 (FCL)			高融資限制 高資訊不對稱 (FCHAH)			低融資限制 高資訊不對稱 (FCLAH)		
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差
DTAC	0.095	0.003	1.137	0.106	0.007	1.287	0.085	-0.001	0.966	0.110	0.018	1.463	0.083	0.004	0.958
KZ _{t-1}	-6.252	-0.295	134.82	1.496	1.187	11.512	-14.002	-3.627	190.07	1.883	1.292	16.248	-21.841	-4.543	268.06
Size	2.508	2.493	0.986	2.502	2.532	0.959	3.601	2.462	4.161	1.747	1.805	0.506	1.708	1.757	0.491
Lev	0.392	0.390	0.188	0.455	0.454	0.176	0.329	0.311	0.179	0.431	0.422	0.187	0.264	0.227	0.166
DTAC _{t-1}	0.058	0.001	1.029	0.075	0.004	1.158	0.043	-0.001	0.882	0.065	0.012	1.183	0.042	0.004	0.915
CFO	0.108	0.072	0.122	0.052	0.071	0.154	0.123	0.087	0.141	0.020	0.047	0.182	0.062	0.082	0.159
Sales_assets	1.222	1.048	0.875	1.282	1.113	0.939	1.162	0.997	0.801	1.411	1.247	1.060	1.212	1.041	0.895
FCF	0.066	0.084	0.235	0.071	0.085	0.161	0.061	0.083	0.291	-0.043	0.021	0.234	0.002	0.050	0.262
Sales_growth	0.275	0.0872	12.50	0.371	0.092	17.56	0.183	0.081	2.065	0.263	0.089	4.343	0.243	0.084	2.886
Risk	0.912	0.949	1.114	1.033	0.964	0.821	0.789	0.939	1.072	1.123	1.253	1.222	0.976	1.001	0.989
Loss avoidance	0.011	0.046	0.209	-0.008	0.032	0.204	0.032	0.062	0.212	0.108	0.071	0.139	0.101	0.062	0.204
Smooth	1.409	0.849	14.808	1.458	0.829	20.431	1.361	0.872	4.568	0.039	0.074	0.210	0.027	0.067	0.399
Aggressive	0.088	0.058	0.148	0.092	0.063	0.129	0.084	0.053	0.164	1.891	1.285	2.692	2.216	1.593	2.109

* 表 1 之變數皆經過 SAS VIF 值檢定，其值皆小於 10，因此變數間沒有存在共線性的問題。

4.2 迴歸分析與圖形檢定

表 2 主要觀察高融資限制公司是否會以盈餘管理來降低資訊不對稱所帶來的負面影響。首先，本文將盈餘管理代理變數 (EM) 分為取絕對值與無絕對值兩種情況，取絕對值是觀察盈餘管理的多寡，而無絕對值則觀察公司是向上或向下操縱盈餘。表 2 模型 (二) 顯示，融資限制程度越高，盈餘管理越多 (KZ_dummy, $\beta=0.937^{***}$)；高融資限制下之小規模公司 (KZ_dummy*Size, $\beta=-0.198^{***}$) 較大規模公司亦有更多之盈餘管理行動。表 2 模型 (一) 更顯示高

表 2 融資限制、資訊不對稱與盈餘管理之變化

本表主要觀察高融資限制公司是否會以盈餘管理來降低市場不完美所帶來的影響。變數定義如下，EM：可裁決性應計項目，作為盈餘管理代理變數；|EM|：可裁決性應計項目取絕對值；KZ_dummy：虛擬變數，將融資限制公司設為 1；Size：公司總資產取對數；KZ_dummy*Size：KZ 虛擬變數*公司規模，將融資限制公司設為 1；Lev：負債比例；DTAC_{t-1}：前期可裁決性應計項目；CFO：營運現金流量；Sales_assets：營收/總資產，藉以控制代理成本；Sales_growth：銷貨成長率；Risk：營運風險。***,**,*分別表示 1%,5%,10% 顯著水準。

$$EM_{it} \text{ or } |EM_{it}| = \beta_0 + \beta_1 KZ_dummy_{i,t-1} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 DTAC_{i,t-1} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 Sales_assets_{it} + \beta_7 Sales_growth_{it} + \beta_8 Risk + \beta_9 KZ_dummy_{i,t-1} * Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

	EM	EM
	(一)	(二)
Intercept	-8.595 (-1.32)	-7.958 (-1.83)
KZ_dummy	1.309*** (4.91)	0.937*** (3.67)
KZ_dummy *Size	-0.304*** (-15.67)	-0.198*** (-10.64)
Size	-0.154*** (-5.81)	0.063*** (2.49)
Lev	-1.337** (-1.88)	-1.344** (-1.98)
DTAC _{t-1}	-0.110*** (-16.14)	-0.154*** (-23.64)
CFO	0.426*** (21.53)	0.421*** (22.20)
Sales_assets	0.165 (1.14)	0.150 (1.08)
Sales_growth	0.211 (0.02)	-0.336 (0.04)
Risk	0.629*** (12.19)	0.447*** (9.04)
Adj R ²	0.115	0.185
N	22,710	22,710

融資限制公司有向上操縱盈餘的行為 ($KZ_dummy, \beta=1.309^{***}$)。此結果說明高融資限制公司確實有較多的盈餘管理，甚至向上操縱盈餘，尤其在高度資訊不對稱下（高融資限制小規模公司），盈餘管理也越多，此亦證實先前的推論，高融資限制公司會利用盈餘管理作為降低資訊不對稱的手段。若從風險的角度出發，可以發現風險越高的公司盈餘管理也越多 ($Risk, \beta=0.447^{***}$)，再從表 3 模型 (一) 與 (三) 中更可以發現高融資限制公司 $Risk$ 係數高於低融資限制公司三倍之多 ($\beta=0.902, \beta=0.309$)，說明了高融資限制公司確實比低融資限制的公司更有誘因進行盈餘管理。此結果也證明前文的推論，融資限制公司在高風險的情況下，比較可能利用盈餘管理美化其財務報表，來改變外界對公司的認知。

為了進行盈餘管理型態的檢定，表 3 將樣本分為高融資限制與低融資限制等兩組，分別進行測試公司是否採取避免損失、盈餘平穩和積極的會計策略等盈餘管理型態。圖 1 為避免損失的圖形檢定，表 3 則為盈餘平穩與積極的會計策略之迴歸檢定。從圖 1 (一) 及表 3 可以看出，在不考慮公司規模的情況下，高融資限制公司之避免損失 Z 值檢定顯著 (圖 1 (一)， $Z=3.682^{***}$)，即圖形有不連續的分配，顯示公司有避免損失的行為，其他型態則不顯著。但若將公司規模納入考慮後，可以發現高融資限制公司不論規模大小，避免損失的情況皆很顯著 (圖 1 (二)， $Z=2.562^{***}$ ；圖 1 (三)， $Z=2.651^{***}$)，但其他型態不顯著；低融資限制公司則明顯有積極會計策略的現象 ($\beta=1.232^{***}$)。

表 4、圖 2 及圖 3 將樣本分為高融資限制與低融資限制後，再依照銷貨成長率將樣本分為高成長與低成長，測試公司是否採取避免損失、盈餘平穩和積極的會計策略等盈餘管理型態。圖 2 及圖 3 為避免損失的圖形檢定，表 4 則為盈餘平穩與積極的會計策略之迴歸檢定，將從各組別公司進行分析如下：

(1) 高融資限制高成長公司：

從表 4 及圖 2 (一) 可以看出，在不考慮公司規模下，高融資限制低成長公司之避免損失 Z 值檢定顯著 ($Z=1.509^{**}$) 即圖形有不連續的分配，顯示公司有避免損失的行為，盈餘平穩化及積極的會計策略皆不顯著。但將公司規模納入考量後，可以發現小規模公司有盈餘平穩化的行為 ($\beta=-1.780^{**}$)，而大規模公司所有盈餘管理型態皆不明顯。

