

國立交通大學

管理學院碩士在職專班管理科學組

碩士論文

探討外部融資需求對盈餘管理影響性_以台灣上

市公司為例

The Impact of External Financing Needs on Earnings

Management: Empirical Evidence from Taiwan Listed

Companies



研究生：張明懿

指導教授：鍾惠民 博士

謝國文 博士

中華民國九十九年七月

探討外部融資需求對盈餘管理影響性_以台灣上市公司為例

The Impact of External Financing Needs on Earnings Management:
Empirical Evidence from Taiwan Listed Companies

研究生：張明懿

Student : Ming Yi Chang

指導教授：鍾惠民 博士

Advisor : Dr. Huimin Chung

謝國文 博士

Advisor : Dr. Gwowen Shieh

國立交通大學

管理學院碩士在職專班管理科學組



Submitted to The Master Program of Management Science

College of Management

National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

in

Management Science

July 2010

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年七月

探討外部融資需求對盈餘管理影響性_以台灣上市公司為例

研究生：張明懿

指導教授：鍾惠民 博士

謝國文 博士

國立交通大學管理學院碩士在職專班管理科學組

摘要

財務報表一向是企業與外部單位溝通最直接的工具，而管理當局可藉由一般公認會計原則所賦予的應計基礎下之彈性，在特定範圍內進行會計資訊之操縱，以達投資人預期之盈餘水準。近年來，由於會計舞弊案件層出不窮，財務報導之可靠性開始備受質疑。本文主要針對高成長公司的盈餘管理活動進行探討，當此類型公司有外部融資需求(EFN, External Financing Needs)，企業必須傳達公司營運狀況良好或未來有利的消息予投資人，以順利發行權益證券或債務證券來籌得所需資金，或者以較低的資金成本向金融機構貸款，企業在外部融資需求因素作用下是否有更大的誘因進行盈餘管理活動？另一方面，本研究探討國內高科技產業，產業的高度競爭環境，獲利波動性劇烈，為維持競爭優勢，各廠商每年投入巨額的資本支出，以擴廠提高產能或研發高新技術，做為未來的競爭優勢。管理當局是否揹負更大的壓力出具一被外界認可的經營成果。

本研究利用 Modified Jones Model 估計裁決性應計數，以複迴歸分析法針對國內上市公司外部融資需求，主要以科技產業(本研究定義為電子業)、公司治理因素的互動項與盈餘管理行為的關聯性進行探討。實證結果發現：(1)電子業管理當局若有外部融資需求和盈餘管理無呈現顯著正相關性，後續將電子業分為八大子產業，分別針對模型進行檢測。發現光電產業管理當局若有外部融資需求用以支應公司高成長期發展所需的資金，管理當局會運用裁決性應計項目提高盈餘，以達美化財務報表的目的，藉此提供市場參與者有利公司前景的資訊，以利向大眾募集資金或降低資金取得成本。(2)光電產業管理當局有外部融資需求與董監事持股比率互動項和盈餘管理程度並無顯著呈正相關性。(3)光電產業管理當局有外部融資需求情況下，董監事質押比率與盈餘管理呈正相關。

關鍵字：外部融資需求、盈餘管理、公司治理、裁決性應計數

The Impact of External Financing Needs on Earnings Management: Empirical Evidence from Taiwan Listed Companies

Student : Ming Yi Chang

Advisor : Dr. Huimin Chung

Advisor : Dr. Gwowen Shieh

Graduate Institute of Management Science College of Management

National Chiao Tung University

ABSTRACT

This research explores the activities of earning management which happen in high-growth corporations, as these companies have *External Financing Needs*, corporations need release the good operating situation, or the favorable information to the investors. The result reveals that companies can issue securities or bonds smoothly to raise the capital in need, or obtain a lower capital cost from the financial institute. Moreover, this paper focuses on the discussion of the highly competitive environment of Hi-Tech industry and its dramatic fluctuation in profit, and how companies pour a huge expenditure on the expanding of capacity or developing the newest technology as their own competitive advantage.

This research employs the Modified Jones Model to estimate the *Discretionary Accruals (DA)*. The Multi-regression approach is employed to analyze the relevance among the EFN of the company issuing stocks in the financial market, interaction factor of corporation governance and the behavior of earning management. The results are shown: (1) If the managers in Optoelectronics industry are supported capital by EFN in High growth period, they will apply DAs to lift earnings so that the purpose of embellishing financial statements is satisfied. Furthermore, corporations can facilitate the capital raise and lower capital cost obtainment by providing market participants the visional corporation information. (2) If managers in Optoelectronics industry have EFN and directors holding are not significantly positively related to earning management. (3) If managers in Optoelectronics industry have EFN, the pledged shares of directors are positively related to earning management.

Key Word: External Financing Needs (EFN), Earning Management, Corporation Governance, Discretionary Accruals (DA)

誌謝

可以提筆書寫誌謝內文，一直是我著手進行論文研究當中最想完成的章節，每當參閱前人論文，總迫不急待想要一窺前人回首碩士生涯的歡喜傷悲，今日，我終於走到這一步路，這二年的點點滴滴頓時浮上心頭。

拿到碩士學位，是我大學畢業三年後就出現的心願，忙碌的工作生活，是我逃避入學考試的最佳理由。但在愛女出生一年後，有了些許轉變，有一天居然很努力的完成入學考試申請文件，之後順利的錄取交大在職專班。很感謝交大給我這個機會，在我還沒年華老去時完成我的夢想，往後，我可以開始展開我下一個追夢的路程。

感謝我的指導老師 鍾惠民教授，不時的在旁鼓勵在職生完成論文，感謝 謝國文教授對本論文的指導，也謝謝口試委員：王若蓮博士與林淑瑛博士的建議。感謝管科所同學一路的互相扶持及這一路鼓勵我的朋友們。最後，感謝我的家人全力支持，求學期間正逢老二出生，感謝婆婆對老二的照顧，也向我家的老二說聲對不起，有時為了上課真的沒有辦法好好地照顧你。

最後，謹以此篇謝辭，記憶我的碩士生涯，也鼓勵自己往下一個夢想前進。



2010.7

目錄

中文摘要	i
英文摘要.....	ii
誌謝	iii
目錄.....	iv
表目錄	v
第一章緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究架構.....	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 盈餘管理活動	6
第二節 盈餘管理動機.....	7
第三節 成長機會與盈餘管理	9
第四節 外部融資需求與盈餘管理.....	11
第三章 研究方法.....	13
第一節 研究樣本與期間	13
第二節 研究假說.....	13
第三節 研究方法	16
第四節 變數定義與衡量	17
第四章 實證結果分析.....	22
第一節 敘述性統計資料分析	22
第二節 複迴歸分析結果.....	24
第五章 結論與建議.....	35
第一節 研究結論	35
第二節 研究限制與建議.....	36
參考文獻.....	38

表目錄

表一	2004~2009 年台灣主要面板廠商淨現金流量趨勢表	3
表二	各年度樣本公司資料筆數一覽表.....	13
表三	變數定義彙總表.....	21
表四	全部樣本之變數敘述統計表(N=2,554).....	23
表五	上市非電子公司母體之變數敘述統計表(N=1,245).....	24
表六	上市電子公司母體之變數敘述統計表(N=1,309).....	24
表七	迴歸模型變數之相關係數表.....	26
表八	迴歸模型變數之變異數膨脹係數表.....	27
表九	台灣主要面板廠 2004~2010 年資本支出狀況	29
表十	外部融資需求和高科技產業互動項為檢視指標之迴歸分析表.....	30
表十一	外部融資需求和光電產業互動項為檢視指標之迴歸分析表.....	31
表十二	外部融資需求、光電產業和董監事持股比率互動項之迴歸分析表.....	32
表十三	外部融資需求、光電產業和董監事質押比率互動項之迴歸分析.....	33

第一章 緒論

此章分三節，第一節主要說明研究之動機及背景；第二節為研究目的，簡述本研究欲達成的目的；最後為論文之整體架構說明，概述本論文各大章節。

第一節 研究背景與動機

企業經營的目標為追求利潤成長及創造公司價值最大化，並創造最大的財富供股東分享。其中財務報表是企業經營結果的成績單，報表內的資訊常被用做討論公司經營績效優劣依據；同時，財務報表亦是投資人和企業間的資訊溝通及衡量工具，投資人以財務報表做為衡量判斷是否投資一企業的重要依據。由此可知，財務報表扮演十分重要的角色。再則，財務報表係由企業經營者編製，經營者揹負經營績效成敗壓力，管理當局考量自身利益、或為滿足投資者預期，是否會透過財務報表做窗飾、美化活動，以規避管理績效不彰責任？

由於企業經營績效可能受經營風險影響，盈餘水準出現震盪起伏的現象，即所謂的風險造成的不確定性，導致公司獲利水準出現上下起伏的變動。加上導因資訊不對稱的環境，企業經營者面對經營績效的審核，是否可以完全的拒絕財務報表數字的管理或操縱？面對資本市場的審核，管理當局是否仍然可以以全體股東利益為最優先考量？

盈餘管理(earnings management)指財務報表編製者，為特定動機利用一般公認會計原則制度下的彈性，對盈餘操控，以達對財務報表修飾效果。若財務報表編製者利用一般公認會計原則的可選擇性，合法的掩飾公司的經營實質，可能使報表使用者對揭露之資訊，產生不同的解讀，進而影響投資人對公司股票價值高估或達成特定目的。再則，從事盈餘管理固然可以達到企業預計的獲利目標，但是過分的盈餘操縱，不僅使財務報表失真、扭曲，甚而影響投資者的權益。

探討過去文獻(Healy and Wahlen,1999)，企業從事盈餘管理的動機主要可分為三大類別：1.資本市場動機 2.契約動機 3.法令管制動機。資本市場動機係市場廣泛使用財務報表做為投資人決策或評估公司股票價值的依據，故管理當局有誘因從事盈餘管理，拉抬公司股價，影響股票報酬。契約動機係會計資訊可用來做為監督公司、員工、經理人行為及相關規範相關契約。如：管理階層基於自利動機，為達到獎酬合約規範要求，從事盈餘管理活動。法令管制動機則是為符合法規要求、避免違反法規規範或為稅務規劃目的，管理當局利用裁決性應計項目(Discretionary Accruals, DA)減少帳列盈餘，以達節稅目的。

自 2001 年底，美國陸續發生安隆、全錄、世界通訊，財務報表不實的會計

醜聞震撼資本市場；國內自 1998 年起暴發多件企業財務舞弊事件，如 1997 年東隆五金、1999 年國產車掏空案、2000 年東帝士掏空案、2004 年博達案，探討上述弊案發生的共通點，皆因公司經營理念不善，迅速擴張信用，財務報表編製不實表達、資訊揭露不足及未落實公司治理機制，使公司資產遭受損失，損及股東的權益。投資者本以財務報表做為和管理當局的溝通工作，因上述企業舞弊事件接二連三的發生，外界開始質疑財務報表的資訊品質，受限於資訊的不對稱及複雜性，財務報表和相關揭露資訊真實性即成為重要議題；而財務報表失真被認為是造成資本市場投資人信心瓦解的主因。

發生一連串的企業財務舞弊事件，衝擊資本市場，市場上投資人普遍萌發嚴重信心危機，紛紛質疑企業財務報表可信度。近年來國內外政府積極推動公司治理(Corporate Governance)機制，以有效監督公司管理，防範利益衝突的發生，以保障股東權益，如建置有效的公司治理架構，藉助強制性的法規以為指導原則，此制度建置是否可減少企業盈餘管理的操作？

Fama and Jensen (1983)指出在董事會的組成結構中，外部董事(Outside Director)的監督，可確保管理當局的決策係基於外部股東的權益而執行，避免做出傷害其權益之舉動。此外，研究資料顯示，外部董事比率愈高，管理當局從事盈餘管理情形減少，提高財務報表品質，降低財務報表舞弊的機會發生(Beasley 1996;Dechow,Sloan and Sweeney 1996)。陳曉蓉與陳儀娟 (2007)實證研究結果顯示，設置獨立董監事可顯著提高公司治理分數，同時獨立董監事制度也有助於公司市場績效與會計績效，當中以股東權益報酬率的效用為大；此外，設立獨立董監事在任期間越長，對公司治理越有利，也越能提升公司之資產報酬率及股東權益報酬率。

