

特稿

# 公司治理结构对财务报告品质可靠性的影响\*

——从盈余门坎的角度分析

纪信义<sup>1</sup>, 曹寿民<sup>2</sup>

(1. 中兴大学 会计学系, 台湾 台中 40401; 2. 中央大学 企业管理学系, 台湾 桃园 32001)

**[摘要]** 研究重点在于探讨台湾上市公司治理结构是否会影响公司财务报告品质可靠性。由于台湾上市公司的核心代理问题主要来自控制股东与小股东之间的利益冲突。本文预期, 控制股东会通过盈余管理达到门坎。实证结果发现, 代理问题较严重的公司, 裁决性应计项目较大, 并会通过盈余管理跨越前期盈余门坎, 造成财务报告信息可靠性降低。相较于其他类型的控制股东, 具有家族色彩的控制股东较会通过盈余管理达到门坎, 并降低财务信息品质可靠性。

**[关键词]** 控制股东; 公司治理结构; 所有权结构; 盈余门坎

**[中图分类号]** F234.4 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2010)01-0003-15

## 一、引言

本文探讨台湾地区上市公司的公司治理结构对财务报告品质可靠性的影响。由于台湾地区的上市公司的代理问题迥异于英美等国家, 大多数上市公司的股权是集成的, 并且存有投票权与现金流量权偏离的现象<sup>[1]</sup>。本文采用文献中普遍使用的盈余门坎侦测模式来探讨最终控制股东股权结构对盈余管理的影响。首先, 本文将检验代理问题较严重的公司是否会操纵盈余来达到前期盈余门坎。其次, 本文欲了解控制股东的股权结构是否会影响盈余管理。再次, 本文检测两期间股权结构变动是否会影响裁决性应计项目的使用。最后, 本文检测控制股东身份具有家族色彩时, 是否较会进行盈余管理以达到门坎。

Jensen 和 Meckling 认为企业在股权分散的经营环境下, 代理问题来自于委托人与代理人之间的权益冲突<sup>[2]</sup>。但是近年来许多相关文献指出, 大部分国家的公司股权并非是分散的, 最大控制股东仍握有公司的经营权。Porta 调查了 27 个国家大型上市公司, 公司所有权结构亦有集中的现象, 并且大部分都存在最终控制股东<sup>[3]</sup>。Claessens 探讨东亚 9 国上市公司所有权结构, 发现有超过 2/3 以上公司为控制股东所掌握, 因此经营权与所有权并未分离<sup>[4]</sup>。此外, Porta 发现许多上市公司的控制股东通过金字塔结构、交叉持股与家族控制等方式来达成对上市公司的控制, 而造成投票权与现金流量请求权偏离的现象<sup>[3]</sup>。

投票权与现金流量权所造成的偏离, 让控制股东得以低成本享有高投票权, 借以分散其自身应承

**[收稿日期]** 2009-08-23

**[作者简介]** 纪信义, 男, 台湾中兴大学会计学系教授, 博士, 从事财务会计、审计学研究; 曹寿民, 男, 台湾中央大学企业管理学系副教授, 博士, 从事财务会计、财务管理研究。

\* 感谢台湾“国科会”计划财务的支持, 同时亦感谢 2008 年会计理论与实务研讨会研讨者提出的宝贵意见。

担的营运风险。另外,当公司经营不善或发生财务危机时,控制股东不需要对公司资金提供者承担全部责任,仅就其所有权承担有限责任,并将剩余损失留给小股东和债权人。由于此种投票权与现金流量权的偏离,代理问题将由股东与管理者之间移转至控制股东与小股东之间。

盈余管理的目的在改变公司的财务报告以致误导投资人或影响公司契约的结果<sup>[5]</sup>。因此,当控制股东与小股东之间存有利益冲突时,控制股东可能为了自利动机而剥削小股东利益。并且,控制股东不仅具有控制公司经营能力,同时也能控制公司财务报告政策;因为控制股东可能为了隐藏剥削小股东所带来的利益或是隐藏剥削事实,以避免外部股东采取反制措施而操控财务报告内容。例如,控制股东可能通过财务报告的操纵高估盈余或是隐藏对公司不利的消息;或者当公司业绩较好时,控制股东可能通过会计方法的选择低估盈余以进行损益的平稳化。因此,最终控制股东股权结构会影响公司盈余管理行为。