(2) 高融資限制低成長公司：

從表 4 及圖 2 (四) 可以看出，在不考慮公司規模下，高融資限制低成長公司之避免損失 Z 值檢定顯著 ($Z=3.125^{***}$)，即圖形有不連續的分配，顯示公司有避免損失的行為，盈餘平穩化及積極的會計策略則不顯著。但將公司規模納入考量後，可以發現不論小規模或大規模公司均有避免損失的行為 (圖 2 (五)， $Z=1.735^{**}$ ；圖 2 (六)， $Z=3.495^{***}$)。若將高融資限制高成長公司 (圖 2 (一)~(三)) 與高融資限制低成長公司 (圖 2 (四)~(六)) 避免損失的情況做比較，可以發現高融資限制低成長公司避免損失的行為較高融資限制高成長公司更為明顯。

表 3 高、低融資限制下之盈餘管理型態實證結果

本表主要觀察高、低融資限制下盈餘管理的型態，實證模式如下：

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 DTAC_{i,t-1} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Sales_assets_{it} + \beta_6 Sales_growth_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 Smooth_{it} + \beta_9 Aggressive_{it} + \beta_{10} Smooth_{it} * Size_dummy_{it} + \beta_{11} Aggressive_{it} * Size_dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

相關變數定義如下，EM：可裁決性應計項目，作為盈餘管理代理變數；Size：公司總資產取對數；Lev：負債比例；DTAC_{t-1}：前期可裁決性應計項目；CFO：營運現金流量；Sales_assets：營收/總資產，藉以控制代理成本；Sales_growth：銷貨成長率；Risk：營運風險；Smooth：盈餘平穩化指標；Aggressive：積極指標；Smooth*size_dummy：盈餘平穩化指標*公司規模虛擬變數，小公司設為 1；Aggressive*size_dummy：積極指標*公司規模虛擬變數，小公司設為 1。***,**,*分別表示 1%, 5%, 10%顯著水準。

	高融資限制		低融資限制	
	(一)	(二)	(三)	(四)
Intercept	2.254 (0.69)	2.350 (0.71)	-5.670 (-1.08)	-6.424 (-1.20)
Size	-0.307*** (-15.64)	-0.307*** (-15.66)	-0.267*** (-6.68)	-0.265*** (-6.63)
Lev	-0.011 (-0.02)	0.054 (0.08)	-3.020** (-2.38)	-2.133* (-1.66)
DTAC _{t-1}	0.011 (1.13)	0.011 (1.13)	-0.151*** (-15.61)	-0.153*** (-15.71)
CFO	0.176*** (8.50)	0.177*** (8.52)	0.588*** (18.57)	0.588*** (18.57)
Sales_assets	-0.038 (-0.31)	-0.050 (-0.41)	0.504* (1.77)	0.395 (1.38)
Sales_growth	-0.225 (-0.04)	-0.202 (-0.03)	0.183 (0.17)	0.127 (0.12)
Risk	0.902*** (17.49)	0.905*** (17.50)	0.309*** (3.84)	0.350*** (4.08)
Smooth	-0.226 (-0.04)	-0.034 (-0.05)	-0.055 (-0.12)	-0.165 (-0.33)
Aggressive	-0.113 (-1.32)	-0.243 (-1.65)	-0.136 (-1.04)	-1.108*** (-4.32)
Smooth*Size_dummy		0.031 (0.04)		1.144 (0.91)
Aggressive*Size_dummy		0.172 (1.08)		1.232*** (4.36)
Adj. R ²	0.047	0.047	0.141	0.143
N	11,355	11,355	11,355	11,355

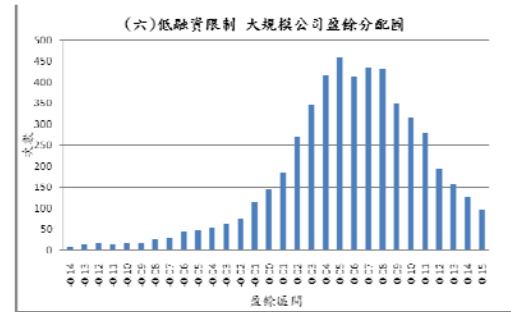
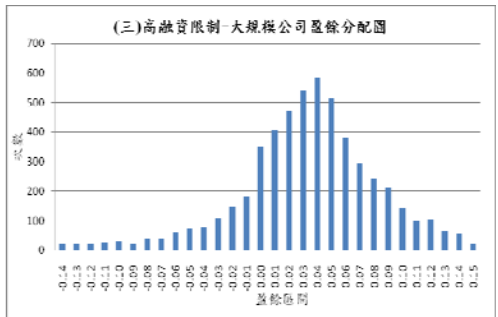
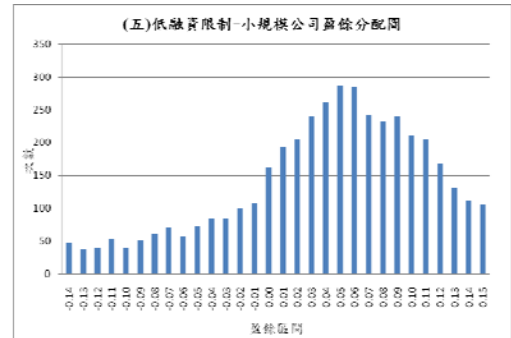
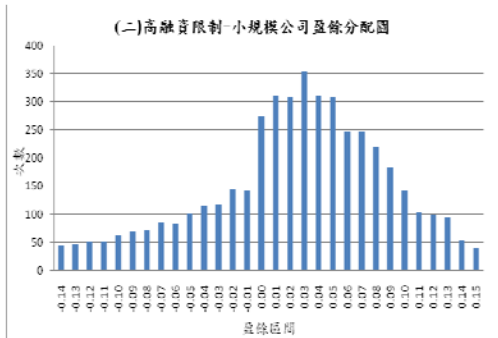
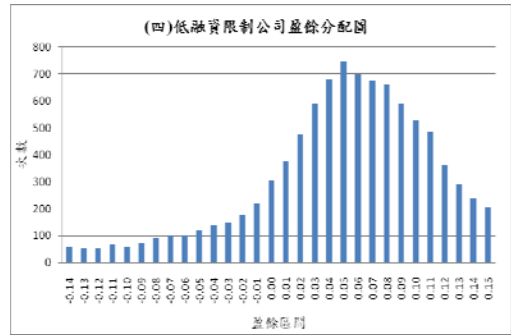
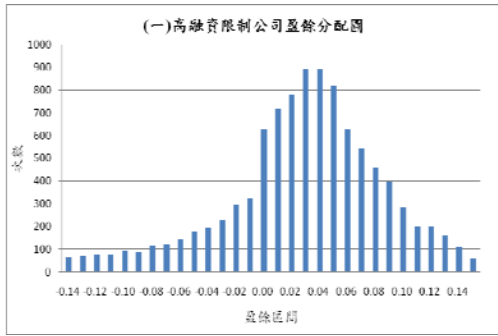


圖 1 高、低融資限制下避免損失結果

表 4 不同融資限制程度下之高低成長公司盈餘管理型態實證結果

本表主要先將樣本分為高、低融資限制，再依銷貨成長率將樣本分為高、低成長兩組。觀察盈餘管理的型態，實證模式如下：

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 DTAC_{i,t-1} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 Sales_assets_{it} + \beta_6 Smooth_{it} + \beta_7 Aggressive_{it} + \beta_8 Smooth_{it} * Size_dummy_{it} + \beta_9 Aggressive_{it} * Size_dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