本研究欲針對台灣的上市公司探討企業面對高成長、高風險環境下是否有較大的動機從事盈餘管理活動，並以台灣的科技產業為例進行研究，本研究將科技產業定義為電子產業。近二十年來台灣的經濟快速成長，主要係依賴高科技產業帶來驚人的成長實力，而高科技產業早期為政府扶植產業，如：科學園區的設置，其中高度的成長發展需要鉅額的資本投入，以投入擴廠支出或吸引優秀管理及研發人才。台灣的高科技產業在政府大力扶植下，加上優秀人才投入、製造效率的提升、製造成本的降低、每年積極投入研究發展以取得新創產品、核心技術的累積等等因素，致高科技產業產值每年都有巨幅的成長，建立起絕佳的競爭優勢。

其中，光電產業近年來被政府列為「兩兆雙星」重點扶植產業，該產業具資本密集、技術密集度高、技術多樣性、產品生命週期短及變化度高等特性。企業追求成長的同時，為使企業獲得更佳的成長機會，必需投入龐大的資本支出，持續性擴張產能，以面對競爭者的市場挑戰，其中資金的取得為一致勝關鍵點。

光電產業的代表產業：液晶顯示器(TFT-LCD)對資金的需求更是龐大，以2004年至2009年為例，台灣的五大面板廠商(群創和奇美電合併後為四大面板廠商)，每年資本支出金額合計約1,500億至2,500億，而面板廠除在2007年、2008年曾產生正數的淨現金流量外，因資本支出需求金額龐大，以致每年都有一定金額的資金缺口，資金不足部分表示LCD產業公司尚需對外取得資金以因應產能的擴充需求。(請參照表一)

綜上所言，當公司有外部融資需求情況下，管理當局出具的財務報表是否會為滿足投資人預期公司盈餘水準的目標值，進行盈餘管理行為，為本文欲探討主題。

表一 2004~2009年台灣主要面板廠商淨現金流量趨勢表

單位：新台幣億元

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
友達	(326)	(327)	(187)	918	337	(40)
奇美電	(362)	(462)	(1,014)	(28)	(209)	74
群創	(295)	(246)	8	145	(15)	(288)
華映	(232)	(508)	(43)	206	64	(16)
彩晶	(318)	(45)	23	59	63	76
合計	(1,533)	(1,588)	(1,213)	1,300	240	(194)

資料來源：股市觀測站、自行整理

註：淨現金流量係營運活動的淨現金流入減去資本支出後之金額。

第二節 研究目的

本文主要針對高成長公司的盈餘管理活動進行探討，當此類型公司有外部融資需求(EFN, External Financing Needs)，企業必須傳達公司營運狀況良好或未來有利的消息予投資人，以順利發行權益證券或債務證券來籌得所需資金，或者向金融機構貸款。當企業面對投資人介紹公司的營運策略，投資人對企業最常提出的問題是：為什麼要來資本市場籌資或向金融機構貸款？企業投入的資金幾年內可以回收？企業預測未來季度的毛利率、淨利率及股東權益報酬率各是多少？管理當局面臨未來必須兌現承諾的營運結果壓力。因此，本研究探討企業在外部融資需求因素作用下是否有更大的誘因進行盈餘管理活動？

本研究以國內上市公司做實證研究樣本，並針對高科技產業進行探討，其中高科技產業的代表電子產業是一個變化劇烈的產業，具有下述主要特徵：產品的生命週期短、技術發展快、大量的資本投入、經營風險高。在企業快速成長的同時，組織必須提供適當的資源配合企業成長，若企業的財務資源不足，內部資金無法滿足成長的需求，企業會轉向外部取得資金，在此情況下，是否會對管理當局的盈餘管理活動產生誘因，並且和盈餘管理程度有正相關性？

企業的獲利能力因經營環境的不確定性出現波動的現象，而管理當局要符合年度的績效目標或為穩定公司的股價、傳達公司未來展望的願景、符合投資人預期盈餘水準、降低取得營運資金的成本或符合債務契約要求等因素，具有動機操縱損益，採取美化財務報表的行為。此外，成長型公司，有較高的成長機會，卻也相對帶來較高的營運風險，管理當局是否有較大的誘因從事盈餘管理活動？Skinner and Sloan (2002)指出未來成長機會越高的公司，其與投資人間存在越多的資訊不對稱(information asymmetry)，且成長機會越高的公司對盈餘波動較敏感，因而較有誘因操縱財務報表或維持獲利的平穩性。而管理者和投資人間存有資訊不對稱問題，普遍來說管理者會主動將有利資訊傳遞給投資者，而不會積極地將不利資訊傳遞給投資者，投資者因而無法識別公司的盈餘管理行為。

本研究欲探討下列問題：

- 一、 成長型公司面臨公司有外部融資需求因子，面對產業競爭激烈、獲利波動大，此項特性如何影響盈餘管理行為？
- 二、 成長型公司面臨公司有外部融資需求因子，董監事持股越高者是否會影響盈餘管理行為？
- 三、 成長型公司面臨公司有外部融資需求因子，董監事質押比率是否會影響盈餘管理行為？

第三節 研究架構

本論文共分為五章，各章內容簡述如下：

第一章 緒論：

依序說明本研究之主要動機及目的，並說明本研究之架構及流程。

第二章 文獻探討

包括盈餘管理活動的起因及誘因、盈餘管理之動機及有關成長機會、外部融資需求與盈餘管理之相關文獻進行回顧及整理。

第三章 研究方法

說明研究假設的建立、模型發展、資料來源及變數定義及衡量。

第四章 研究結果

包括敘述統計量、複迴歸模型檢定的結果，並針對結果進行分析與了解。

第五章 結論與議

本章包括結論、研究限制與後續的研究方向。



第二章 文獻探討

此章分為三小節，首先就過去有關從事盈餘管理活動的起因及誘因做一整理；其次，再進一步說明盈餘管理之動機；最後提及有關成長機會、外部融資需求與盈餘管理之相關文獻。

第一節 盈餘管理活動

投資人評估企業價值，盈餘水準通常為評估指標之一，若公司盈餘波動幅度大，代表公司營運風險越大，恐影響公司股票價格或公司價值；其中盈餘管理係公司在一般公認會計原則(GAAP)的合法範圍內，策略性選取會計政策，以達預計利潤目標，主要目的與有效率契約選擇、溝通企業特性等有關(Davidson et al, 1987)。管理當局採用盈餘管理的方法，主要有(1)會計方法的選擇：存貨評價方法、折舊方法等。(2)實質交易的控制：公司管理階層可以透過控制實際交易發生的時機，來操縱盈餘，例如：延遲交貨、提前出售閒置資產、取消（增加）廣告活動等。財務報表使用者無法判斷企業交易發生的正確時點，故管理當局藉由控制交易事項的發生時點，以操縱盈餘數字。如 Bartov (1992)研究管理階層利用控制出售長期性資產的時機達成操縱盈餘的目的。(3)裁決性應計項目(Discretionary Accruals, DA)之使用。應計項目可分為裁決性應計項目(Discretionary Accruals, DA)及非裁決性應計項目(Nondiscretionary Accruals, NDA)，非裁決性應計項目指並非管理當局所能控制，其金額會隨企業正常營運而變動；而裁決性應計項目指公司利用一般公認會計原則應計基礎中所賦予的處理彈性，容許管理當局可自由裁決的方式選擇，如：管理當局可控制收入費用認列的時間與透過損益分類的方式來操縱盈餘；或管理階層以存貨備抵跌價損失金額的認列、壞帳費用認列金額、售後服務準備提列金額等方式，以達到操縱盈餘的目的，上述交易因不影響實質交易，亦毋需在財務報表當中一一揭露，故裁決性應計項目為管理當局最常運用之盈餘操縱工具。如 Healy (1985)研究管理階層之獎酬計畫與會計方法選擇之關連性時，假設裁決性應計項目是管理當局用來操縱盈餘的工具。

參考盈餘管理文獻，主要以 Healy (1985)提出的裁決性應計項目來衡量盈餘管理的程度；裁決性應計項目之使用效果較佳，操作難度低，且交易成本相對較低，故多數研究盈餘管理的文獻，主要以裁決性應計項目作為衡量盈餘管理的工具。

管理當局藉由裁決性應計項目之使用，來達到預計的獲利目標，儘管這些裁決性應計項目很有可能會在未來「反轉」(reverse)，管理者為了避免財務報表今年呈現虧損或是盈餘績效衰退的狀況，仍會從事盈餘管理以達目標績效水準。

Burgstahler and Dichev. (1997)與 Degeorge et al. (1999)從人類心理學層面，提出達成目標績效的門檻心理為趨動盈餘管理行為的因素。

根據預期調整假說(King et al.,1990)，當管理者認為市場對公司盈餘的預期，與管理者的預期有相當差距時，管理者會主動揭露盈餘預期，期使市場對公司盈餘的預期與管理者的預期一致。另外，Penman (1980)卻認為，完全的(full)或對稱的資訊揭露並不會出現，一般來說，公司有好消息時，會比較願意主動去揭露公司的預測訊息。Choi and Salamon (1994)認為公司盈餘管理會影響公司的盈餘品質。因此，投資人較不相信盈餘品質較低的公司，其效果會反應在股價或股票報酬上，進而降低盈餘的資訊性。

第二節 盈餘管理動機

Healy and Wahlen (1999)將管理階層從事盈餘管理的動機分為三大類別：(一)資本市場動機，(二)契約動機，及(三)法令管制動機。

(一) 資本市場動機

會計資訊常被投資人及分析師用以衡量公司價值的主要依據，其中財務報表為管理者根據公司過去績效表現所出具的結果報告，因此管理階層具有誘因操縱損益，以符合市場預期的盈餘水準，進而影響股票報酬。過去文獻主要在探討首次公開發行及辦理現金增資的公司和盈餘管理活動的相關性。由於公司首次公開發行(IPO, Initial Public Offering)，尚無出現被市場認定公平價格，此時通常以財務報表提供的資訊做為評估股票的價格；股票發行價格的高低影響管理當局及股東的財富，提供給券商精算承銷價格的財務報表資訊往往包括公司未來幾年度的財務預測值，因此，管理當局有誘因從事美化財務報表損益值以提高股票發行價格。Teoh et al. (1998)研究指出初次公開發行公司，其管理當局利用應計項目以美化盈餘獲利水準，提高承銷價格，具正相關。國內研究方面，陳心怡 (2000)指出公司管理階層在首次公開發行前，會利用裁決性應計項目的調整，進行盈餘管理。

另外，學者研究公司現金增資和盈餘管理活動的關連，公司為提高現金增資股票的發行價格，以利在資本市場取得較多的現金，管理當局具有誘因在現金增資前進行盈餘管理活動，以提高獲利盈餘，此時，市場上投資人可能過度樂觀預期公司的前景，而給予股票價格較高的評價。相關研究，如：Teoh et al. (1998)研究發現針對現金增資公司在增資前操縱損益，使投資人高估股價，但現金增資後的盈餘表現卻比同產業中相當的配對公司來的差，增資後將產生異常之營運及股價績效衰退；相較於同規模之非現金增資的公司，現金增資的公司，在增資年度有較高的淨利成長，而在增資後有顯著之衰退，可看出此衰退乃應計項目所造