本文旨在探讨最终控制股东股权结构所衍生的代理问题是否会影响公司进行盈余管理达到门坎。由于台湾上市公司的核心代理问题来自于控制股东与小股东间的利益冲突,因此本文预期,当控制股东投票权与现金流量权偏离越严重时,代理问题越大,因为控制股东有较大的诱因通过盈余管理来达到门坎。同时,当控制股东投票权越大,由于其较能控制公司的财务报告政策,公司盈余管理能力越强。

McNichols<sup>[6]</sup>指出,目前文献检测盈余管理方法主要有三大类,一类是通过盈余次数分配检测公司盈余管理行为<sup>[7]</sup>及 Degeorge<sup>[8]</sup>通过盈余之次数分配情况来检测公司是否会通过盈余管理将盈余操纵至门坎附近,若在特定门坎附近,其图形呈现显著不连续状态,则证实公司会从事盈余管理来达到门坎标准。此外,大多文献使用裁决性应计项目衡量公司盈余管理<sup>[9,10,11,12,13,14]</sup>。亦有文献使用特殊应计项目衡量盈余管理,此类模型主要适用于某些特殊行业(如银行、保险业等),以特殊应计项目观察盈余管理的行为。本文采用目前学界普遍检测盈余管理的方法。首先,本文使用次数分配图检测样本公司盈余分配形态,探讨代理问题较严重的公司在前期盈余门坎附近是否有不连续情况。其次,本文再以回归分析探讨最终控制股东股权结构与盈余管理

的关联性。最后,本文检测前后两期控制股东股权结构变动与裁决性应计项目变动的关联性。本文将通过上述不同验证方法,加强实证结果的稳固性。

实证结果发现,控制股东控制权与现金流量权偏离较大的公司其操纵过后的盈余在前期盈余门坎附近呈现不连续状态,在紧邻门坎标准右(左)边频率相对较高(低),表示这些公司会通过盈余管理跨越前期盈余门坎。而代理问题较严重的公司,裁决性应计项目较大,并且两期股权结构变动与两期裁决性应计项目变动具有正向关系。此外,具有家族色彩的控制股东,相较其他身份的控制股东,裁决性应计项目较大。

本文主要贡献为:(1)许多研究公司治理与盈余管理的文献<sup>①</sup>,多在探讨董事会的组成结构与公司盈余管理间的关联性。由于台湾特有的股权形态,上市公司的代理问题并非存在于董事会与经理人之间,主要来自最终控制股东与小股东间的利益冲突。本文从大小股东利益冲突角度,探讨代理问题对盈余管理的影响,研究所获得的结论应较符合台湾地区的情况。(2)本文研究结果显示,控制股东代理问题较大的公司会从事盈余管理行为。为了保障投资人利益,主管机关应针对公司最终控制者可能采取剥削其他小股东的交易安排或手段,制定相关配套措施,以维护小股东权益。(3)公司控制股东具有家族身份是台湾地区上市公司的常态<sup>[15]</sup>,由家族成员担任公司负责人或管理阶层的情形相当普遍,加上企业董事的独立性不足以及“公司法”未限制同一法人不得指派不同代表分别当选为董事,造成董事职权由同一法人行使。本文实证结果亦指出,控制股东成员担任公司董事占全体董事比率越高的公司,会通过盈余管理剥削小股东利益,因此本文结论对相关政府单位具有政策建议。

本文后续架构如下:第二部分为文献探讨;第三部分为研究假说;第四部分为研究方法;第五和第六部分为实证结果与分析;第七部分为结论。

## 二、文献综述

Jensen 和 Meckling 认为企业在股权分散的经营环境下,代理问题来自委托人与代理人之间的利益冲突<sup>[2]</sup>。许多研究探讨存在于经理人与股东间的代理问题是否会影响公司盈余管理行为。股权分散的

①例如,叶银华等、张瑞荣、林柏全、叶银华等<sup>[42,40,38,41]</sup>。

公司会通过奖励契约设计解决经理人与股东间的代理问题。当经理人的奖励较依赖奖励契约时, 经理人为了最大化自己的利益, 便操纵公司盈余以达到奖励契约标准。例如, Healy、Gaver、Holthausen 的研究亦发现, 当公司存有红利计划时, 经理人有较大的诱因进行盈余管理<sup>[5,16,17]</sup>。另外, 经理人的持股比率亦会影响其盈余管理行为。Warfield 的研究指出股权结构与盈余管理的关系。当经理人持股比率越高时, 经理人与股东间的利益冲突越小。由于公司不需要通过奖励契约的设计来缓和经理人与股东间的利益冲突, 此时, 经理人较没有动机进行盈余管理<sup>[18]</sup>。