相關變數定義如下，EM：可裁決性應計項目，作為盈餘管理代理變數；Size：公司總資產取對數；Lev：負債比例；DTAC_{t-1}：前期可裁決性應計項目；CFO：營運現金流量；Sales_assets：營收/總資產，藉以控制代理成本；Smooth：盈餘平穩化指標；Aggressive：積極指標；Smooth*size_dummy：盈餘平穩化指標*公司規模虛擬變數，小公司設為 1；Aggressive*size_dummy：積極指標*公司規模虛擬變數，小公司設為 1。***, **, * 分別表示 1%, 5%, 10%顯著水準。

	高融資限制				低融資限制			
	高成長		低成長		高成長		低成長	
Intercept	4.678 (1.46)	3.833 (1.19)	0.050 (0.09)	1.666 (0.29)	0.226 (0.38)	0.173 (0.03)	-0.892 (-1.04)	-0.915 (-1.06)
Size	-0.152*** (-6.36)	-0.150*** (-6.30)	-0.578*** (-18.68)	-0.582*** (-18.81)	-0.099** (-2.01)	-0.095** (-1.91)	-0.478*** (-7.82)	-0.484*** (-7.94)
Lev	0.107 (0.17)	-0.006 (-0.01)	-0.213 (-0.20)	0.209 (-0.19)	-0.128 (-0.86)	-0.913 (-0.61)	-5.927*** (-3.01)	-4.071** (-2.03)
DTAC _{t-1}	0.086*** (5.82)	0.085*** (5.74)	-0.048*** (-3.78)	-0.048*** (-3.82)	-0.104*** (-7.67)	-0.104*** (-7.73)	-0.195*** (-14.49)	-0.196*** (-14.63)
CFO	0.077*** (3.24)	0.076*** (3.16)	0.492*** (15.09)	0.497*** (15.24)	0.178*** (3.90)	0.177*** (3.89)	0.882*** (19.92)	0.885*** (20.00)
Sales_assets	-0.049 (-0.42)	-0.018 (-0.15)	0.018 (0.09)	-0.045 (-0.24)	0.135 (0.44)	0.090 (0.29)	0.979** (2.03)	0.775* (1.60)
Smooth	-0.007 (-0.02)	1.796* (1.84)	-0.642 (-0.66)	-1.320 (-0.89)	-0.139 (-0.32)	-0.132 (-0.29)	-0.520 (-0.44)	-1.386 (-0.94)
Aggressive	-1.791* (-1.76)	0.239 (0.76)	-0.149 (-1.15)	-0.638 (-1.07)	-0.460* (-2.00)	-0.807*** (-2.87)	-0.672 (-0.40)	-1.776*** (-4.08)
Smooth*Size_ dummy		-1.780** (-1.94)		-0.928 (0.51)		0.213 (0.15)		2.838 (1.25)
Aggressive*Size_ dummy		-0.422 (-1.36)		0.582 (1.76)		0.867*** (2.13)		1.901*** (4.19)
Adj R ²	0.025	0.024	0.110	0.053	0.069	0.070	0.233	0.236
N	5,678	5,678	5,677	5,677	5,678	5,678	5,677	5,677

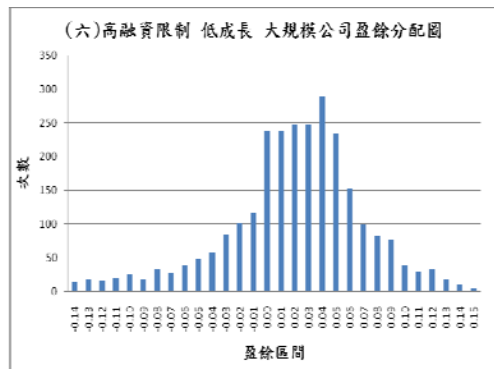
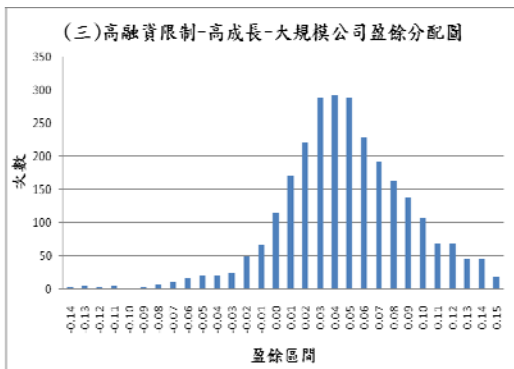
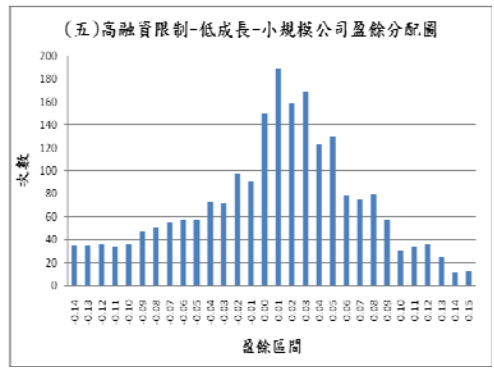
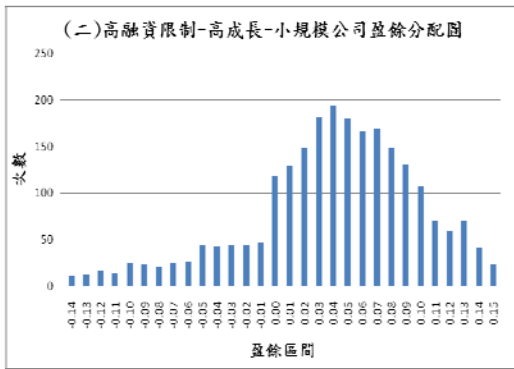
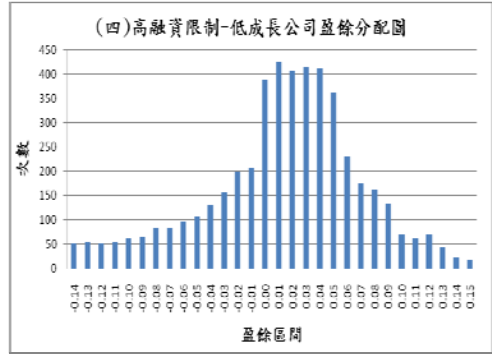
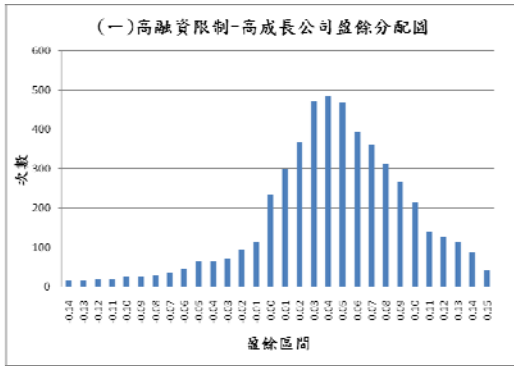