成。林問一等 (2004)發現現金增資公司，在增資活動的前三季、當季與次季，其裁決性應計項目有顯著增加的情形。

此外，學者探討管理階層是否為使公司盈餘水準符合投資人、分析師預期，或達到公司的財務預測值而進行盈餘管理活動。Degeorge (1999)研究指出管理者從事盈餘管理活動係為維持股價表現，以達成分析師預期。Kasnik (1999)探討公司財務預測揭露與盈餘管理的相關性，研究結果指出公司管理者預期無法達成財務預測目標值，會操縱損益以提高盈餘，且若公司發生訴訟案成本越大時，操縱誘因越強烈。官心怡 (1994)發現當盈餘可能低於預期時，為避免股價下跌或造成投資人不滿，經理人會利用盈餘操縱，使盈餘增加以達預測期。郭啟聖 (2008)探討企業盈餘管理行為和市場預期期間的關係，發現盈餘表現優於市場預測的公司，無論和市場預期是否一致，有顯著調低盈餘的行為，隨著市場預期越分歧，則調整幅度越大，表示盈餘表現良好的公司有損益平穩化的傾向；公司表現不如市場預期，且和市場預期方向具有一致性時，則出現調高損益以迎合市場的預期行為；若和市場預期方向不一致時，管理者反而出現調低盈餘，有洗大澡的傾向 (take a big bath)。

(二) 契約動機

會計資訊常被用以衡量公司、債權人、員工、經理人與股東間的契約關係，公司經營階層具有對會計資訊報導揭露的裁量權，因此，經營階層可能因自利動機，進行損益操縱的行為，而影響合約。以下就員工獎酬計畫及債務契約之研究進行介紹。

1. 員工獎酬計畫

Healy (1985)探討員工紅利計畫的契約條件是否影響管理者的盈餘操縱行為，研究結果顯示當盈餘未能達紅利計畫規定範圍時，管理者會利用裁決性應計項目以達成紅利計畫的目標；當紅利計畫沒有上下限時，管理者較傾向選擇使盈餘下降的應計項目，讓本期盈餘降低，以增加未來達到目標盈餘，提高下期紅利的可能性。這顯示紅利獎酬計畫和應計項目的操縱有重大關聯。此外，Guidry (1999)研究指出跨國企業的區域經理人在盈餘未達紅利下限或超出紅利上限時，會遞延認列利益與收入。

吳幸蓁 (2001)探討企業經營者總經理是否藉由操縱裁決性應計項目，進行盈餘管理，研究發現總經理薪酬績效敏感性愈高時，愈有可能存在盈餘管理的現象；另外，以盈餘「零」及「前期盈餘」做為績效門檻指標，公司為避免報導損失或為維持和前期盈餘一致的水準，利用裁決性應計項達成提高帳面盈餘的目的。

2. 債務契約

依據 Watts and Zimmerman (1978)提出的假說則是支持「債務契約假說」，負債比率愈高的公司，受到債務契約條款限制愈高，增加管理對盈餘管理的誘因。Carlson and Bathala (1997)研究指出，當企業盈餘波動幅度愈大，將會傳達給債權人企業償債能力不佳的訊息，影響公司再舉債條件趨於不利條件，致借款成本上升，因此，負債比率愈高的公司，愈有誘因從事盈餘管理。國內學者陳慧美 (2004)研究指出債務風險愈高公司，公司進行盈餘管理的可能性愈大。

(三) 法令管制動機

部分產業因涉及較大的社會利益，政府針對此類產業進行管制，最常見行業別為銀行、保險、公共事業等產業。政府對於公司經營的監控，通常以會計資訊做衡量標準，受管制產業的企業是否會為避免違反管制條款或是引起被調查的風險，管理者採取美化財務報表的手段，引起學者做一探討。

Collins et al. (1995)研究銀行業是否為達成最適資本要求而進行盈餘管理，結果顯示銀行業者會進行損益操縱以避免違反相關規定。此外，Jones (1991)在美國國際貿易委員會(ITC)進行調查期間，公司為得到進口關稅的利益，有操縱應計項目降低盈餘的現象。Cahan (1992)研究公司為規避因違反反托拉斯法而造成的政治成本，結果指出經理人利用應計項目來降低獲利金額，以避免觸及反托拉斯法而遭到調查。



第三節 成長機會與盈餘管理

Myers (1977)指出公司價值除取決現有資產市價(Fair value)外，亦決定於未來成長機會之價值。Collins et al. (1989)以公司權益市價對帳面價值比做為成長機會之替代變數。指出成長機會越高，賺取超額報酬的可能性越高，顯示投資人預期投資報酬率將比現有權益報酬率高。然而成長機會越高的公司，未來不確定因素越高，增加企業經營的風險，管理當局有可能試圖提高未來盈餘，以符合投資者的預期。

Jensen (2005)認為權益市價高估公司的經理人極有可能向上操弄盈餘，以達到投資者預期，提出前一期有權益市值高估的公司會積極從事盈餘管理。此外，McNichols (2000)指出未來盈餘成長的公司，擁有較多的裁決性應計項目，因此較有可能運用裁決性應計項目提高盈餘。Barton (2001)研究發現當公司研究發展費用越多時，代表未來成長機會越多，此時管理當局越有可能利用裁決性應計項目從事盈餘管理。

Lev (1992)指出本益比可反映投資人對公司相對成長機會的認知，本益比高

代表投資人對公司營運績效的期望高，而本益比低代表投資人對公司的前景看壞。若本益比發生變動或是公司本益比與產業平均數存在持續性差異，則公司價值有錯誤評價的可能。若以本益比遞增代表公司績效成長，本益比下降則是代表市場估低公司價值；其中，首次本益比下降，公司極有可能發生為使導正投資人預期，管理當局有強烈動機從事盈餘管理，使獲利資訊能反映公司長期盈餘，縮小市場與管理者間的期望差距。

國內學者研究方面，張越翔 (2006)研究指出公司成長機會水準或營運風險與盈餘管理行為呈正相關性，即公司高成長時期，為滿足投資人的預期心理，產生對盈餘管理的誘因。劉賢修 (1994)針對台灣證券市場研究對不同程度應計項目操縱盈餘品質資訊的反應，其中盈餘持續性和盈餘成長機會均和應計項目操縱變數與盈餘反應係數呈正相關。

蘇郁雯 (2006)研究發現高成長機會的公司，管理者擁有較多的私下訊息，傾向透過盈餘管理行為傳遞私有訊息。投資人在評估公司價值時，相對於低成長機會公司而言，高成長公司評價之依據更依賴裁決性應計數，換言之，高成長機會公司從事資訊性盈餘管理活動比投資性盈餘管理行為普遍。

高郁涵 (2006)研究公司在不同的成長機會下，公司盈餘管理行為和內部人交易行為的關連性，實證結果指出當公司成長機會越高，內部人越會從事調整盈餘以美化報表。張智怡 (2001)研究指出公司成長機會越高，將導致股東及經理人間的代理問題。

Skinner and Sloan (2002)發現市場對於成長性的公司會以較嚴格的標準檢視該公司的盈餘數字；公司若未能符合市場預期而出現負盈餘時，則公司股價下跌的幅度大於價值型公司，公司產生較大的公司風險；另外，成長機會愈高的公司，其與投資人間存在愈多的資訊不對稱，投資人必須承擔此資訊不對稱的風險。

此外，陳慧美 (2004)研究指出，債務風險、銷貨成長率與管理階層持股比率與盈餘管理程度呈正相關，如果以個別產業而言，僅電子業，和上述因子呈顯著正相關的現象。此外，當公司債務風險、銷貨成長率與管理階層持股比率愈高，愈會以裁決性應計項目進行盈餘管理；管理階層進行損益平穩活動，傳達給外界公司持續性的獲利能力，投資人受此資訊的影響，明顯的反應於股票價格上，代表損益平穩化和股票累積異常報酬有顯著關係。

林欣儀 (2005)研究證實指出成長機會愈高的公司，有較大可能性從事盈餘管理活動以提高盈餘，以有利的資訊向大眾募集資金或達成美化經營成果及財務報表之目的，其中高科技產業較其他產業有較高的盈餘管理誘因。

第四節 外部融資需求與盈餘管理

企業在發展過程中，為追求成長，必須有源源不絕的資金來支應公司發展及成長過程中所需要的資金。一般來說，公司除非已經趨近零成長或不再進行新的投資計畫，且本身獲利極佳，營運活動產生的現金流入金額足以支應公司的資金需求，資金來源即一般所稱：因營運獲利而取得的內部自有資金，否則大多會轉向外部單位，尋求資金的支援，即外部融資(External Financing)。外部融資可透過發行權益證券(如：普通股現金增資)或債務證券(如：公司債)，或向金融機構借款。而公司計畫向外部單位取得資金，外部單位通常會要求公司提供未來年度的預測性財務報表，並就效益性做評估，此情況下，公司面臨外部單位審核經營績效的壓力，於是，公司因有外部融資需求因子，產生盈餘管理的誘因，出現美化財務報表行為。

Higgin (1981)提出可維持成長率 (Sustainable Growth Rate ; SGR) 模型概念：係指企業維持一固定負債權益比的前提下，不對外發行新股支應資金需求時其成長的最高值。

可維持成長率由下列變數組成的模型：

$$\text{SGR} = \text{銷售淨利率} * \text{總資產週轉率} * \text{權益乘數} * \text{保留盈餘比率}$$

或可改寫成

$$\text{SGR} = \text{股東權益報酬率} * b$$

在上式中， $b = \text{保留盈餘率} = 1 - \text{股票發放率}$

Higgin (1981)指出在既定的財務比率下，企業的可維持成長率等於股東權益報酬率增長率(保留率)。模型中影響可維持成長率的四項因子，其中銷售淨利率、總資產週轉率係反應管理者的經營管理績效，權益乘數及保留盈餘比率係指管理者的財務政策。

此模型的重要指標意義為公司的實際成長率較可維持成長率增長時，表示公式中的四個因子出現變動。變動原因可能為調高公司的業績目標致總資產週轉率提升、改善經營績效提高銷售淨利率或改變公司財務政策中的權益乘數(財務槓桿的運用比率)，財務政策指公司可利用增資發行新股或舉債借款取得資金，透過融資活動的進行，以支應公司成長的資金需求。

模型當中的最後一項因子，提高保留盈餘比率，降低股利支付率，亦可提高公司的可維持成長率，其中保留盈餘為企業提供內部性資金來源。當公司的實際

成長率較可維持成長率增長時，公司要妥善分配公司資源，以避免因快速增長而引起資源使用不當、緊張，此時資金來源可能為內部性(保留盈餘)或外部性(增資或借款)。

調整公司的財務政策，進行增資或融資活動，外部單位均會要求公司提供未來年度的財務報表，並就效益性做評估，其中財務報表是公司、銀行或投資者直接溝通的工具，管理者有可能出現操縱盈餘的行為，以出具一符合外部單位預期的財務報表；管理當局藉由操弄資訊揭露的內容，致外部單位過度樂觀預期公司的營運績效成果，而取得較低的外部融資成本。

綜上文獻探討所述，公司有較高的成長機會，外界通常會給予較高的權益評估值，但也會以較嚴格的標準檢視公司的經營結果，無形中管理當局具有出具符合投資者預期值的財務報表，產生盈餘管理的誘因。再則，當公司有外部融資需求，外部單位經常要求公司告知公司未來的營運策略、毛利率與 EPS 等資訊，此時管理當局通常以較有利公司未來發展及願景的目標值告知，出具較樂觀的預期財務報表，日後管理當局面臨兌現支票的壓力，產生盈餘管理的誘因。故本研究以國內高科技產業在有外部融資需求因子下，對盈餘管理的相關性進行探討。國內高科技產業基本上等同高成長公司的同義詞，當此類型公司內部自有資金不足支援公司成長發展所需的資金情況下，探討是否有較大的誘因進行盈餘管理？



第三章研究方法

第一節 研究樣本與期間

研究樣本為國內上市公司，樣本資料來源取自台灣經濟新報(TEJ)財務、股價、公司治理資料庫，及公開資訊觀測站資訊。樣本期間為民國 93 年至 97 年，計五年期，以年為單位，排除行業性質特殊的金融業、保險業、證券業機構，並刪除變數缺漏不全或極端的樣本資料。

表二 各年度樣本公司資料筆數一覽表

年度	資料筆數
93年	493
94年	494
95年	487
96年	522
97年	558
總計	2554

註：極端樣本資料，如負債比率及資產週轉率屬樣本極端 2%資料，則刪除樣本資料不納入樣本。



第二節 研究假說

本研究針對國內上市公司，研究各變數對公司盈餘管理是否有影響效果，參考盈餘管理相關文獻，對本研究建立下述假說。

假說一：若屬高成長型公司且同時有外部融資需求，公司盈餘管理程度較大。

經營企業往往需要長期且龐大的資金挹注，資金的主要來源係內部營運所產生的現金流，或向外部借款、發行新股等方式取得資金，換言之，如果經常性的營業活動產生的現金流入量無法支應資本支出或其他營業活動的需求，自然就得靠外部融資活動支應資金。而公司計畫向外部單位取得資金，外部單位通常會要求公司提供未來年度的預測性財務報表，並就效益性做評估，此情況下，公司面臨外部單位審核經營績效的壓力，於是，公司因有外部融資需求因子，產生盈餘管理的誘因，出現美化財務報表行為。

另外本研究欲針對高成長型公司觀察企業為追求高成長、高獲利的目標，是否越有可能運用裁決性應計項目提高公司盈餘？本研究以營收成長率(REVGWR)為成長機會之替代變數，係一般投資人談論企業是否具有未來成長力，常以營收

成長率做為指標性定義，另外，營收成長率為商業週刊或中華徵信所等知名公正評比單位，評估國內上市、上櫃公司排名順序時的主要參考數據之一。此外，我國證券交易法第 36 條規範公開發行公司(含興櫃、上市櫃公司)需於每月十日前公告營收資料，可見營收資訊的取得對投資人投資策略的影響性。此外，Lang et al. (1996)研究成長機會的實證中運用營收成長率做為成長機會之衡量變數。

Klapper and Love (2004)研究中指出銷售成長率與公司治理存有高度相關聯。陳慧美 (2004)針對台灣上市公司盈餘管理與財務特性、股票報酬間的關連性做研究，指出銷貨成長率與盈餘管理程度呈顯著正相關。故本研究參考學者文獻以營收成長率做為替代變數。

此外，因產業別環境不同對盈餘管理活動會有不同程度的影響。電子科技產業具技術密集、資本密集、人才密集、產品生命週期短、汰換率高等特性，產業特性使競爭更趨激烈，企業每年大筆的資本支出或人才、研發等支出，加重對資金的需求，加上經營環境的不確性，造成獲利的波動，上述種種因素作用下，擴大企業美化財務報表的機率。

營收成長率公式定義如下述：

營收成長率=(本期淨銷貨收入-上一年同期淨銷貨收入)/ 上一年同期淨銷貨收入



參考 Higgin (1981)提出可維持成長率模型概念，本研究主要探討高成長型公司的盈餘管理程度，除了設定營收成長率為正數外，亦要符合成長率大於可維持成長率指標。係符合指標定義下的樣本公司，有較高的成長機會，管理當局較有可能面臨外部融資需求做財務政策的調整，以因應實際成長率超過可維持成長率情況，支應公司高成長期發展所需的資金，或者，企業可能改變資本結構或盈餘分配政策來解決資金的需求。如上述情況，此問題涉及公司資源的分配使用，帶來較高的營運風險，管理當局在此環境下是否有較大的誘因從事盈餘管理活動？

綜上所言，本研究定義高科技產業當中的電子業屬高成長型公司，且此類型公司前一年度的實際成長率大於可維持成長率，代表公司有外部融資需求因子，故本研究欲進行探討成長型公司且面臨外部融資需求因子，和盈餘管理的相關性？本研究推論當企業有外部融資需求誘因存在時，與盈餘管理呈顯著正相關，在此環境下，企業更有誘因操縱損益目標值。

假說二：若屬高成長型公司且同時有外部融資需求，董監事持股比率較高的公司，其盈餘管理程度較大。

公司治理問題起因公司所有權和經營權分離所產生的代理問題(Jensen and Meckling, 1976), 股東選任董事會成員, 負責規畫公司營運發展方向, 並監督管理當局; 而成立董事會最主要的目的在於代替股東監督管理當局, 促使管理當局為全體股東創造最大的財富, 由於董監事揹負保護全體股東利益與監督管理當局的責任, 形式上應與管理當局保持超然獨立的關係, 才能客觀公正的評估、考核管理當局的營運績效。當董事會成員和股東所追求的利益不盡相同, 於是董事會與股東間的利益衝突發生。董監持股比率較高的公司, 為獲取超額的不當利益, 可能透過內部管理機制而發生盈餘管理行為。Warfield et al. (1995)研究董監持股比率對盈餘管理的影響, 指出持股比率和盈餘管理有正向關係。換言之, 公司董監事持股比率愈大, 對公司盈餘管理的情況愈明顯。

郭淑芬 (1996)研究董監事持股比例對公司盈餘操縱程度及盈餘品質高低之影響, 實證結果發現, 董監事的年平均持股比例超過 35%, 對公司盈餘操縱程度愈深, 盈餘品質愈低。吳明儀 (1997) 研究發現董監事持股比例與應計項目調整程度具有顯著的正相關; 董監事持股比例介於 7.5%與 40%之間, 與盈餘管理程度具有顯著的正相關; 當董監事持股比例低於 7.5%或超過 40%, 則董監事持股比例與盈餘管理程度呈負相關。

薛健宏(2009)提出高董監持股的企業多數會利用應計項目平穩盈餘, 應計項目雖不影響現金流量, 但該平穩化的行為仍會影響投資人對企業風險的認知, 評定較低的風險論點。

故本研究假設公司發展處高成長期且同時有外部融資需求, 董監事持股比率較高的公司, 其盈餘管理程度較大。

假說三: 若屬高成長型公司且同時有外部融資需求, 董監事質押比率較高的公司, 其盈餘管理程度較大。

控制股東為增強控制權, 以持有的股票作擔保進行質押, 向金融機構借款買進自己公司或控制集團更多的股票, 以增加控制權。(高蘭芬, 邱正仁, 2002) 董監事通常為控制股東, 當股市行情不佳時, 持股質押的借款有面臨斷頭賣壓或補足擔保品的風險, 董監事為保護個人財富, 可能運用其影響力, 使財務報表表達失真, 散發錯誤資訊以誤導資本市場投資人。此外, 學者 Kao et al. (2004)研究指出董監股權質押所引發的代理問題。

蘇莞婷 (2004) 研究證實從關係人交易的情況資料中發現, 質押比例越高的公司, 傾向去從事關係人交易, 此類交易可能會圖利某特定人士卻損害公司的整體價值。研究指出控制股東質押行為有較大可能性誘發大股東從事違背公司利益

最大化原則的事情，加深代理問題。

高蘭芬 (2003)探討董監事持股質押的代理問題對會計資訊與股票報酬相關性的影響，以驗證質押所引發的代理問題會降低公司盈餘資訊與股價報酬的相關性。實證結果發現董監事持股質押加深控制股東與外部股東之間的代理問題，致盈餘管理的誘因增強，降低財務報導的可信度，造成盈餘資訊與股票報酬的相關性降低。Chiou et al. (2002)認為隨著董監事股權質押比率的提高，因股價變動與個人資金關係密切，致董監事無心於企業經營，使公司經營績效不佳或發生財務危機的機率提高。故本研究假設公司發展處高成長期且同時有外部融資需求，董監事持股質押比率越高，和盈餘管理程度呈正相關。

第三節 研究方法

根據 Dechow et al. (1996)等人的研究結果，各盈餘管理偵測模型以 Modified Jones Model 具最佳檢定力及準確性，其模型將非裁決性應計項目(NDA)視為折舊性資產(Property, plant and equipment; PPE)、銷貨收入變動(ΔREV)及應收帳款變動(ΔREC)的函數，並在估計式中排除應收帳款的變動。Becker et al. (1998)藉由裁決性應計項目(Discretionary Accruals, DA)，可檢驗各種盈餘管理的總效果；即以裁決性應計項目做為盈餘管理的代理變數。本研究採用 Modified Jones Model 做為盈餘管理的衡量模型。此模型相關變數定義分述如下：

總應計項目：

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - OCF_{i,t} \quad (1)$$

$TA_{i,t}$ ：上市公司 i 第 t 期的總應計項目值除以第 t-1 期總資產

$NI_{i,t}$ ：上市公司 i 第 t 期營業淨利除以第 t-1 期總資產

$OCF_{i,t}$ ：上市公司 i 第 t 期來自營業活動的現金流量除以第 t-1 期總資產

總應計項目指應計基礎下損益與現金基礎下損益之差異數，亦即當期營業淨利減去營業活動現金流量之金額。因此，在當期來自營業活動的現金流量金額不變下，總應計項目金額越大者，則代表應計基礎下的會計盈餘越大，以應計項目來檢視是否有盈餘管理的現象。據此，總應計項目可做為觀察企業是否刻意操作某些會計選擇，來達成特定目的。

非裁決性應計項目的估計式：

$$\widehat{NDA}_{i,t} = \alpha_1 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1} + \alpha_3 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) \quad (2)$$

其中

$\widehat{NDA}_{i,t}$

$\widehat{NDA}_{i,t}$ ：上市公司 i 第 t 期估計非裁決應計項目值

$A_{i,t-1}$: 上市公司 i 第 t-1 期總資產
 $\Delta REV_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期營業收入淨額-第 t-1 期營業收入淨額
 $\Delta REC_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期應收帳款與票據-第 t-1 期應收帳款與票據
 $PPE_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期固定資產總額

上式中， α_1 、 α_2 、 α_3 參數係以估計期間中，利用下述迴歸方程式求得：

$$TA_{i,t} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，

$TA_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期總應計項目值除以第 t-1 期總資產
 $A_{i,t-1}$: 上市公司 i 第 t-1 期總資產
 $\Delta REV_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期營業收入淨額-第 t-1 期營業收入淨額
 $PPE_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期固定資產總額
 $\varepsilon_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期之誤差項

最後，由總應計項目(1)減除非裁決性應計項目(2)，即得知裁決性應計項目裁決性應計項目：

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t}$$

本文獻參照 Balsam et al. (2003) 及 Krishnan (2003) 學者研究作法，本研究不考慮盈餘操縱的方向，針對裁決性應計項目取其絕對值 ABSDA 來衡量盈餘管理的程度。

第四節 變數定義與衡量

各模型之變數定義如下所述

一、應變數

盈餘管理程度，即裁決性應計項目值(ABSDA)。

二、自變數

(一) $D_{i,t-1}^{EFN}$: 上市公司 i 第 t-1 期是否有外部融資需求，有外部融資需求為 1，無外部融資需求為 0。外部融資需求定義為公司當年度的銷售成長率為正數且大於可維持成長率。

(二) $INHOLD_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期董監事持股比率。

(三) $PLE_{i,t}$: 上市公司 i 第 t 期董監事質押比率。

三、控制變數之衡量

考量其他變數可能對本研究結果造成影響，參考學者文獻研究及實證，在迴

歸模型中加入控制變數，以期提升本研究結果準確性及解釋力。設置控制變數說明如下：

(一) $OCF_{i,t}$ (營業活動現金流量)：

上市公司 i 第 t 期營業活動現金流量。Dechow et al. (1995)研究發現，營業活動現金流量與裁決性應計數有顯著負向關係。Becker et al.(1998)研究六大事務所客戶及非六大事務所客戶對盈餘管理之影響，發現二組樣本公司間來自營業活動現金流量有顯著的影響。國內文獻研究，張瓊文 (2000)研究中支持營業活動現金流量與裁決性應計數有顯著負向關係。因此，本研究以營業活動現金流量占總資產比率控制其效果。

(二) $PB_{i,t-1}$ (股價淨值比)：

上市公司 i 第 $t-1$ 期股價淨值比。採用前期股價淨值比係為摒除當期可能的盈餘管理行為對於當期淨值之影響。企業經營活動，追求成長是其主要目標之一。資本市場對高成長公司普遍給予較高的評價，不管是在股價、股價淨值比、本益比各方面，投資人期待企業經營績效結果；在股價報酬可以得到一較佳的預期報酬。環顧資本市場有利、不利消息充斥，市場多頭、空頭時期皆會影響企業股價表現。經營階層為達獲利目標而發生盈餘管理的誘因。由此可知，市場上投資人預期心理影響公司股價的變動，管理階層明瞭盈餘水準資訊對於公司股價變動的影響性，不管是維持公司資金的持續需求或是追求自身利益的極大化，在無形之中產生管理盈餘的誘因。