圖 2 高融資限制樣本在不同成長機會下之避免損失結果

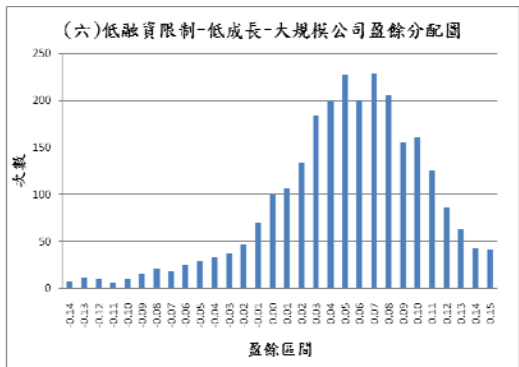
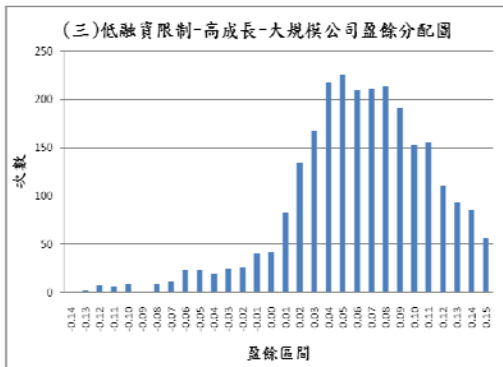
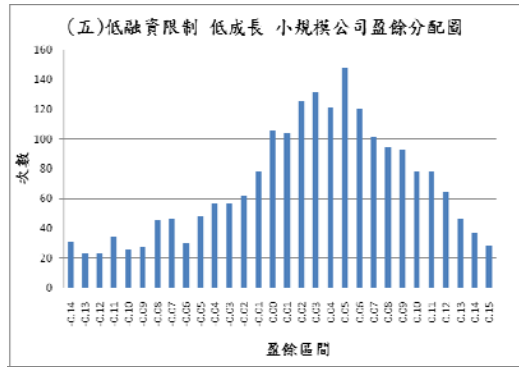
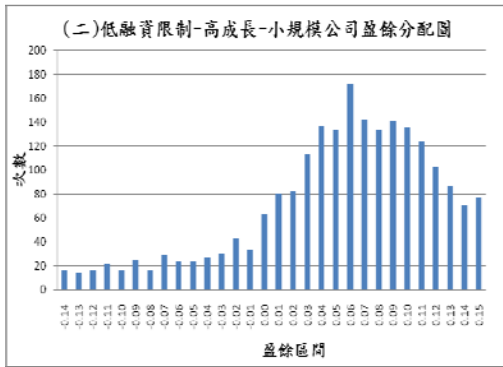
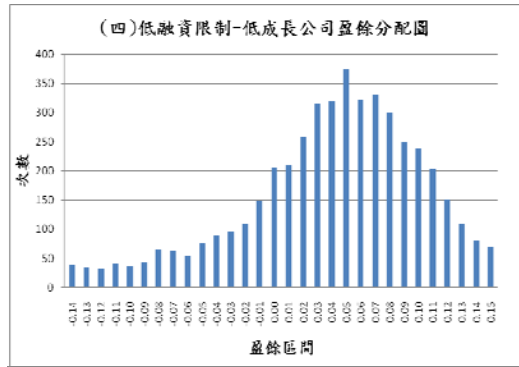
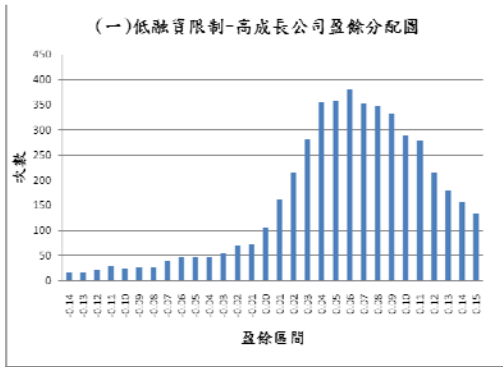


圖 3 低融資限制樣本在不同成長機會下之避免損失結果

(3) 低融資限制高成長公司：

從表 4 及圖 3 (一) 可以看出，在不考慮公司規模下，低融資限制高成長公司避免損失 ($Z = -1.029$)、盈餘平穩化及積極的會計策略皆不顯著。但將公司規模納入考量後，可以發現小規模公司有積極的會計策略 ($\beta = 0.867^{***}$)，而大規模公司所有盈餘管理型態皆不明顯。

(4) 低融資限制低成長公司：

從表 4 及圖 3 (四) 可以看出在不考慮公司規模下，低融資限制低成長公司避免損失 ($Z = 1.181$)、盈餘平穩化及積極的會計策略皆不顯著。但將公司規模納入考量後，可以發現小規模公司有積極的會計策略 ($\beta = 1.901^{***}$)，而大規模公司之所有盈餘管理型態皆不明顯。

由表 3 的結果可以看出高融資限制公司有避免損失的行為，低融資限制的小規模公司有積極的會計策略。表 4 進一步將公司分為高成長與低成長後，發現盈餘管理型態有所改變，高融資限制高成長的小規模公司有避免損失及盈餘平穩化的行為，高融資限制低成長的公司有避免損失的行為。低融資限制的小公司，不論成長高低，都有積極的會計策略。

財務報表反應公司的獲利與經營風險，若公司的盈餘波動越高，營運風險越大，公司的資金成本也就越高。再加上財務報表是債權人、股東及投資人的重要參考依據 (Graham *et al.* 2005)，因此公司就更有誘因美化財務報表。盈餘平穩化一方面可以傳遞公司經營穩定的訊息，也可以使資金成本降低 (Trueman and Titman, 1988)，高融資限制公司相對於低融資限制公司面臨更高的風險以及不確定性，為了降低風險，公司極有可能進行盈餘管理。實證結果發現高融資限制與高成長的小規模公司有進行避免損失及盈餘平穩化的行為，此類型公司在未來有較佳的成長及獲利空間，但在極度資訊不對稱的情況下，進行避免損失及平穩化的目的可以傳達穩定成長的經營狀況給外界，藉以獲取長期投資的資金，維持公司的成長發展；另一方面盈餘平穩化也可以維持公司的股價。

高融資限制低成長的公司有避免損失的行為，而且從避免損失的圖形可知相較於高融資限制高成長的公司而言，避免損失行為更趨明顯，由於此類型公司在經營上可能相當困難，且未來展望、股價不如高成長的公司，再加上具有有較高的財務風險，因此進行避免損失的目的極有可能是為了讓公司避免違反債務條約 (DeFond and Jiambalvo, 1994)、維持正常營運及確保資金的來源 (Burgstahler and Dichev, 1997)，或如 Jiang (2008) 所言，公司採取避免損失的目的是可以降低負債的資金成本，此種現象在高槓桿的公司或是盈餘由負轉正時特別明顯。

低融資限制的公司均沒有避免損失的行為，可見此類型的公司在經營上，相對具資金優勢。但低融資限制下的小規模公司，不論在高成長與低成長的型態下皆有積極的會計策略，此種行為極有可能是經理人為達特殊目的導致，使得應計項目比例偏高。高成長的公司投資人與管理當局之間存在較為嚴重的資訊不對稱問題 (Skinner and Sloan, 2002)，公司經理人可能因為公司有較多的投資案而產生過度投資的行為 (Tsui *et al.*, 2001)，傷害公司的價值；又有可能因為經理

人爲了自身的獎勵利益 (Daniel and Thomas, 2006; DeAngelo, 1988) 或爲達到公司或市場所給予的目標 (DeGeorge *et al.*, 1999), 因而進行積極的盈餘管理策略。在低成長的公司由於公司的投資機會減少, 經理人很可能會投資淨現值爲負的投資案 (Jensen and Meckling, 1976), 原因是爲了掩飾其投資的不效率, 進而從事盈餘管理來掩飾其傷害公司價值的行爲 (Christie and Zimmerma, 1994; Gul and Tsui, 1998)。

4.3 穩健性檢定

Fazzari *et al.* (1988) 指出融資限制公司投資對現金流量敏感度較高, 意謂融資限制公司因向外籌資困難, 因此投資時須要較多的內部資金。若內部資金足以滿足投資計畫, 向外融資壓力就會降低; 若內部資金不足以支持投資計畫, 則需仰賴外部資金 (Bharadwaj and Shivdasani, 2003)。Faulkender and Wang (2006)、Pinkowitz and Williamson (2004) 研究了公司持有現金的價值, 發現現金的持有會降低融資限制的問題。因此, 本文將自由現金流量²作爲公司內部資金的代理變數, 觀察公司內部資金的多寡是否會影響本文的結論。圖 4 及表 5 將樣本分爲高融資限制與低融資限制後, 加入自由現金流量對盈餘管理的影響, 依照表 4 的作法, 分別進行測試公司的盈餘管理型態是否改變。