Wang 及 Williams (1994)研究股東財富和損益平穩化關係，實證結果指出損益平穩化對盈餘管理為正相關。另外，Barth et al. (1999)研究指出公司盈餘持續增加，則價格盈餘乘數(price-earning multiple)較高，若盈餘增加趨勢改變，其股價會大幅滑落。李咨儀 (2007)研究證實高本益比、高股價淨值比的公司其盈餘管理較顯著，並且損及會計資訊之價值攸關性。因此，本研究認為應將股價淨值比列入控制變數。

(三) $ROA_{i,t-1}$ 、 $ROA_{i,t}$ (前期總資產報酬率、本期總資產報酬率)

上市公司 i 第 $t-1$ 期總資產報酬率、上市公司 i 第 t 期總資產報酬率。國外學者 McNichols (2000)主張以總資產報酬率作為成長機會裁決性應計項目的控制變數，認為資產報酬率越高的公司，相對其裁決性應計項目會越高。根據陳隆麒 (1999)指出資產報酬率可以用來衡量事業風險的高低，資產報酬率變異數的標準差越大，表示企業經營風險越高。林素吟、丁學勤 (1999)提出將「資產報酬率」視為一種獲利能力指標。一般而言，資產報酬率係公司衡量資產是否充分利用的評估方法之一，故衡量公司經營績效常以資產報酬率做為指標值。科技產業中電子產業普遍來說獲利能力較非電子產業優異，但因競爭激烈致獲利波動性大，企

業經營者為達預期目標，產生盈餘管理誘因。本研究認為應將總資產報酬率列入控制變數。

(四) $SIZE_{i,t}$ (企業規模)：

Watts and Zimmerman (1986)提出當公司規模越大時，較易受到市場上注意，進而要求政府機關迫使公司承擔更多的社會責任，因此公司的經營成本提高，使得公司的財富被移轉到政府或社會中，管理當局基於前述原因目的性的將公司盈餘降低，以避免政治成本的壓力。此外，Becker et al. (1998)認為企業規模含多個遺漏變數(omitted variables)必需將企業規模納入控制變數，將規模以 $\log_e(TA)$ (資產帳面價值取對數值)加以控制。文獻指出公司規模越大受到的限制及應遵循的法令相對提高，管理當局為避免損益波動，造成分析師或投資者的關注，有較大的誘因從事盈餘管理。本研究認為應將企業規模列入控制變數。

(五) $DEV_{i,t}$ (負債比率)：

Duke and Hunt (1990)；Press and Weintrop (1990)認為當公司面臨違反債務合約規定時，經理人會有誘因進行盈餘管理，故負債比率與裁決性應計項目呈正相關。DeFond and Jiambalvo (1994)的研究也指出負債比越高的公司，為避免違反債務合約，管理者越有可能進行盈餘管理的行為。本研究亦納入加以控制。

(六) $Market_{i,t}$ (集中市場股價指數年報酬率)：

根據變數定義說明，股價淨值比為影響盈餘管理的控制變數之一，然而資本市場不同時期之多頭、空頭氛圍會對公司股價及價值形成不同的評價水準，故本研究認為需加入集中市場整體報酬率做為控制變數以區別市場多頭或空頭時期對股價及公司價值造成的影響。

(七) $ABSDA_{i,t-1}$ (前期裁決性應計項目值)

前期應計項目可能於本期迴轉，為避免管理當局為符合投資人期望而進行盈餘管理的能力可能會受到前期會計選擇所影響，故加入前期裁決性應計項目加以控制。

四、實證模型

本研究以複迴歸方式探討影響盈餘管理的各項變數，模型一檢驗公司發展若屬高成長型且同時有外部融資需求(D^{EFN})誘因下，和盈餘管理是否呈顯著正相關。

研究模型如下：

模型一

$$ABSDA_{i,t} = \alpha + \beta_1 * D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t} + \beta_2 * D^{EFN}_{i,t-1} + \beta_3 * IND_{i,t} + \beta_4 * INHOLD_{i,t}$$

$$\begin{aligned}
& +\beta_5 * PLE_{i,t} + \beta_6 * PB_{i,t-1} + \beta_7 * ROA_{i,t} + \beta_8 * ROA_{i,t-1} \\
& + \beta_9 * DEV_{i,t} + \beta_{10} * OCF_{i,t} + \beta_{11} * SIZE_{i,t} \\
& + \beta_{12} * ABSDA_{i,t-1} + \beta_{13} * Market_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

其中，

$D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t}$: i 公司第 t-1 期有外部融資需求， $D^{EFN}=1$ ，其他=0；
 $IND_{i,t}$ 產業別屬高科技產業(定義為電子業)=1，其他=0

此外，加入具外部融資需求誘因(D^{EFN})情況下的公司與公司全體董監事持股比例(INHOLD)之互動效果、具外部融資需求誘因(D^{EFN})情況下的公司與董監事質押比率(PLE)之互動效果，檢驗和與盈餘管理之關連性。

模型二

$$\begin{aligned}
ABSDA_{i,t} = & \alpha + \beta_1 * D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t} * INHOLD_{i,t} + \beta_2 * D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t} \\
& + \beta_3 * D^{EFN}_{i,t-1} + \beta_4 * IND_{i,t} + \beta_5 * INHOLD_{i,t} \\
& + \beta_6 * PLE_{i,t} + \beta_7 * PB_{i,t-1} + \beta_8 * ROA_{i,t} + \beta_9 * ROA_{i,t-1} \\
& + \beta_{10} * DEV_{i,t} + \beta_{11} * OCF_{i,t} + \beta_{12} * SIZE_{i,t} \\
& + \beta_{13} * ABSDA_{i,t-1} + \beta_{14} * Market_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

其中，

$D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t}$: i 公司第 t-1 期有外部融資需求， $D^{EFN}=1$ ，其他=0；
 $IND_{i,t}$ 產業別屬高科技產業(定義為電子業)=1，其他=0

模型三

$$\begin{aligned}
ABSDA_{i,t} = & \alpha + \beta_1 * D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t} * PLE_{i,t} + \beta_2 * D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t} \\
& + \beta_3 * D^{EFN}_{i,t-1} + \beta_4 * IND_{i,t} + \beta_5 * INHOLD_{i,t} \\
& + \beta_6 * PLE_{i,t} + \beta_7 * PB_{i,t-1} + \beta_8 * ROA_{i,t} + \beta_9 * ROA_{i,t-1} \\
& + \beta_{10} * DEV_{i,t} + \beta_{11} * OCF_{i,t} + \beta_{12} * SIZE_{i,t} \\
& + \beta_{13} * ABSDA_{i,t-1} + \beta_{14} * Market_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

其中，

$D^{EFN}_{i,t-1} * IND_{i,t}$: i 公司第 t-1 期有外部融資需求， $D^{EFN}=1$ ，其他=0；
 $IND_{i,t}$ 產業別屬高科技產業(定義為電子業)=1，其他=0

複迴歸模型之變數彙總如表三 所示。

表三變數定義彙總表

變數代碼	變數名稱	定義及衡量	預期影響
$D_{i,t-1}^{EFN}$	是否有外部融資需求	虛擬變數，有外部融資需求為1，無需求為0	+
$INHOLD_{i,t}$	董監事持股比率	控制變數：董監事持股合計除以公開發行股數	+
$PLE_{i,t}$	董監事質押比率	控制變數：董監事質押數/董監事持股合計	+
$PB_{i,t-1}$	前期股價淨值比	控制變數：每股股價/每股淨值	+
$ROA_{i,t-1}$	前期總資產報酬率	控制變數：前期稅後息前淨利/平均產總額	+
$ROA_{i,t}$	當期總資產報酬率	控制變數：當期稅後息前淨利/平均產總額	+
$OCF_{i,t}$	營業活動現金流量	控制變數：營業現金流量除以期初總資產	-
$SIZE_{i,t}$	企業規模	控制變數：總資產取自然對數	-
$DEV_{i,t}$	負債比率	控制變數：總負債/總資產	+
$ABSDA_{i,t-1}$	前期裁決性應計項目值	控制變數	+
$Market_{i,t}$	集中市場股價指數年報酬率	控制變數	-
$IND_{i,t}$	產業別	控制變數	+
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t}$	外部融資需求和產業別互動項	外部融資需求*產業別	+
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t} * INHOLD_{i,t}$	外部融資需求、產業別和董監事持股比率互動項	外部融資需求*產業別*董監事持股比率	+
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t} * PLE_{i,t}$	外部融資需求、產業別和董監事質押比率互動項	外部融資需求*產業別*董監事質押比率	+

第四章 實證結果分析

本章就第三章建立的假說及模式，對所進行選取的樣本進行測試分析並報告研究的實證結果。本章分為二節，第一節為樣本的敘述性統計資料分析，以最大值、最小值、平均值與標準差統計量來描述全部樣本的分布及狀況。第二節為複迴歸的分析結果，首先以使用變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor, VIF)及相關係數(Pearson Product-Moment Correlation Coefficient)，測試各變數間的相關情形，是否存有共線性，再以 Durbin-Watson 統計量檢視殘差的自我相關問題，最後，針對複迴歸模型結果檢視是否與假說相符，描述實證模型的結果意涵。

第一節 敘述性統計資料分析

變數的敘述性統計資料整理如表四~表六所述。依據表四~表六顯示，整體裁決性應計項目平均值為 0.0609，最大值為 0.6561，最小值為 0.0001。若區分為非電子業及電子業二大類樣本來看，非電子業樣本整體裁決性應計項目平均值為 0.0601，標準差為 7.42%，電子業樣本整體裁決性應計項目平均值為 0.0616，標準差為 5.71%，此二類樣本的盈餘管理程度並無太大差異。

在外部融資需求因子方面，平均數為 71.18%，顯示整體樣本較有外部融資需求。非電子業樣本及電子業樣本的平均數為 70.92%及 71.43%，二類樣本並無太大差異。

在公司治理指標方面，平均董監持股比例為 23.27%，董監事質押比率為 10.28%，非電子業樣本平均董監持股比例為 25.15%，董監事質押比率為 13.28%，標準差分別為 14.33 %及 19.71%，電子業樣本平均董監持股比例為 21.49%，董監事質押比率為 7.42%，標準差分別為 12.56 %及 15.31%，顯示非電子業樣本其平均董監持股比例及董監事質押比率均較電子業高，其差異性亦較電子業大。

在成長性指標方面，全部樣本平均股價淨值比為 1.73，標準差為 1.19%，若區分為非電子業及電子業二類樣本來看，非電子業樣本平均股價淨值比為 1.33，標準差為 83.26%，電子業樣本平均股價淨值比為 2.10，標準差為 134.73%，可得知電子業享有較其他產業較佳的市場評價，市場上給予較高的股價投資意願，股價除了反映當前的獲利情況亦會反映對未來的預期，電子產業的經營風險較高，投資人給予的股價評價會隨之調整，故電子業的標準差較非電子產業高。

在獲利指標方面，前期總資產報酬率平均值為 8.58%，本期總資產報酬率平均值為 7.20%，其標準差分別為 6.62%、7.95%；非電子業前期總資產報酬率平均值為 6.80%，本期總資產報酬率平均值為 5.94%，其標準差分別為 5.22%、

6.54%；電子業前期總資產報酬率平均值為 10.28%，本期總資產報酬率平均值為 8.40%，其標準差分別為 7.33%、8.93%，顯示電子業的獲利能力優於非電子業，但電子業的標準差皆高於非電子業，也說明電子業的經險風險較高，獲利能力會出現較大的波動性，盈餘水準會有較大的變動性。

表四：全部樣本之變數敘述統計表(N=2,554)

Variable	平均數	標準差	中間值	最大值	最小值
ABS_DA _{i,t}	0.0609	6.60%	0.0423	0.6561	0.0001
D ^{EFN} _{i,t-1}	0.7118	45.30%	1.0000	1.0000	0.0000
INHOLD _{i,t}	23.27%	13.57%	20.29%	82.60%	1.10%
PLE _{i,t}	10.28%	17.83%	0.00%	85.86%	0.00%
PB _{i,t-1}	1.7283	118.98%	1.3900	10.9600	0.3100
ROA _{i,t-1}	8.58%	6.62%	7.02%	50.05%	0.02%
ROA _{i,t}	7.20%	7.95%	6.30%	45.32%	-100.72%
OCF _{i,t}	0.0945	10.93%	0.0872	0.5988	-0.4490
SIZE _{i,t}	15.9373	132.94%	15.7156	20.5939	13.1832
DEV _{i,t}	42.22%	15.55%	43.28%	75.80%	9.30%
ABSDA _{i,t-1}	0.0596	0.0572	0.0427	0.3450	0.0000
Market _{i,t}	-1.54%	25.01%	12.38%	19.57%	-47.49%
IND _{i,t}	0.5125	0.4999	1.0000	1.0000	0.0000

各變數之定義同表三

表五：上市非電子公司之變數敘述統計表(N=1, 245)

Variable	平均數	標準差	中間值	最大值	最小值
ABS_DA _{i,t}	0.0601	7.42%	0.0382	0.6561	0.0001
D ^{EFN} _{i,t-1}	0.7092	45.43%	1.0000	1.0000	0.0000
INHOLD _{i,t}	25.15%	14.33%	23.25%	82.60%	4.60%
PLE _{i,t}	13.28%	19.71%	1.61%	85.86%	0.00%
PB _{i,t-1}	1.3341	83.26%	1.0900	7.8500	0.3600
ROA _{i,t-1}	6.80%	5.22%	5.51%	34.43%	0.02%
ROA _{i,t}	5.94%	6.54%	5.12%	34.43%	-60.85%
OCF _{i,t}	0.0685	10.11%	0.0651	0.5851	-0.4490
SIZE _{i,t}	16.0127	127.83%	15.8599	20.0132	13.1832
DEV _{i,t}	43.70%	15.35%	45.29%	75.80%	9.36%
ABSDA _{i,t-1}	0.0549	0.0565	0.0372	0.3272	0.0000
Market _{i,t}	-1.33%	24.81%	12.38%	19.57%	-47.49%

各變數之定義同表三

表六：上市電子公司之變數敘述統計表(N=1, 309)

Variable	平均數	標準差	中間值	最大值	最小值
ABS_DA _{i,t}	0.0616	5.71%	0.0473	0.4672	0.0002
D ^{EFN} _{i,t-1}	0.7143	45.19%	1.0000	1.0000	0.0000
INHOLD _{i,t}	21.49%	12.56%	18.21%	80.28%	1.10%
PLE _{i,t}	7.42%	15.31%	0.00%	84.07%	0.00%
PB _{i,t-1}	2.1032	134.73%	1.7100	10.9600	0.3100
ROA _{i,t-1}	10.28%	7.33%	8.78%	50.05%	0.13%
ROA _{i,t}	8.40%	8.93%	7.82%	45.32%	-100.72%
OCF _{i,t}	0.1192	11.11%	0.1112	0.5988	-0.3983
SIZE _{i,t}	15.8655	137.30%	15.5866	20.5939	13.3091
DEV _{i,t}	40.82%	15.62%	41.40%	74.49%	9.30%
ABSDA _{i,t-1}	0.0640	0.0575	0.0485	0.3450	0.0002
Market _{i,t}	-1.74%	25.21%	12.38%	19.57%	-47.49%

各變數之定義同表三

第二節 複迴歸分析結果

本文探討可能影響裁決性應計項目的各種變數，並且針對各變數間進行多元

共線性的檢驗，採取多元共線性檢驗是為了防止變數間有高度相關之現象，若發現變數間存在共線性的問題，則必須刪除此變數，避免影響模型的解釋能力。此外針對殘差項之獨立性、常態性檢定。

一、相關係數(Pearson Product-Moment Correlation Coefficient)：

相關係數如表七所表達。一般而言，當兩個變數間相關係數值若大於正負 0.8 以上，表示有強烈的線性關係應避免置於同一迴歸式中，以避免迴歸結果產生誤差，本研究各變數，其相關係數值皆低於正負 0.8，故變數間無共線性的問題產生。



表七 迴歸模型變數之相關係數表

	ABSDA _{i,t}	ABSDA _{i,t-1}	DEV _{i,t}	OCF _{i,t}	SIZE _{i,t}	ROA _{i,t-1}	ROA _{i,t}	INHOLD _{i,t}	PLE _{i,t}	IND _{i,t}	D ^{EFN} _{i,t}	Market _{i,t}	PB _{i,t-1}
ABSDA _{i,t}	1.0000												
ABSDA _{i,t-1}	0.2464	1.0000											
DEV _{i,t}	0.1194	0.1180	1.0000										
OCF _{i,t}	-0.2090	-0.0434	-0.3298	1.0000									
SIZE _{i,t}	-0.0634	-0.0632	0.2863	0.0618	1.0000								
ROA _{t-1}	0.0744	0.1584	-0.3373	0.5282	-0.0056	1.0000							
ROA _{i,t-1}	0.1124	0.0762	-0.2881	0.5240	0.0130	0.6916	1.0000						
INHOLD _{i,t}	-0.0326	-0.0043	-0.0496	0.0909	-0.0837	0.0370	0.0843	1.0000					
PLE _{i,t}	-0.0564	-0.0875	0.1584	-0.0852	0.1906	-0.1708	-0.1291	-0.1026	1.0000				
IND _{i,t}	0.0114	0.0794	-0.0925	0.2318	-0.0553	0.2622	0.1549	-0.1350	-0.1644	1.0000			
D ^{EFN} _{i,t}	-0.0078	0.0445	0.1250	0.0203	0.0894	-0.0130	0.0288	-0.0911	-0.0258	0.0056	1.0000		
Market _{i,t}	-0.0007	0.0122	0.0110	0.0339	-0.0056	-0.0191	0.1727	0.0273	-0.0331	-0.0081	-0.0058	1.0000	
PB _{i,t-1}	0.1099	0.1787	-0.1622	0.4252	0.0079	0.7274	0.5461	0.0385	-0.1756	0.3231	-0.0044	-0.0317	1.0000

各變數之定義同表三

二、變異數膨脹係數：使用變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor ,VIF)檢驗是否存在共線性之問題。若 VIF 值超過 10 則表示變數間存在共線性的問題，由表八可觀察出各變數間均未存在共線性的問題。

表八 迴歸模型變數之變異數膨脹係數表

Variable	模型一	模型二	模型三
$PB_{i,t-1}$	1.9910	1.9910	1.9920
$ROA_{i,t}$	2.6480	2.6490	2.6480
$ROA_{i,t-1}$	2.0200	2.0210	2.0200
$OCF_{i,t}$	1.4420	1.4410	1.4480
$SIZE_{i,t}$	1.1200	1.1350	1.1160
$DEV_{i,t}$	1.3370	1.3390	1.3230
$ABSDA_{i,t-1}$	1.0910	1.0910	1.0920
$INHOLD_{i,t}$	1.0900	1.3010	1.0890
$PLE_{i,t}$	1.0860	1.0860	1.3230
$Market_{i,t}$	1.1320	1.1300	1.1290
$IND_{i,t}$	3.9600	2.3730	1.8440
$D_{i,t-1}^{EFN}$	1.7260	1.3450	1.2420

變數之定義同表三

三、殘差項檢定方面：採用 Durbin-Watson 統計量檢定殘差項之獨立性。一般而言，DW 值趨近 2 時表示無自身相關性存在，趨近於 0 時表示有正自我相關性，趨近於 4 則表示負自我相關性。DW 值如表十~表十三，檢定結果皆符合獨立性要求，發現無自我相關性。

另外，就殘差項的常態性及齊一性方面，觀察殘差項常態機率圖，其值皆落於正負 2 個標準差內，符合常態性假設，又觀察變數之殘差圖，殘差值的變異數散佈均勻，符合齊一性假設。

四、複迴歸模型結果分析

(一) 模型一以外部融資需求和高科技產業互動項為檢視指標，檢測高科技產業公司與盈餘管理的關係。自表十所列之實證分析結果發現，外部融資需求和高科技產業互動項和盈餘管理無顯著關聯。推論可能原因高科技產業子產業特性皆不相同，如：IC 設計產業著重新創產品的推出及知識人才的培育，資金的需求不若光電產業或半導體產業的龐大，若將不同子產業特性的樣本一同檢測，恐發生結

果互相混淆，呈不顯著情形；故進一步將全體樣本中的高科技產業依子產業類別做一分類，依TSE(台灣證券交易所)分類將高科技產業區分為八大子產業，計有半導體、光電業、通訊網路業、資訊服務業、電子通路業、電子零組件、電腦及週邊、其他，分別依上述八大子產業，檢視外部融資需求和盈餘管理是否有正相關性。

實證結果參照表十一，發現高科技產業當中光電產業和外部融資需求互動項和盈餘管理有顯著正向關聯。對照光電產業的特性，光電產業近年來被列入我國政府十大新興產業的重點輔導對象後，產業逐漸發展成熟，根據光電協進會(PIDA)公布2009年國內光電產業總產值達1兆7247億元，占全球市占率15%，其中光電元件和光電顯示器是成長率最高的兩大子產業，預估未來幾年整體光電產業仍可維持兩位數的成長率。而我國光電產業的地位，已從產品規格追隨者逐漸轉型為參與規格制定者，並且引領未來新規格方向。

光電產業競爭激烈，具資本、技術密集度高及規模經濟競爭的特性與趨勢，台灣廠商與世界大廠處於長期競賽的壓力下，企業如何在資源有限的情況下，取得資金及有效運用資金，成為企業未來致勝關鍵點之一。再則，談到光電產業中最具代表性的產業：液晶顯示器(TFT-LCD)對資金的需求更甚其他產業，台灣的面板廠商長期處在追趕韓商的地位，對次世代面板持續開發生產、設備不斷投資，目的就是以規模經濟降低成本的策略和韓國廠商做一競爭。韓國廠商在產業發展過展中，一直有國家長期的財力支援，反觀台灣的面板廠商必須自行自資本市場籌資或向金融機構融資貸款。據市場研究機構指出，面板廠以幾乎每十八個月建立新一代廠的速度進行次世代面板廠的投資，而每個次世代資金需求動輒數百億甚至上千億(第八代生產線預估需40億美金)，資金需求之龐大。面板廠對次世代產線投資，如何自資本市場取得資金、籌資工具的選擇，皆是面板廠商的一大考驗，表九彙總台灣主要面板廠2004~2010年資本支出狀況，合計每年約有1,500億至2,500億的資金需求，此外，TFT-LCD產業主要採規模經濟的低成本競爭策略，對生產線規模及生產規模(切割片數)的高要求，發現以台灣面板廠一、二名友達、奇美電為例，每年資本支出金額比例約占全部面板廠80%~90%，驗證「大者恆大」態勢，而華映、彩晶每年的資本支出金額相對友達、奇美電較為保守，也因為保守的擴廠策略，其經營績效相對較不出色。

表九 台灣主要面板廠 2004~2010 年資本支出狀況

單位：新台幣億元

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年(E)
友達	819	807	872	651	984	610	1,000
奇美電	613	650	1,258	1,035	1,075	477	600
群創	284	138	94	44	200	398	NA
華映	564	609	147	62	92	45	57
彩晶	354	141	89	38	40	15	60
合計	2,634	2,345	2,460	1,830	2,391	1,545	1,717

資料來源：股市觀測站、中時電子報、自行整理

註 1：2006 年友達合併廣輝電子，擴充產能規模

註 2：2010 年群創合併奇美電，以奇美電為存續公司

綜上所言，光電產業長期需要大額的資本投入，落入擴廠以提高產能規模及資金投入的長期追逐賽循環，公司通常會轉向外部單位尋求資金支援，在有外部融資需求情況下，外部單位以公司的年營收成長率及獲利能力做為審視的指標。此結果說明，光電產業公司在有外部融資需求因子下，管理當局面臨對外籌資的壓力，出具經營結果符合市場預期的財務報表，產生盈餘管理的誘因，以提高會計盈餘，故假說一成立。