從圖 4 (一)~(三) 可以看出, 高融資限制低自由現金流量的公司有避免損失的行爲, 圖 4 (四)~(六) 可以看出低融資限制低自由現金流量的公司沒有避免損失的行爲, 此結果與先前的圖 1 的結果是相同的。表 3 與表 5 不同的地方, 除了將自由現金流量作爲控制變數外, 並建立虛擬變數來觀察。表 3 (四) 顯示出低融資限制的小規模公司有積極的會計策略, 而表 5 (五) 低融資限制低自由現金流量的小規模公司則不顯著 ($\beta=0.817$)。Chung *et al.* (2005) 指出高自由現金流量的公司容易進行盈餘管理, 因此對於表 3 與表 5 的差異, 推論可能是低融資限制但高自由現金流量的公司, 較有彈性從事盈餘管理。經由表 5 (六) 可以發現低融資限制高自由現金流量的小規模公司有積極的會計策略行爲 ($\beta=3.265^{***}$), 也支持高自由現金流量公司較有盈餘管理能力的說法。經由圖 5 (一)~(三) 發現, 高融資限制公司在高自由現金流量時沒有避免損失的行爲, 與圖 4 (一)~(三) 高融資限制低自由現金流量的公司有避免損失的行爲不同。亦驗證自由現金流量的多寡, 確實會影響盈餘管理的能力與型態。

前文的結果顯示自由現金流量多寡會影響盈餘管理的型態, 現以迴歸分析重新檢視此結果。首先, 由表 6 (三) 發現高融資限制高成長的小規模公司, 在高自由現金流量的情況下有盈餘平穩化的行爲 ($\beta=-6.530^{**}$), 但沒有避免損失的行爲 (圖 6 (一), $Z=0.207$); 而低自由現金流量的樣本則沒有盈餘平穩化 (表 6 (二), $\beta=-0.854$) 但有避免損失的行爲 (圖 7 (一),

² 本文之自由現金流量依照 Lehn and Poulsen (1989) 所提出之定義。自由現金流量指折舊費用前之營業利益再扣除得稅費用、利息費用與現金股利 (特別股與普通股), 並以期初總資產標準化。

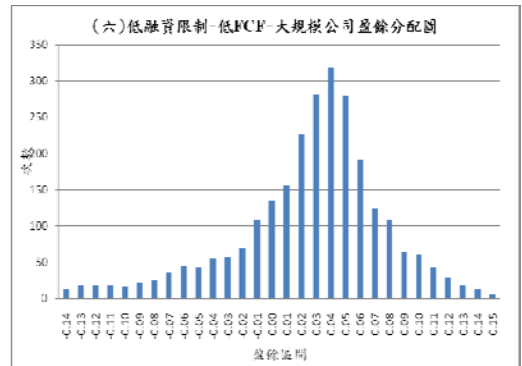
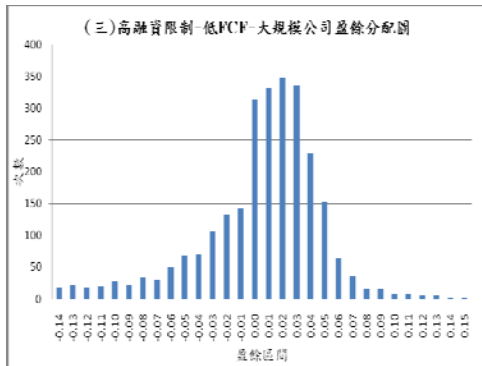
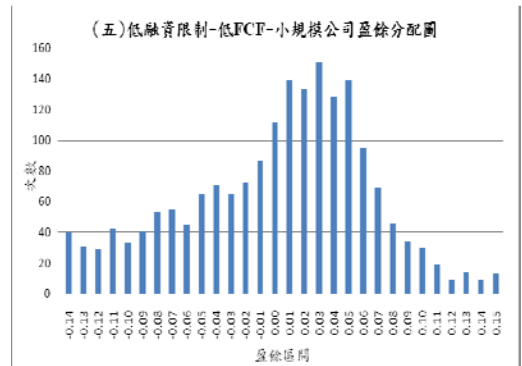
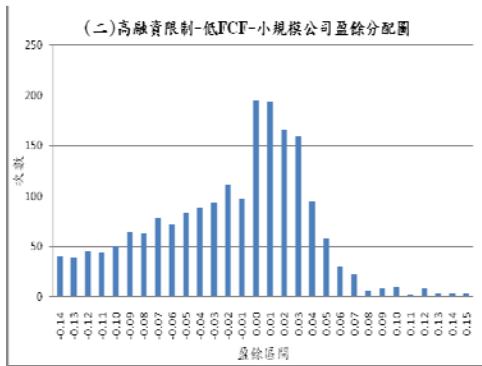
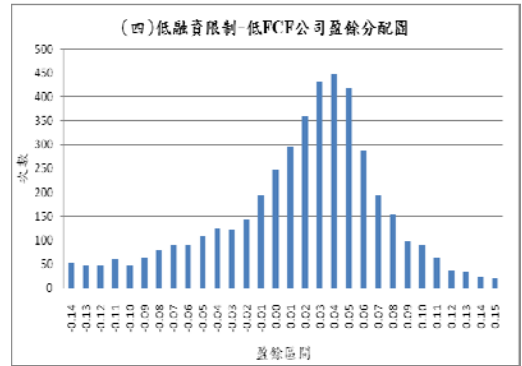
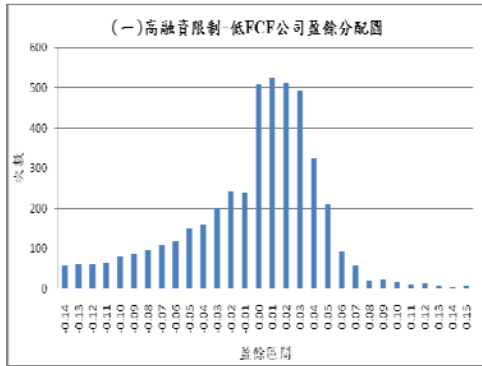