表十：外部融資需求和高科技產業互動項為檢視指標之迴歸分析表

表十：全部樣本(N=2,554)					
變數	預期符號	係數	t值	p-value	
截距項	?	0.0783 ***	5.1282	0.0000	
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t}$	+	- 0.0013	- 0.2382	0.8118	
$D_{i,t-1}^{EFN}$	+	- 0.0033	- 0.8630	0.3882	
$IND_{i,t}$	+	0.0013	0.2786	0.7806	
$INHOLD_{i,t}$	+	- 0.0146	- 1.6088	0.1078	
$PLE_{i,t}$	+	- 0.0107	- 1.5175	0.1293	
$PB_{i,t-1}$	+	0.4453 **	2.9174	0.0036	
$ROA_{i,t}$	+	0.2117 ***	9.4222	0.0000	
$ROA_{i,t-1}$	+	0.0208	0.6412	0.5215	
$DEV_{i,t}$	+	0.0441 ***	4.8364	0.0000	
$OCF_{i,t}$	-	- 0.2058 ***	- 14.7601	0.0000	
$SIZE_{i,t}$	-	- 0.0030 **	- 3.0307	0.0025	
$ABSDA_{i,t-1}$	+	0.2047 ***	9.3485	0.0000	
$Market_{i,t}$?	- 0.0090 *	- 1.8179	0.0692	
Durbin-Watson stat		2.0022			
R^2		0.1730			
Adj. R^2		0.1687			

註：a.變數之定義同表三

b.***、**與*分別表示1%、5%及10%的顯著水準。

c. $IND_{i,t}$ ，其中i=1定義為電子業，i=0定義為其他產業

表十一：外部融資需求和光電產業互動項為檢視指標之迴歸分析表

表十一：全部樣本(N=2,554)					
變數	預期符號	係數	t值	p-value	
截距項	?	0.0805 ***	5.3449	0.0000	
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t}$	+	0.0187 *	1.6829	0.0925	
$D_{i,t-1}^{EFN}$	+	- 0.0051 *	- 1.8573	0.0634	
$IND_{i,t}$	+	- 0.0092	- 0.9425	0.3460	
$INHOLD_{i,t}$	+	- 0.0139	- 1.5541	0.1203	
$PLE_{i,t}$	+	- 0.0107	- 1.5304	0.1260	
$PB_{i,t-1}$	+	0.4186 **	2.7835	0.0054	
$ROA_{i,t}$	+	0.2146 ***	9.5569	0.0000	
$ROA_{i,t-1}$	+	0.0235	0.7268	0.4674	
$DEV_{i,t}$	+	0.0446 ***	4.9046	0.0000	
$OCF_{i,t}$	-	- 0.2066 ***	- 14.9723	0.0000	
$SIZE_{i,t}$	-	- 0.0030 **	- 3.1184	0.0018	
$ABSDA_{i,t-1}$	+	0.2040 ***	9.3234	0.0000	
$Market_{i,t}$?	- 0.0092 *	- 1.8590	0.0631	
Durbin-Watson stat		2.0038			
R^2		0.1742			
Adj. R^2		0.1700			

註：a.變數之定義同表三

b.***、**與*分別表示1%、5%及10%的顯著水準。

c. $IND_{i,t}$ ，其中*i*=1定義為光電業，*i*=0定義為其他產業

(二) 模型二以外部融資需求、高科技產業_光電產業和董監事持股比率互動項為檢視指標，檢測與盈餘管理的關係。自表十一得知外部融資需求與盈餘管理的相關性和光電產業呈正相關，故模型二及模型三只針對光電產業做檢測。實證結果發現外部融資需求和高科技產業_光電產業互動項和盈餘管理仍無顯著關聯性。觀察樣本值董監事持股比率最大值 80.28%，最小值 1.10%，董監事持股比率差異大，推論可能因董監事持股比率差異懸殊，造成結果呈不顯著情形。

表十二：外部融資需求、光電產業和董監事持股比率互動項之迴歸分析表

變數	預期符號	係數	t值	p-value
截距項	?	0.0805 ***	5.3412	0.0000
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t} * INHOLD_{i,t}$	+	0.0101	0.2128	0.8315
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t}$	+	0.0168	1.1964	0.2317
$D_{i,t-1}^{EFN}$	+	- 0.0051 *	- 1.8601	0.0630
$IND_{i,t}$	+	- 0.0092	- 0.9428	0.3459
$INHOLD_{i,t}$	+	- 0.0143	- 1.5668	0.1173
$PLE_{i,t}$	+	- 0.0108	- 1.5324	0.1255
$PB_{i,t-1}$	+	0.4182 **	2.7806	0.0055
$ROA_{i,t}$	+	0.2143 ***	9.5257	0.0000
$ROA_{i,t-1}$	+	0.0236	0.7282	0.4666
$DEV_{i,t}$	+	0.0446 ***	4.9020	0.0000
$OCF_{i,t}$	-	- 0.2066 ***	- 14.9707	0.0000
$SIZE_{i,t}$	-	- 0.0030 **	- 3.1049	0.0019
$ABSDA_{i,t-1}$	+	0.2041 ***	9.3241	0.0000
$Market_{i,t}$?	- 0.0092 *	- 1.8582	0.0633
Durbin-Watson stat		2.0042		
R^2		0.1743		
$Adj.R^2$		0.1697		

註：a.變數之定義同表三

b.***、**與*分別表示1%、5%及10%的顯著水準。

c. $IND_{i,t}$ ，其中*i*=1定義為光電業，*i*=0定義為其他產業

(三)模型三以外部融資需求、高科技產業_光電產業和董監事質押比率互動項為檢視指標，檢測與盈餘管理的關係。自表十三所列之實證分析結果發現，和盈餘管理呈現顯著正相關，假說三獲得支持。此結果說明，如模型一推論光電產業的特性，公司發展若屬高成長期且同時有外部融資需求，當董監事有股票質押行為，因為面臨股市波動的不確性，若公司發布不利前景的資訊或財務報表獲利資訊不如投資人預期，造成股價下跌，出現追討保證金的壓力，產生盈餘管理的誘因，故董監事股票質押比率愈高愈會操縱會計盈餘資訊。

表十三：外部融資需求、光電產業和董監事質押比率互動項之迴歸分析表

變數	預期符號	係數	t值	p-value
截距項	?	0.0831 ***	5.5013	0.0000
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t} * PLE_{i,t}$	+	0.0729 **	2.0703	0.0385
$D_{i,t-1}^{EFN} * IND_{i,t}$	+	0.0139	1.2307	0.2185
$D_{i,t-1}^{EFN}$	+	- 0.0051 *	- 1.8530	0.0640
$IND_{i,t}$	+	- 0.0094	- 0.9711	0.3316
$INHOLD_{i,t}$	+	- 0.0139	- 1.5487	0.1216
$PLE_{i,t}$	+	- 0.0132 *	- 1.8601	0.0630
$PB_{i,t-1}$	+	0.4258 **	2.8324	0.0047
$ROA_{i,t}$	+	0.2139 ***	9.5298	0.0000
$ROA_{i,t-1}$	+	0.0246	0.7608	0.4469
$DEV_{i,t}$	+	0.0448 ***	4.9262	0.0000
$OCF_{i,t}$	-	- 0.2073 ***	- 15.0269	0.0000
$SIZE_{i,t}$	-	- 0.0032 **	- 3.2701	0.0011
$ABSDA_{i,t-1}$	+	0.2032 ***	9.2918	0.0000
Market i,t	?	- 0.0090 *	- 1.8207	0.0688
Durbin-Watson stat		2.0036		
R^2		0.1756		
Adj. R^2		0.1711		

註：a.變數之定義同表三

b.***、**與*分別表示1%、5%及10%的顯著水準。

c. $IND_{i,t}$ ，其中 $i=1$ 定義為光電業， $i=0$ 定義為其他產業

(四) 控制變數和盈餘管理的相關性結果：

以公司治理面的董監事持股和質押比率對盈餘管理的影響性，結果皆呈現無顯著影響。推論可能的原因為董監事持股和質押比率的最高值、最低值差異大，加上標準差大，可能影響全部樣本的檢測結果。

以資產週轉率做為獲利指標，檢測其對盈餘管理之影響。結果顯示當期資產週轉率與盈餘管理呈顯著正相關；但前期資產週轉率與盈餘管理並無呈顯著正相關。公司規模與盈餘管理呈顯著負相關，根據政治成本理論發展而來的規模假設認為，大規模公司較受外界關注，故規模較大公司面臨的政治成本較高，致盈餘管理程度下降。

負債比率高者公司，基於契約動機，管理者為避免違反債務合約，越有誘因操縱損益，結果顯示和盈餘管理呈顯著正相關。前期裁決性應計項目和盈餘管理呈顯著正相關，即前期盈餘管理程度較大者，因提高獲利盈餘水準而造成本期營

運績效結果的壓力，故本期仍有持續操縱盈餘的行為。修正後 Jones 模型，認為營業現金流量較大的公司和盈餘管理呈負相關，本研究結果呈顯著負相關。

檢驗預期的股票報酬和盈餘管理程度的關連性，結果顯示股價淨值比和盈餘管理程度有顯著正向影響。市場上投資人對公司評價著眼於未來的成長性及獲利結果，大多依賴財務報表公布的營運結果，當市場上的期待值愈高，愈會影響盈餘管理行為。集中市場股價指報酬率和盈餘管理呈負相關性，顯示處在集中市場多頭或空頭環境下，與盈餘管理行為呈反向關係。



第五章 結論與建議

本研究針對實證研究的結果及分析做一綜合整理。第一節為本研究的結論，第二節為本研究之研究限制及建議的研究方向。

第一節 研究結論

盈餘管理議題一直是現代財務領域重要且有趣的主题，對財務報表使用者而言，企業盈餘品質為相當重要之資訊。然而，企業所處競爭激烈的環境及因環境因素衍生眾多的誘因，企業出具的財務報表是否可以如實的表達？本研究旨在探討高成長型公司面臨有外部融資需求因子時，管理階層是否受各項因素影響，而企圖透過某些方法或程序來操縱盈餘，以達財務報表美化目的。即探討企業的經營績效與盈餘管理的關連性，為強調盈餘管理之重要性，許多文獻試圖找出影響盈餘管理之關鍵性因素。期望藉由考慮這些因素後，能有效預防或避免盈餘管理之發生。

本文以台灣證券交易所上市公司為研究對象，研究期間為民國 93 年至民國 97 年，採用 Modified Jones Model 做為盈餘管理的衡量模型。首先，針對高科技產業，企圖檢驗高成長型公司當公司有外部融資需求時，其盈餘管理的程度。其次，就高成長型公司和董監持比率之互動項，檢驗和盈餘管理的相關性。最後，就高成長型公司和董監質押比率之互動項，檢驗和盈餘管理的相關性。實證結果發現如下：

一、高科技全部產業，處高長成期且面臨公司有外部融資需求時，其互動項和盈餘管理並無呈現顯著正相關。若進一步將高科技產業做一分類，檢視關連性。發現光電產業類別公司和盈餘管理活動呈正相關，代表光電產業別的管理當局有可能運用裁決性應計項目提高盈餘。追求成長係企業經營目標，光電產業的高度競爭環境，獲利波動性亦非常劇烈，為維持競爭優勢，各廠商每年投入巨額的資本支出，以擴廠提高產能降低成本或研發高新技術，做未來的競爭優勢。當公司的實際成長率超過可維持成長率情況，管理當局轉向外部單位取得資金以支應公司高成長期發展所需的資金；管理當局面臨擴產下資金需求的壓力，投資人通常使用財務報表制定投資決策，審視獲利盈餘水準是否與預期相符，普遍來說，投資人對成長型公司有較高的期望。因此，管理當局可能會運用裁決性應計項目提高盈餘，以達美化財務報表的目的，藉此提供市場參與者有利公司前景的資訊，以利向大眾募集資金或降低資金取得成本。