圖 4 高、低融資限制與低自由現金流量下避免損失結果

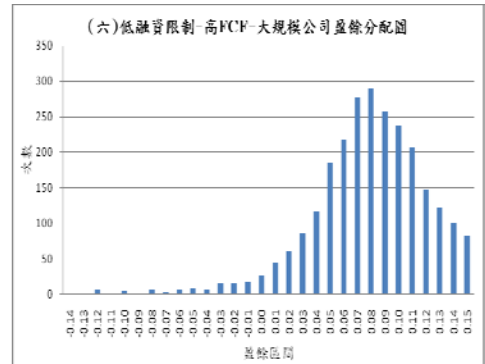
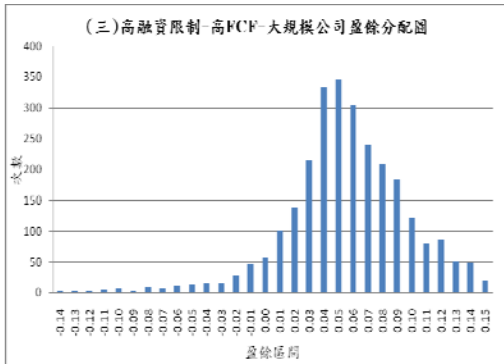
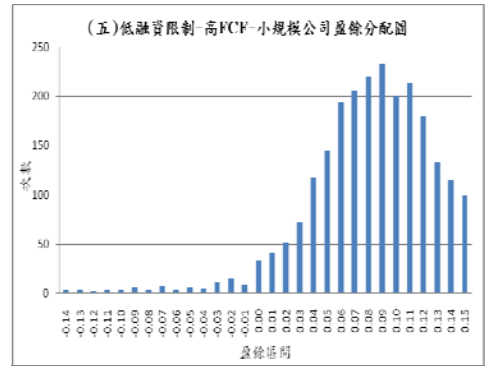
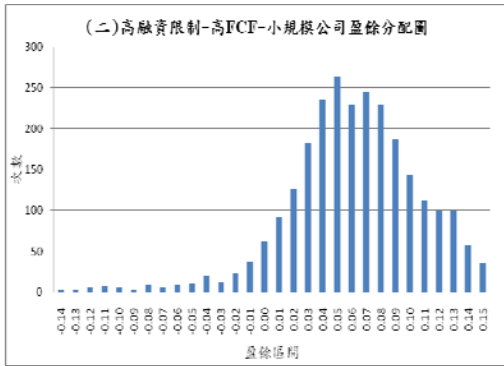
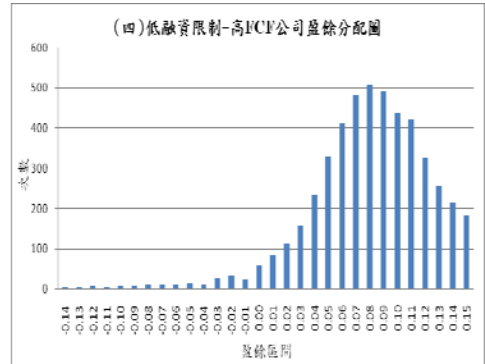
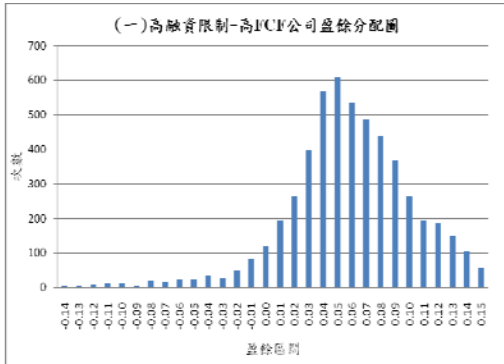


圖 5 高、低融資限制與高自由現金流量下避免損失結果

表 6 融資限制、成長機會及自由現金流量盈餘管理型態

本表主要觀察在不同的自由現金流量下，是否會影響表 4 的盈餘管理型態。實證模式如下：

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 DTAC_{t-1} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 sales_assets_{it} + \beta_6 FCF_{it} + \beta_7 Smooth_{it} + \beta_8 Aggressive_{it} + \beta_9 Smooth_{it} * fcf_dummy_{it} + \beta_{10} Aggressive_{it} * fcf_dummy_{it} + \beta_{11} Smooth_{it} * fcf_size_dummy_{it} + \beta_{12} Aggressive_{it} * fcf_size_dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

相關變數定義如下，EM：可裁決性應計項目，作為盈餘管理代理變數；Size：公司總資產取對數；Lev：負債比例；DTAC_{t-1}：前期可裁決性應計項目；CFO：營運現金流量；Sales_assets：營收/總資產；FCF：自由現金流量；Smooth：盈餘平穩化指標；Aggressive：積極指標；Smooth*fcf_dummy：盈餘平穩化指標*自由現金流量虛擬變數，低自由現金流量公司設為 1；Aggressive*fcf_dummy：積極指標*自由現金流量虛擬變數，低自由現金流量公司設為 1；Smooth*Lfcf_size_dummy：盈餘平穩化指標*虛擬變數，低自由現金流量且小規模公司設為 1；Aggressive*Lfcf_size_dummy：積極指標*虛擬變數，低自由現金流量且小規模公司設為 1；Smooth*Hfcf_size_dummy：盈餘平穩化指標*虛擬變數，高自由現金流量且小規模公司設為 1；Aggressive*Hfcf_size_dummy：積極指標*虛擬變數，高自由現金流量且小規模公司設為 1。***, **, * 分別表示 1%, 5%, 10% 顯著水準。

	高融資限制高成長			低融資限制低成長		
	(一)	(二)	(三)	(四)	(五)	(六)
Intercept	5.301 (1.56)	4.932 (1.44)	4.982 (1.46)	-6.338 (-0.72)	-6.662 (-0.75)	-6.660 (-0.75)
Size	-0.145*** (-6.01)	-0.148*** (-6.13)	-0.133*** (-5.46)	-0.368*** (-6.18)	-0.364*** (-6.08)	-0.380*** (-6.38)
Lev	0.090 (0.14)	0.025 (0.04)	-0.071 (-0.11)	-5.941*** (-3.01)	-5.442*** (-2.72)	-4.482** (-2.23)
DTAC _{t-1}	0.099*** (6.76)	0.099*** (6.73)	0.096*** (6.53)	-0.211*** (-15.82)	-0.212*** (-15.85)	-0.213*** (-15.97)
CFO	0.134*** (5.91)	0.136*** (5.98)	0.117*** (5.07)	0.975*** (22.51)	0.973*** (22.42)	0.992*** (22.82)
Sales_assets	-0.089 (-0.75)	-0.077 (-0.65)	-0.043 (-0.35)	1.213** (2.45)	1.125 (2.26)	1.031** (2.08)
FCF	0.065 (0.20)	0.048 (0.15)	0.065 (0.20)	-0.580** (-2.04)	-0.511 (-1.78)*	-0.501* (-1.76)
Smooth	0.249 (0.33)	0.328 (0.43)	6.101*** (2.87)	0.344 (0.25)	0.284 (0.20)	0.446 (0.28)
Aggressive	-0.136 (-0.67)	-0.102** (-0.50)	0.406** (0.99)	-1.121 (-1.63)	-1.201* (-1.85)	-3.821*** (-4.03)
Smooth*fcf_dummy	-0.252 (-0.33)	0.523 (0.40)	-5.103 (-1.47)	-0.641 (-0.27)	-1.530 (-0.41)	-1.134 (-0.44)
Aggressive*fcf_dummy	0.729 (0.34)	0.506 (1.07)	-0.452 (-1.09)	1.062 (1.61)	0.479 (0.61)	1.083 (1.63)
Smooth*Lfcf_size_dummy		-0.854 (-0.78)			2.198 (0.52)	
Aggressive*Lfcf_size_dummy		-0.482 (-1.06)			0.747 (1.42)	
Smooth*Hfcf_size_dummy			-6.530*** (-2.92)			0.339 (0.11)
Aggressive*Hfcf_size_dummy			-0.687 (-1.55)			4.319*** (3.86)
Adj R ²	0.017	0.017	0.020	0.223	0.223	0.228
N	5,678	5,678	5,678	5,677	5,677	5,677