TFT-LCD 產業資本支出金額龐大，營收的成長幅度及變動性大，由表一可

知 LCD 產業因營業活動產生的淨營運資金無法支應每年的資本支出或營運成長，必需藉由資本市場及銀行融資來支持其產能與營運的擴充。目前面板廠多以高額融資應付擴廠資金需求，但融資總額已達到臨界點(銀行對單一企業無擔保及有擔保總額分別不得超過銀行淨值的 5%及 15%)，勢必轉向以權益融資為主，而近期面板廠以發行海外存託憑證(Global Depository Receipts, GDR)或歐洲可轉換公司債(Euro Convertible Bond, ECB)為主，面板廠以權益融資向投資人募集資金，募集資金的當下，募投資人最有興趣的問題，通常是面板廠的盈餘獲利金額，此時管理當局具有誘因出具符合投資人預期的經營結果及財務報表，以順利取得資金。上述論點驗證假說一的推論，成長型的公司在有外部融資需求情況下，和盈餘管理有顯著的正相關性。

二、在公司治理方面，以外部融資需求、高科技產業_光電產業和董監事持股比例互動項為檢視指標，檢測與盈餘管理的關係。實證分析結果發現，外部融資需求、光電產業和董監事持股比例互動項，和盈餘管理呈現未顯著正相關。觀察樣本值董監事持股比例最大值 80.28%，最小值 1.10%，董監事持股比例差異大，推論可能因董監事持股比例差異懸殊，造成結果呈不顯著情形。

三、在公司治理另一面，以外部融資需求、高科技產業_光電產業和董監事質押比率互動項為檢視指標，檢測與盈餘管理的關係。實證分析結果發現，和盈餘管理呈現顯著正相關。代表光電產業別管理當局有外部融資需求因子，若董監事質押比率愈高，愈有可能運用裁決性應計項目提高盈餘。

第二節 研究限制與建議

一、研究限制

本研究有以下的研究限制：

(一)財務資料限制

由於本研究僅侷限使用台灣證券交易所之的財務資料，並僅選取五年作為本研究的研究期間，因此可能造成檢定上的誤差。

(二)受省略變數的影響

整體經濟及產業環境的變動快速，由於資料取得不易及時間有限，本研究忽略其他盈餘管理的工具，可能造成無法反應目前及未來盈餘管理採用工具的趨勢。針對控制變數，限於研究時間或有未考慮周詳的變數，亦有可能造成研究的偏差。

二、研究建議

根據以上所述，本研究的分析發現與結論，由於本研究仍有一些研究限制，

因此後續研究者可以根據研究限制加以修正，進行進一步的研究。研究建議如下：

本研究結果估算裁決性應計數以 Modified Jones Model 計算，用以衡量盈餘管理，然而衡量盈餘管理程度，有很多學者提出不同的實證模型，後繼研究者可採用不同模型觀察結果。此外，後續研究者亦可以針對成長機會、經營風險與外部融資需求三個變數交互影響下對盈餘管理的影響性，擴大研究的範圍或深度。亦或者可加入景氣循環對盈餘管理的關連性，根據國內產業特性加以修正，進行研究。

研究樣本方面，本研究是以國內上市公司全產業為對象，概分為電子業與非電子業，後繼研究者可進一步探討此一現象是否會依產業別而有不同；年度方面，因本研究只取民國 93 至民國 97 年資料，可將樣本年度拉長，藉以觀察盈餘管理效果是否更加顯著，應可使本研究更完整，使結論更具說服力。



參考文獻

中文部分：

1. 李咨儀，2007，本益比與股價淨值比對會計資訊價值攸關性之影響：盈餘管理之觀點，國立中正大學會計與資訊科技所未出版碩士論文。
2. 林素吟、丁學勤，1999，資本結構的影響因素探討與實證研究，企銀季刊，第23卷第2期，139-154頁。
3. 林問一、楊和利、方滋聰，2004，會計師與承銷商對現金增資公司從事盈餘管理之影響，2004現代財務論壇學術研討會，台中，永豐棧麗緻酒店，逢甲大學財務金融學系。
4. 林欣儀，2005，公司成長機會、經營風險與盈餘管理之關連性研究，國立中興大學會計學研究所碩士論文。
5. 吳幸蓁，2001，總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究，國立中正大學會計學研究所未出版碩士論文。
6. 吳明儀，1997，管理當局股權結構與盈餘管理相關性之研究，國立中興大學會計學研究所未出版碩士論文。
7. 官心怡，1994，經理人員盈餘預測與盈餘操縱之關聯性，國立臺灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
8. 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。
9. 高蘭芬，2003，董監事股權質押之代理問題對會計資訊與公司績效之影響，國立成功大學會計學研究所博士論文
10. 高郁涵，2006，成長機會、內部人交易行為與盈餘管理之關連性，私立淡江大學會計學系碩士班未出版碩士論文
11. 陳心怡，2000，上市公司現金增資前盈餘管理與其後績效關聯性之研究，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文
12. 陳隆麒，1999，當代財務管理，華泰文化事業有限公司。
13. 陳慧美，2004，盈餘管理與財務特性、股票報酬關聯性之探討，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文
14. 陳曉蓉、陳儀娟，2007，獨立董監事制度與特性對於公司治理與公司績效之影響_以台灣上市公司為例，第八屆管理學域學術研討會，朝陽科技大學。
15. 郭淑芬，1996，董監事特性與盈餘操縱現象及盈餘品質之關聯性研究，國立中正大學會計學研究所未出版碩士論文
16. 郭啟聖，2008，財務預測與盈餘管理關係之再驗證，國立中興大學財務金融系所未出版碩士論文
17. 張智怡，2001，公司成長機會、高階經理人獎酬與盈餘管理之關聯性研究，國立政治大學會計學系未出版碩士論文
18. 張瓊文，2000，強制性財務預測與盈餘管理關聯性之研究-更新標準改變前

後之探討，國立台灣大學會計學研究所碩士論文

19. 張越翔，2006，企業風險因子與盈餘管理行為之關聯性實證研究，國立中興大學會計學研究所未出版碩士論文
20. 劉賢修，1994，應計項目操縱對盈餘反應係數之實證研究，國立臺灣大學會計學研究所未出版碩士論文
21. 薛健宏，2008，董監持股、盈餘平穩化與企業風險之關連性研究，會計評論，第 46 期，107-130 頁
22. 蘇莞婷，2004，控制股東的質押行為與公司績效，國立台灣大學財務金融學研究所財務金融學研究所碩士論文
23. 蘇郁雯，2006，資訊性盈餘管理與價值攸關性，私立輔仁大學會計學系碩士班未出版碩士論文

英文部分：

1. Balsam, S., J. Krishnan, and J. S. Yang. ,2003. Audit industry specialization and earnings quality. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* Vol.22 (2), 71-97.
2. Barth,M.E. ,J.A. Elliot, and M. W. Finn., 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research*, Vol.37 (2) ,387-413.
3. Barton, J., 2001. Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions? *The Accounting Review*, Vol.76, 1-26.
4. Bartov, E., 1992. The timing of asset sales and earnings manipulation . *The Accounting Review*, Vol.66, 840-855.
5. Beasley, M.S., 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. , *The Accounting Review* Vol. 71(4), 443-465.
6. Becker, C., M. Defond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam. ,1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* ,Vol.15,1-24.
7. Burgstahler, D., and I. Dichev. ,1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24 (1), 99-126.
8. Cahan ,1992. The Effect of Antitrust Investigation on Discretionary Accruals : A Refined Test of the Political Cost Hypothesis.*The Accounting Review*, Vol.67(1), 77-95.
9. Carlson, S. J. and C. T. Bathala. ,1997. Ownership differences and firm's income smoothing behavior. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.24(2), 181-195.
10. Chiou, J. (with D. Hsian and L. Kao), 2002. A Study on the Relationship between Financial Distress and Collateralized Shares. *Taiwan Accounting Review*,

Vol.3(3), 79-111.

11. Choi, S. K., and G. Salamon. 1994. External reporting and capital asset prices. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 3: 85-110.
12. Collins, J., Shackelford, D., Wahlen, J., 1995. The coordination of regulation capital, earnings, and taxes of banks. *Journal of Accounting Research* ,Vol.33, 263-292.
13. Collins,, W. A., and S. P. Kothari, 1989.An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, 143-182.
14. Davidson, S. D., C. Stickney, and R. Weil. ,1987. Accounting: The language of business,7th edition, Tomas Horton and Daughter.
15. Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. ,1995. Detecting earnings management. ,*The Accounting Review* ,Vol.70, 193-225.
16. Dechow P.M. R.G. Solan 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*, Vol.13(1), 1-36.
17. DeFond, M. L. and J. Jiambalvo., 1994. Debt violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*,Vol. 17, 145-176.
18. Degeorge, F. J. Patel, and R. Zeckhauser. ,1999. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, Vol.72(1),1-33.
19. Duke, Joanne C. and Herbert G. Hunt,1990. An Empirical examination of debt covenant restrictions and accounting-related debt proxies. *Journal of Accounting and Economics*,Vol.12, 45-63.
20. Fama, E. F., and M. C. Jensen. ,1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*,Vol. 26, 301-325.
21. Guidry, F, A. Leone and S. Rock, 1999. Earnings-based Bonus Plans and Earnings Management by Business-unit Managers. *Journal of Accounting and Economics* Vol.26, 113–142.
22. Healy, P., 1985.The Effects of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, 85-107.
23. Healy, P., and J, Wahlen. ,1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Vol.13, 365-383
24. Higgin, R. C., 1981.Sustainable Growth under Inflation. *Financial Management*, Autumn
25. Jensen, M. C. and W. H. Meckling.,1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.*Journal of Financial Economics*,Vol.3, 305-360.
26. Jensen, M., 2005. Agency costs of overvalued equity.*Financial Management*,

- Vol.34, 5-19.
27. Jones, Jennifer J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* ,Vol.29,193-228.
 28. Kao, L., J. -R. Chiou, and A. Chen., 2004. The agency problems, firm performance and monitoring mechanisms: The evidence from collateralised shares in Taiwan. *Corporate Governance* ,Vol.12 (3),389-402.
 29. Kasnik, R. ,1999. On the Association Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, Vol.37(1),57-81.
 30. Klapper L. F. and I. Love,2004. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging market. *Journal of Corporate Finance* ,Vol.10,703-728.
 31. King, R., G. Pownall, and G. Waymire. ,1990. Expectations adjustment vis timely management forecasts : review, synthesis, and suggestions for future research. *Journal of Accounting Literature*, Vol.9,145-182.
 32. Krishnan, G. V. ,2003. Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management? *Accounting Horizons*, Vol.17, 1-16.
 33. Lang, Larry, Ofek, Eli, Stulz, and R. M., 1996. Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, Vol.40(1),3-29.
 34. Lev, B., 1992. Information Disclosure Strategy. *California Management Review*, Vol.34, 9-32.
 35. McNichols, F., 2000. Research Design Issues in Earnings Management Studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.19,313-345.
 36. Myers, S., 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 147-175.
 37. Penman, S., 1980. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* ,Vol.18, 246-276
 38. Press, E. G. and J.B. Weintrop., 1990. Accounting -based Constraints Public and Private Debt Agreement: Their Association with Leverage and Impact on Accounting Choice. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, 65-95.
 39. Skinner, D.J., and R.G., Sloan, 2002. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies* ,Vol.7, 289-312.
 40. Teoh S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* ,6,p1935-1974.
 41. Teoh S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offering. *Journal of Finance Economics* ,Vol.50:63-99.
 42. Wang, Z., and T. H. Williams, 1994. Accounting Income Smoothing and

- Stockholder Wealth. *Journal of Applied Business Research*, Vol.10(3),96-104.
43. Warfield, T.D., Wild, J.J., and Wild, K.L. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, 61-91.
44. Watts, L. W. and J. L. Zimmerman.,1978. Towards a positive theory of the determination of standards. *Accounting Review*,Vol.53(1),112-134
45. Watts, R. L. and J. L. Zimmerman, 1986. *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall