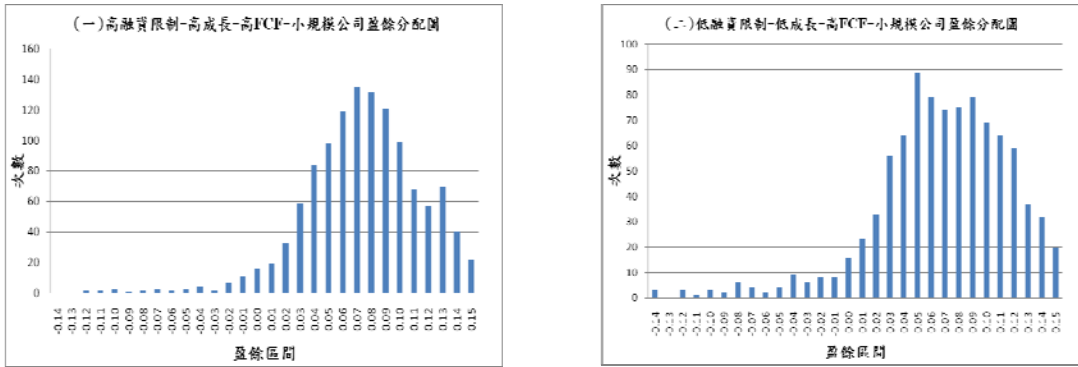


圖 6 高、低融資限制、不同成長機會與高自由現金流量下避免損失結果

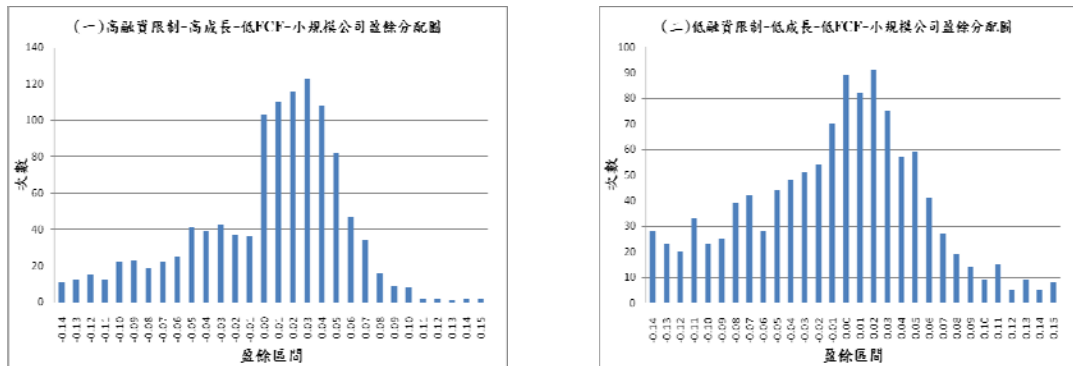


圖 7 高、低融資限制、不同成長機會與低自由現金流量下避免損失結果

由 $Z=2.648^{***}$)。此結果更釐清表 4 的結果，表 4 說明了高融資限制高成長的小規模公司同時有避免損失及盈餘平穩化的行為，表 6 在考慮了自由現金流量後，則顯示高自由現金流量的公司有盈餘平穩化的行為；低自由現金流量的公司有避免損失的行為。其次，由表 6 (六) 低融資限制低成長的小規模公司，發現在高自由現金流量下有積極的會計策略的行為 ($\beta=4.319^{***}$)；而在低自由現金流量之公司則所有型態皆不顯著。此結果說明了低成長高自由現金流的小規模公司似乎有明顯的代理問題 (Jensen and Meckling, 1976)，而且經理人會透過盈餘管理來掩飾投資的不效率 (Christie and Zimmerma, 1994；Gul and Tsui, 1998)。

4.4 小結

由表 7 顯示高融資限制與低融資限制公司有明顯不同的盈餘管理型態，高融資限制公司普遍有避免損失的行為，而低融資限制公司則完全沒有避免損失的情況，此可能與低融資限制公司較無融資壓力有關。若考慮成長機會後，融資限制且低成長的公司較高成長公司，有更明顯的避免損失行為，此類型的公司由於負債較高，但公司未來展望又不如高成長公司，因此避免損失的目的極有可能是為了讓公司避免違反負債條約 (DeFond and Jambalvo, 1994) 及維持正常營運及確保資金的來源 (Burgstahler and Dichev, 1997)，此種現象在高槓桿的公司特別明顯。此外，融資限制且高成長的小規模公司呈現盈餘平穩化的型態，其目的可能是為了使公司能夠順利發展而傳達穩定成長的資訊給外界，藉以取得較低資金成本以及維持良好的交易條件，進而維持公司的股價 (Hunt *et al.*, 2000; Subramanyam, 1996; Trueman and Titman, 1988; Tucker and Zarowin, 2006)。

低融資限制下的小規模公司，不論在高成長或低成長的型態，皆有積極的會計策略型態，此種行為極有可能如 Bhattacharya *et al.*, (2003)所言，經理人因個人或公司利益考量而採取積極的會計策略。高成長公司的投資人與管理當局之間存在較為嚴重的資訊不對稱問題 (Skinner and Sloan, 2002)，經理人可能因為公司有較多的投資案而產生過度投資的行為 (Tsui *et al.*, 2001)，傷害公司的價值；又有可能因為經理人為了自身的獎酬利益 (Daniel and Thomas, 2006; DeAngelo, 1988)，或為達到公司或市場所給予的目標 (DeGeorge *et al.*, 1999)，因而進行積極的盈餘管理策略。低成長的公司由於公司投資機會較少，經理人很可能會投資淨現值為負的投資案 (Jensen and Meckling, 1976)，為了掩飾投資的不效率，進而從事盈餘管理來掩飾其傷害公司價值的行為 (Christie and Zimmerma, 1994; Gul and Tsui, 1998)。

最後，本文經由穩健性檢定觀察公司是否會因自由現金流量的高低而影響上述的發現，結果顯示自由現金流量的高低可以協助區分出更明確的盈餘管理的型態，如融資限制且高成長的小規模公司有避免損失及盈餘平穩化的行為，在考慮了自由現金流量後，發現平穩化型態為高自由現金流量的公司，而低自由現金流量則有避免損失的行為。另外，低融資限制且低成長的小規模公司有積極的會計策略型態，但在考慮自由現金流量後發現高自由現金流量的公司才有積極的會計策略型態，而低自由現金流量的公司則無，此結果與 Jensen and Meckling (1976) 所言類似，低成長但高自由現金流量的公司有代理問題，而經理人從事盈餘管理是為了掩飾其投資的無效率。

將實證結果整理成表 7，可清楚看出高融資限制公司普遍存在避免損失行為，可知融資限制對盈餘管理確實有其重要性存在。另外，本文結果可補充 Burgstahler and Dichev (1997) 的發現，該文指出公司普遍存在避免損失行為，但本文更清楚的指出此避免損失行為只發生在融資限制公司。過去對盈餘管理之研究沒有將融資限制因子納入考慮，本文發現融資限制是影響盈餘管理的重要因素。

表 7 實證結果整理

公司型態	規模	盈餘管理型態	公司型態	規模	盈餘管理型態
高融資限制	全	避免損失	低融資限制	全	無
	小	避免損失		小	積極的會計策略
	大	避免損失		大	無
高融資限制 高成長	全	避免損失	低融資限制 高成長	全	無
	小	避免損失、 盈餘平穩化		小	積極的會計策略
	大	無		大	無
高融資限制 低成長	全	避免損失	低融資限制 低成長	全	無
	小	避免損失		小	積極的會計策略
	大	避免損失		大	無
高融資限制 高 FCF	全	無	低融資限制 高 FCF	全	無
	小	無		小	積極的會計策略
	大	無		大	無
高融資限制 低 FCF	全	避免損失	低融資限制 低 FCF	全	無
	小	避免損失		小	無
	大	避免損失		大	無
高融資限制 高成長 低 FCF	小	避免損失	低融資限制 低成長 低 FCF	小	無
高融資限制 高成長 高 FCF	小	盈餘平穩化	低融資限制 低成長 高 FCF	小	積極的會計策略

5. 結論

本文實證顯示融資限制公司有明顯的盈餘管理行爲，也驗證融資限制公司會利用盈餘管理降低資訊不對稱。其次，在探討融資限制與成長機會方面，本文得到融資限制公司普遍有避免損失的行爲，若考慮成長機會後，融資限制且低成長的公司較高成長公司有更明顯的避免損失行爲；融資限制且高成長的小規模公司呈現盈餘平穩化的型態。避免損失及盈餘平穩化之目的可能爲降低資金成本、違反負債條約及傳達經營穩定的資訊給外界。而低融資限制的公司均沒有避免損失的行爲，可見此類型的公司在經營上相對於融資限制公司爲佳。但低融資限制下的

小規模公司不論在高成長與低成長的型態下皆有積極的會計策略型態，此時可能是經理人爲達成特殊目的而採取積極的會計策略。

爲了使本文分析趨於完整，經由穩健性檢定可觀察是否會因現金流量因素而影響結果，結果顯示自由現金流量的高低可以協助區分出更明確的盈餘管理的型態，如融資限制且高成長的小規模公司有盈餘平穩化的行爲，在考慮了自由現金流量後，發現平穩化型態爲高自由現金流量的公司，而低自由現金流量所有情況皆不明顯。以上現象幾乎出現在小規模公司，而大規模公司可能較小規模公司有更多的資源可供盈餘管理，如處分固定資產、衍生性金融商品及子公司交易等，且較易受到更多外部投資人監督下，盈餘管理型態較不易被觀察。

本文貢獻在於確認融資限制公司會因資金需求而進行盈餘管理，藉以降低資訊不對稱所帶來的負面影響。本文補充 Burgstahler and Dichev (1997) 一文的結論，該文指出公司普遍存在避免損失行爲，但本文更清楚的指出此避免損失行爲只發生在融資限制公司，而且融資限制公司的特性似乎也能與避免損失效果相符。另外，融資限制確實可以明確區分盈餘管理的型態，然其背後目的值得注意。在實證結果中，本文亦對盈餘管理是代理問題或資訊不對稱所造成提出解釋，結果指出融資限制公司有避免損失及盈餘平穩化的型態，而無融資限制公司則是積極的會計策略型態。根據過去文獻顯示，避免損失及盈餘平穩化的目的均偏向降低資金成本及傳遞資訊給外界，這兩種盈餘管理型態似乎是欲降低資訊不對稱所造成；而積極的盈餘管理型態主要是應計項目過多所造成，應計項目的多寡常受到經理人的主觀決定而影響。因此，未來研究似乎可朝此方向深入分析，應可更釐清盈餘管理之相關研究議題。

本文結果除了可供後續研究外，對公司與市場有下列幾點意涵。從本文研究結果可看出不同類型公司有不同盈餘管理動機與目的，以經理人的角度而言，進行盈餘管理雖可達到經理人之目的，如維持股價、取得資金等。但從公司治理層面來看，無疑是欺騙利害關係人及損害股東財富的手段。而本文正可深入釐清不同程度之資金受限制公司，將採取何種的盈餘管理手段，在不同的動機下，將呈現何種的盈餘管理結果，應可提供相關單位與人士參考。站在市場角度，由於公司進行盈餘管理而傳達出不實的訊息，將使得投資者對經營情況判斷錯誤，當發現未來經營狀況不如預期，或總體環境出現較大的波動時，要有所修正可能爲時已晚。因此，若欲降低企業盈餘管理的發生，需從內部與外部著手，內部除了提升經理人誠信與職業道德外，亦須落實公司治理機制；外部投資者更需瞭解公司使用盈餘管理的方法，在適當的反映於股價下，期望公司從事盈餘管理的普遍現況可獲得改善。

參考文獻

詹家昌、王冠婷，「財務限制會影響公司系統風險嗎？」，台灣管理學刊，第六卷第一期，民國

95年，59-84頁。

- Baker, M., Stein J. C., and Wurgler, J., "When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 3, 2003, pp. 969-1006.
- Barry, C. and Brown, S., "Limited Information as a Source of Risk," *The Journal of Portfolio Management*, Vol.12, No. 2, 1986, pp. 66-72.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., and Welker, M., "The World of Earnings Opacity," *The Accounting Review*, Vol.78, No. 3, 2003, pp. 641-678.
- Bharadwaj, A. and Shivdasani, A., "Valuation Effects of Bank Financing in Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, No. 1, 2003, pp. 113-148.
- Bowen, R., DuCharme, L., and Shores, D., "Stakeholders' Implicit Claims and Accounting Method Choice," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 3, 1995, pp. 255-295.
- Burgstahler, D. and Dichev, I., "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, 1997, pp. 99-129.
- Campello, M. and Chen, L., "Are Financial Constraints Priced? Evidence from Firm Fundamentals, Stocks, and Bonds," Working Paper, University of Illinois, 2005.
- Christie, A. A. and Zimmerman, J., "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests," *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 4, 1994, pp. 539-566.
- Chung, R., Firth, M., and Kim, J. B., "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring," *Journal of Business Research*, Vol. 58, No. 6, 2005, pp. 766-776.
- Daniel, B. and Thomas, P., "CEO Incentives and Earnings Management," *Journal of Financial and Economics*, Vol. 80, No. 3, 2006, pp. 511-529.
- DeAngelo, L., "Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.10, 1988, pp. 3-36.
- Dechow, P., Sloan, R., and Sweeney, A. P., "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, 1995, pp. 193-225.
- DeFond, M. L. and Jiambalvo, J., "Debt Covenant Effects and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1, 1994, pp. 145-176.
- DeGeorge, F., Patel, J., and Zeckhauser, R., "Earnings Management to Exceed Thresholds," *Journal of Business*, Vol.72, No. 1, 1999, pp. 1-33.
- Easley, D. and O'Hara, M., "Information and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4,

- 2004, pp. 1553-1583.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., and Peterson, B. C., "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 1988, pp. 141-195.
- Faulkender, M. and Wang, R., "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 4, 2006, pp.1957-1990.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., and Rajgopal, S., "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, No. 1, 2005, pp. 3-73.
- Gul, F. A. and Tsui, J., "A Test of Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 2, 1998, pp. 219-237.
- Hunt, A., Moyer, S., and Shevlin, T., "Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value," working paper, University of Washington, 2000.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360.
- Jiang, J., "Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, Vol.83, No.2, 2008, pp. 377-416.
- Kaplan, S. N. and Zingales, L., "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, 1997, pp. 169-215
- Lamont, O., Polk, C., and Saa'-Requejo, J., "Financial Constraints and Stock Returns," *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2, 2001, pp. 529-554.
- Lehn, K. and Poulsen, A., "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 3, 1989, pp. 771-787.
- Leuz, C., Nanda, D., and Wysocki, P. D., "Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 3, 2003, pp. 506-527.
- Myers, S. and Majluf, N., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, No. 2, 1984, pp. 187-221.
- Pinkowitz, L. and Williamson, R., "What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings," working paper, Georgetown University, 2004.
- Skinner, D. and Sloan, R., "Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio," *Review of Accounting Studies*, Vol.7, No. 2, 2002, pp. 289-312.
- Subramanyam, K. R., "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*,

- Vol. 22, 1996, pp. 249-281.
- Teoh, S. H., Welch, I., and Wong, T. J., "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, 1998, pp. 1935-1974.
- Trueman, B. and Titman, S., "An Explanation for Accounting Income Smoothing," *Journal of Accounting Research*, Vol. 26 (Supplement), 1988, pp. 127-139.
- Tsui, J. S. L., Jaggi, B., and Gul, F. A., "CEO Domination, Growth Opportunities, and their Impact of Audit Fees," *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol.16, 2001, pp. 189-203.
- Tucker, J. W. and Zarowin, P. A., "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?" *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, 2006, pp. 251-270.
- Watts, R. L. and Zimmerman, J. L., "Towards a Positive: Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, 1978, pp. 52-77.
- Whited, I. M. and Wu, G., "Financial Constraints Risk," *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 2, 2006, pp. 531-559.