对于股权分散的公司, 董事会的监督机制可以缓和经理人与股东间的代理问题。因此, 董事会的监督机制越强, 公司的代理问题越小。许多研究发现, 公司监理机制会影响公司的盈余管理行为。Klein、Xie 研究董事会与审计委员会的独立性对盈余管理的影响<sup>[19-20]</sup><sup>①</sup>。Bowen 发现当公司治理品质较差时, 公司会从事较积极与投机性质的会计选择<sup>[21]</sup>。

此外, 郭淑芬的研究结果发现, 董监事之持股比例越高, 则公司盈余操纵程度越深<sup>[22]</sup>。谢文馨指出, 台湾上市公司中家族企业的比例高达 83.25%, 并发现相较于非家族企业, 家族企业较会通过关系人交易进行盈余管理<sup>[23]</sup>。陈家慧的实证结果指出, 董事会规模越大, 公司的盈余管理程度越高; 最大家族成员董事持股比例越高, 公司盈余管理程度越高<sup>[24]</sup>。

综合前述国内外的研究结果显示, 当经理人持股比率增加、董事会的监督功能较强时, 公司较不会进行盈余管理。台湾地区上市公司的代理问题与美国不同, 美国公司多为股权分散, 代理问题来自股东与经理人间; 台湾地区上市公司多为股权集中, 代理问题多来自于最终控制股东与小股东间。本文首次从大小股东利益冲突的角度, 探讨代理问题与盈余管理的关联性, 以有助于补充目前学术界文献的不足。

### 三、研究假说

公司代理问题的本质与其股权形态有关。美英等国家股权是分散的, 代理问题来自委托人与代理

人的权益冲突<sup>[2]</sup>。然而, 随着公司股权集中度的提高, 控制股东同时握有公司经营权与所有权, 代理问题主要来自控制股东与小股东间的利益冲突<sup>[25]</sup>。迥异于美英等国家, 台湾地区上市公司的核心代理问题来自控制股东与小股东间的利益冲突。即当控制股东握有的投票权能够有效地控制一家公司时, 则有可能尝试剥小股东的利益<sup>②</sup>。

台湾地区上市公司的股权不仅集中于控制股东, 许多上市公司的控制股东通过金字塔结构、交叉持股与家族控制等方式, 来达成对上市公司的控制, 而且造成其投票权与现金流量需求偏离的现象<sup>[4,15,26,27]</sup>。投票权与现金流量权的偏离导致控制股东有更强的诱因剥小股东利益。因为股权结构的偏离, 让控制股东得以低成本享有高投票权, 借以分散其自身应承担的营运风险。另外, 当公司经营不善或发生财务危机时, 控制股东不需要对公司资金提供者承担全部的责任, 仅就其所有权承担有限责任, 并将剩余损失留给小股东和债权人。

盈余管理的目的在于改变公司的财务报告结果, 以误导投资人或影响公司契约的结果。控制股东不仅具有控制公司经营的能力, 同时也控制了公司的财务报告政策。为了隐藏剥小股东所可能带来的利益或是隐藏剥的事实, 以避免外部股东采取反制措施, 控制股东可能会操控财务报告的内容。本文预期, 当控制股东拥有公司的投票权时, 控制股东不但能有效地控制公司的营运, 也能够控制公司的会计信息及报告政策。因此, 当控制股东所拥有的投票权越大或现金流量权占投票权比率越偏离时, 其进行盈余管理的可能性越大。

除了控制股东的投票权与股权偏离程度为代理问题重要指针外, 许多台湾公司的控制股东会成立投资公司, 持有上市公司股权, 而该公司若当选董事时, 可选定自然人来担任法人代表, 进而增加了控制股东的董事席次<sup>[15]</sup>。因此, 通过成立控股公司来持有上市公司股权的方式, 可以增加控制股东控制董事会的力量。故本文认为, 控制股东所拥有的董事席次越多, 控制股东就越有能力不愿意揭露太多信息或揭露不精确信息给外部人。根据以上推理, 本文建立的假说为:

<sup>①</sup>Klein、Xie 均发现审计委员会与董事会的独立性和异常应计项目呈负向关系<sup>[19-20]</sup>。Dechow、Beasley 亦指出当公司董事会代理问题较严重时, 该公司的盈余管理较差<sup>[9,44]</sup>。

<sup>②</sup>Fan 和 Wong 指出关系人交易在东亚地区很严重<sup>[1]</sup>。叶银华等亦指出公司会将其拥有的关系企业的股票低价移转给关系人或关系人会将持有的土地以高价转卖给公司, 造成公司资金流向控制股东的情形<sup>[41]</sup>。此外, 叶银华研究亦显示, 当公司控制股东的现金流量权占投票权比率较小时, 其关系人交易较严重<sup>[42]</sup>。

H1:最终控制股东与小股东间的代理问题越严重,公司越会从事盈余管理以达到门坎。

H1a:控制股东控制权越大,公司越会从事盈余管理以达到门坎。

H1b:控制股东现金流量权占投票权比率偏离幅度越大,公司越会从事盈余管理以达到门坎。

H1c:控制股东成员担任董事席次占公司全体董事席次比率越高,公司越会从事盈余管理以达到门坎。

接着,本文拟探讨最终控制股东的控制形态对盈余管理的影响。本文将最终控制股东身份分成家族或个人、政府、金融机构、股权分散及其他形态等五类<sup>①</sup>。台湾地区上市公司多由家族控制<sup>②</sup>,然而家族控制的公司对于小股东的侵害程度较大<sup>[1,15]</sup>。证券基金会的公司治理年度报告指出,台湾家族企业色彩浓厚,由家族成员担任公司负责人或管理阶层的情形相当普遍,加上企业董事的独立性不足以及“公司法”未限制同一法人不得指派不同代表分别当选为董事,造成董事职权由同一法人行使<sup>[36]</sup>。这些特性虽使得管理阶层在公司内的权威更加集中,有助于贯彻命令的执行,但却容易造成负责人独裁,并且出现危害一般小股东的情形。谢文馨、陈家慧的研究亦显示,为家族所控制的上市公司较会进行盈余管理<sup>[23-24]</sup>。因此,本文认为最终控制股东的身份为家族公司的,较有可能通过盈余管理以达到门坎。本文建立的假说为:

H2:当最终控制股东身份为家族公司时,公司越会进行盈余管理以达到门坎。

## 四、研究方法

### (一) 研究设计

本文使用三种方式探讨控制股东股权结构对盈余管理的影响。首先,在盈余变动的门坎分析方面,本文依照投票权与现金流量权的偏离程度将公司分为有偏离以及没有偏离两组,本文预期没有偏离的公司盈余次数分配将较为平滑,而有偏离的公司其盈余

次数分配在门坎附近呈现不连续状态。其次,本文使用 Probit 模式,检测代理问题较严重的公司,在紧邻门坎右边的概率是否相对较高,是否有较大诱因从事盈余管理进入门坎标准。最后,本文使用裁决性应计项目作为盈余管理替代变量,再以回归模式检测控制股东股权结构变量对盈余管理的影响。

### 1. 盈余小额变动的单变量分析

Burgstahler 和 Dichev 研究发现,公司会进行盈余管理以超越前期盈余以及避免盈余出现损失<sup>[7]</sup>。因此,公司报告的盈余有两个无形的门坎,前期盈余以及避免盈余报告出现损失。本文参考 Burgstahler 和 Dichev<sup>[7]</sup> 及 Beatty<sup>[28]</sup> 做法,以前期盈余为门坎<sup>③</sup>,以当期盈余减除前期盈余,再以前期期初总资产平减,进而算出两期盈余的变动率( $\Delta ROA$ )。同时本文也依据现金流量权对投票权(CV)是否有偏离,将样本划分成两群,若股权结构会影响公司盈余管理行为,本文预期有偏离的公司( $CV < 1$ )在门坎附近<sup>④</sup>的分配会呈现不连续状态,没有偏离的公司( $CV = 1$ )在门坎附近的分配较为平滑<sup>⑤</sup>。为了检测在门坎附近是否呈现不连续状态,本文再通过 Z 值检测紧邻门坎<sup>⑥</sup>左右两组 ROA 的次数分配是否显著异于 0<sup>⑦</sup>。Z 值为:

$$Z_i = \frac{Tq_i - Sq_i}{STD_i} \quad (1)$$

$Tq_i$  为第  $i$  组实际公司数目; $Sq_i$  为第  $i$  组预期应有的公司数目,是前一组( $i-1$ )的实际公司数目与后一组( $i+1$ )的实际公司数目的平均数,其公式如下所示:

$$Sq_i = \frac{Tq_{i-1} + Tq_{i+1}}{2} \quad (2)$$

$Tq_{i-1}$  为第  $i-1$  组实际公司数目; $Tq_{i+1}$  为第  $i+1$  组实际公司数目; $STD_i$  为第  $i$  组实际公司数目的估计标准差,其公式如下所示:

$$STD_i = \sqrt{Np_i(1-p_i) + \frac{1}{4}N(p_{i-1} + p_{i+1})(1-p_{i-1} - p_{i+1})} \quad (3)$$

$N$  为全体样本数目; $p_i$  为第  $i$  组公司的实际百分比,亦即  $Tq_i/N$ ;  $p_{i-1}$  为第  $i-1$  组公司的实际百分比,

①Porta 调查了 27 个成熟国家的大型上市公司,所有权结构有显著集中的趋势,而且样本中有 68.59% 的公司存在控制股东,尤其以家族控股最为普遍<sup>[3]</sup>。

②Claessens 研究指出东亚国家的公司其治理特色为股权高度集中在一些家族手中<sup>[4]</sup>。Yeh 更进一步指出在台湾证交所(TSE)上市的公司,有 78% 的公司是由家族集团所控制,而这些家族所控制的公司中,有 57.6% 的公司家族拥有过半的董事席次<sup>[15]</sup>。

③本文亦以当期盈余是否大于 0 当作门坎进行敏感度分析,不影响本文的研究结果,故后续的研究本文以前期盈余为门坎进行分析。

④ $\Delta ROA$  为本期盈余减去年盈余再除以期初的总资产。

⑤根据 Silverman<sup>[61]</sup> 与 Scott<sup>[60]</sup>, 本文将组距设定为  $2(IQR)N^{-1/3}$ , 其中 IQR 为盈余变动的四分位距,  $N$  为样本公司个数。

⑥此处的门坎为去年度的盈余,对于操纵前  $\Delta ROA$  略小于 0 的公司,应会通过盈余管理将操纵后的  $\Delta ROA$  略大于 0。

⑦为求实证结果的稳固性,本文亦将门坎左边两组及右边两组样本,分别合并左右两边各为一组样本公司进行分析。

亦即  $Tq_{i-1}/N; p_{i+1}$  为第  $i+1$  组公司的实际百分比, 亦即  $Tq_{i+1}/N$ 。

本文预期, 有偏离的公司会从事盈余管理达到前期盈余门坎,  $\Delta ROA$  略小于 0 的公司会通过盈余管理进入门坎, 因此紧临门坎左边组别的公司实际数会低于预期数,  $Z$  值应为显著负值; 而  $\Delta ROA$  略大于 0 组别的公司实际数会高于预期数,  $Z$  值应为显著正数。

## 2. 盈余小额变动的 Probit 分析

本文以 Probit 回归式来检验有偏离且紧邻门坎左右两边的各一个组别的公司<sup>①</sup>, 是否会借由盈余管理来进入门坎右边<sup>②</sup>。回归式为:

$$D_{\text{roa}} = \alpha_0 + \sum \beta_{1i} CG_i + \beta_2 LEV + \beta_3 MB + \beta_4 SIZE + \beta_5 D_{\text{capital}} + \sum Y + \sum I + \varepsilon \quad (4)$$

其中,  $D_{\text{roa}}$  为一虚拟变数;  $\Delta ROA$  为紧邻门坎右边第一个组别的公司, 其值为 1;  $\Delta ROA$  为紧邻门坎左边第一个组别的公司, 其值为 0。

就公司股权结构变量 (CG) 而言, 本文使用最终控制股东的投票权 (VOTE) 与盈余分配权的偏离幅度 (CV) 衡量控制股东所导致的代理问题。因此, 投票权较大、董事席次的比率较高, 或投票权与盈余分配权偏离越大时, 操纵盈余的动机越强<sup>[1]</sup>。另外, 本文亦参酌最终控制股东参与公司经营的情况, 分别计算最终控制股东成员持有董事的席次, 并同时计算董事席次加总后占公司全体董事席次比率 (BOARD)。本文认为最终控制股东成员担任董事越多时, 会有更大动机进行盈余管理以达到门坎<sup>③</sup>。最后, 若最终控制股东具有家族色彩身份, 对于小股东财富侵害的程度相较于其他身份 (政府、金融机构、股权分散及其他形态) 的公司更为严重, 因此本文建立一虚拟变量, 当控制股东身份为家族企业时, 则令 FAM 为 1, 若为其他身份的控制股东, 则令 FAM 为 0。

控制股东投票权 (VOTE) 为最终控制者的直接持股率加上间接持股率之和, 而盈余分配权 (CASH) 即最终控制者的直接盈余分配权加上各控制权之间持股率乘积之和; BOARD 为控制股东掌握董事席次占有所有董事席次的比率; 投票权与盈余分配权的偏离幅度 (CV) 为控制股东投票权与盈余分配权的

差额。

本文预期, 代理问题越严重的公司, 越会通过盈余管理进入前期盈余门坎。本文预期控制股东投票权 (EV) 较大的公司较有能力从事盈余操纵以进入门坎, 因此  $\beta_{11} > 0$ 。当控制股东现金流量权占投票权比率 (CV) 越小时, 亦即偏离程度越大的公司, 由于花费较少资金即可取得较高的投票权, 促使控制股东有诱因去达到门坎要求, 本文预期  $\beta_{12} < 0$ 。此外, 控制股东成员担任董事比率 (BOARD) 越高, 介入公司经营及架空公司内部监督力的可能性越高, 则越有可能进行盈余操纵以进入门坎盈余标准, 因此本文预期  $\beta_{13} > 0$ 。最后, 若控制股东身份属于家族企业 (FAM), 则对小股东财富侵害的程度相较于其他身份 (政府、金融机构、股权分散及其他形态) 的公司更为严重, 因此在紧邻门坎右边的概率相对较大, 故本文预期  $\beta_{14} > 0$ 。

至于控制变量方面, Minton 和 Schrand 主张, 负债比率高的公司较可能使用应计项目稳定盈余, 避免盈余不佳而违反贷款契约<sup>[29]</sup>。然而, DeFond 和 Jiambalvo 亦主张, 公司会使用裁决性应计项目去避免违反贷款契约<sup>[30]</sup>。本文将以长期负债对总资产比例来衡量财务杠杆 (LEV), 本文预期 LEV 系数应大于 0。接着, 由于市场对成长公司负盈余的处罚更严厉<sup>[31]</sup>, 且盈余不稳定会增加成长型公司的风险<sup>[32]</sup>, 不利于新计划资金的筹措<sup>[29]</sup>, 致使成长型公司有动机使用裁决性会计达到绩效基准及稳定盈余。因此, 本文将市值除以账面价值来衡量公司成长机会 (MB), 并且本文预期 MB 系数应大于 0。

接着, 大公司面对来自分析师<sup>[33]</sup> 及一般资本市场压力<sup>[34]</sup>, 为了报告稳定的盈余, 会使用更多的应计项目。因此, 本文将以销售取自然对数来衡量公司规模 (SIZE)。规模越大的公司, 就越有强烈的动机从事损益平稳化。本文预期公司规模 (SIZE) 系数应大于 0。Frankel 认为频繁地进入资本市场使经理人有动机去操纵盈余以影响投资人的看法并降低筹措资金成本<sup>[6]</sup>, 因此本文引用 Frankel 做法建立一筹措资金的虚拟变量, 当自由现金流量小于 -0.5 时, 其值为 1, 否则为 0。亦即 Dcapital 为 1 时, 代表公司在无任何外部融资下, 2 年内将无法经由流动资产来满

①本文亦以紧临门坎左右两边第一组及第三组的公司作测试也得到相同的结果。

②Beatty 亦针对为紧邻门坎左右两边的组别样本进行检测, 实证结果发现公开银行相较私有银行, 较会从事盈余管理进而达到门坎<sup>[28]</sup>。

③叶银华等研究指出, 当公司控制股东成员担任董事比率越高时, 越可能会进行关系人交易<sup>[42]</sup>。

④同一家族成员所共同持有的投票权比例达到 10% 以上, 亦即符合本文控制股东的定义。本文家族成员, 是以符合证交法规定的有关内部人的定义, 属于二亲等以内的亲属者, 视为家族的成员。

足其现金流量需求。因此,公司会借由外部融资应付其资金需求。本文预期,自由现金流量小于-0.5的公司较会进行盈余管理, Dcapital 系数应大于0。最后本模式也控制了年(Y)与产业(I)的效果。

### 3. 股权结构与裁决性应计项目

本文使用下列回归模式来检测公司治理结构对盈余管理的影响:

$$|DA| = \alpha_0 + \sum \beta_{1i} CG_i + \beta_2 LEV + \beta_3 MB + \beta_4 SIZE + \beta_5 D_{CAPITAL} + \sum Y + \sum I + \varepsilon \quad (5)$$

由于公司对盈余的操控可正可负,因此,本文将裁决性应计项目取绝对值(|DA|)<sup>①</sup>。本文采用 Modified Jones model 来估计盈余管理的替代变量。本文依行业分别使用横断面估计方式,逐年估计选择样公司的裁决性应计项目。估计方程式为<sup>②</sup>:

$$\frac{TA_{it}}{A_{i-1}} = \alpha_j \frac{1}{A_{i-1}} + \beta_j \frac{(\Delta REV_{it})}{A_{i-1}} + \gamma_j \frac{PPE_{it}}{A_{i-1}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

首先以同一行业全部上市公司为估计样本,用最小平方方法估计每年各行业的  $\alpha_j, \beta_j, \gamma_j$ , 再将样本公司的数据代入(6)式,即可求得裁决性应计项目。

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{i-1}} - \left[ \hat{\alpha}_j \frac{1}{A_{i-1}} + \hat{\beta}_j \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{A_{i-1}} + \hat{\gamma}_j \frac{PPE_{it}}{A_{i-1}} \right] \quad (7)$$

$A_{i-1}$ 为*i*公司第*t*期期初总资产; $DA_{it}$ 为经  $A_{i-1}$ 平减的裁决性应计项; $TA_{it}$ <sup>③</sup>为总应计项; $\Delta REV_{it}$ 为收入变动额; $\Delta AR_{it}$ 为应收账款变动额; $PPE_{it}$ 为财产、厂房和设备总额;*j*为产业指标。

Xia 和 Chen 认为大股东因为想拥有公司决策投票权,导致持股比例越高,越有可能掠夺公司之财富<sup>[35]</sup>。Fan 和 Wong 认为投票权可衡量公司盈余管理的能力<sup>[1]</sup>,因此, $\beta_{11} > 0$ 。控制股东现金流量权占投票权比率(CV)偏离程度较大的公司,代理问题较严重,控制股东较有诱因进行盈余管理,故本文预期  $\beta_{12} < 0$ 。此外,控制股东成员担任董事占公司全体董事比率(BOARD)高,公司业务执行与监督容易受到

操纵,公司较会进行盈余管理,因此本文预期  $\beta_{13} > 0$ 。接着,若控制股东身份属于家族企业(FAM),则对于小股东财富侵害的程度相对于其他身份(政府、金融机构、股权分散及其他形态)公司更为严重,因此本文预期  $\beta_{14} > 0$ 。至于控制变量对盈余管理的影响已如前述。最后本模式也控制了年(Y)与产业(I)的效果。

### 4. 控制股东股权结构变动与盈余管理变动的分析

首先,本文将控制股东股权结构两期变动数区分为增加和减少两群<sup>④</sup>,再检测股权结构变动增加(减少)的样本,裁决性应计项目是否也会跟着变动<sup>⑤</sup>。其次,本文亦使用多变量回归模式,探讨控制股东股权结构变动是否会影响到裁决性应计项的变动<sup>⑥</sup>。回归模式如下:

$$\Delta |DA| = \alpha_0 + \sum \beta_{1i} \Delta CG_i + \varepsilon \quad (8)$$

$\Delta |DA|$ 为裁决性应计项变动,以当年度裁决性应计项绝对值扣除前一年裁决性应计项绝对值; $\Delta CG$ 变数分别为: $\Delta EV$ 为投票权变动,以当年度最终控制者的投票权扣除其前一年投票权; $\Delta CV$ 为现金流量权与投票权偏离程度变动,以当年度 CV 扣除其前一年 CV; $\Delta BOARD$ 为董事比率变动,以当年度控制股东担任董事比率扣除前一年比率。

本文预期控制股东投票权增加或与现金流量权偏离幅度程度加大或成员担任董事的比率增加时,裁决性应计项目会跟着增加,因此  $\beta_{11} > 0, \beta_{12} < 0, \beta_{13} > 0$ 。

#### (二) 样本选取与数据来源

本文以1998年—2005年台湾地区上市公司为研究对象,控制股东股权结构的数据库取自“台湾经济新报社公司治理”模块。上述投票权(VOTE)与盈余分配权(CASH)以及董事会持股比例数据来自台湾经济新报社公司治理数据库中的“上市柜控制持股与董监结构明细”,该数据库用 Porta 的做法建构控制股东及相关持股数据。相关财务变量数据取自台湾经济新报社数据库(TEJ)。排除掉的样本包括:

①Klein, Warfield, Becker, Bartov 等亦使用相同方法<sup>[19,18,45,43]</sup>。

②本文总应计项目(TA)之衡量方式系采用 Hansen 和 Noe<sup>[50]</sup>及 Chen 和 Cheng<sup>[47]</sup>等方法,以净利或非项目前净利与营业活动现金流量的差额衡量总应计项目,因为使用资产负债表法估计应计项目会产生重大的衡量误差,因而建议使用现金流量法,本文亦采用之。

③总应计项目(TA)的衡量方式有两种,最早文献使用下列模式<sup>[5,53,9,10]</sup>:  $TA = CA - CL - CASH + STDEBT - DEPTN$ ,其中 CA 为流动资产,CL 为流动负债,CASH 为现金及约当现金,STDEBT 为长期负债一年内到期部分,DEPTN 为折旧与摊销费用,代表变动数;后来的文献则以净利或非项目前净利与营业活动现金流量的差额衡量总应计项目<sup>[50,47]</sup>:  $TA = NI - OCF$  或  $TA = IBEI - OCF$ ,本文采用第二种作法。

④控制股东股权结构变动数分别是投票权变动率( $\Delta EV$ )、现金流量权与投票权变动率( $\Delta CV$ )及控制股东担任董事变动率( $\Delta BOARD$ )。

⑤本文使用平均数及中位数检定,盈余管理变动是否具有显著的差异。

⑥Klein 研究结果显示,董事会或审计委员会的独立性降低时,盈余管理的幅度会大幅增加<sup>[19]</sup>。

表1 变量叙述统计分析(N=1710)

变量名称	Mean	Std.	1Q	2Q	3Q
EV	0.209	0.142	0.100	0.177	0.293
CV	0.716	0.387	0.299	0.896	1.000
BOARD	0.390	0.283	0.200	0.333	0.571
FAM	0.631	0.482	0.000	1.000	1.000
DA	0.075	0.106	0.005	0.051	0.314
LEV	0.118	0.102	0.018	0.097	0.184
SIZE	7.039	0.5575	5.9081	6.951	9.424
MB	6.102	11.357	1.002	3.967	8.224
D <sub>capital</sub>	0.027	0.164	0.000	0.000	0.000

(1)资料缺漏的公司,由于公开说明书发行局限于募集、发行有价证券时,公司并不是每年均须发行公开说明书,因此对无法通过公开说明书取得股权数据者予以排除。(2)金融机构由于其营业性质特殊且受到政府规范较多,也予以排除。(3)基于自由度的考量,计算裁决性应计项目模式的回归式至少要有一定的样本数。估计回归式时,如果样本不足12笔,则予以删除。

符合上述选样标准的数据共计1710笔公司一年的观测值(未列表),其中电子业共有666笔观测值,主要是由于电子业上市公司家数及申请现金增资的公司较其他行业多所致。

## 五、实证结果

### (一) 变量叙述统计分析

表1为各变量的叙述统计量,最终控制者的投票权(EV)平均数(中位数)为20.87%(17.69%),表示投票权较大的控制股东,主要集中于部分公司。最终控制者现金流量权与投票权偏离比率(CV)的平均数为71.6%,中位数为89.6%,表示大部分公司最终控制股东股权结构偏离的程度平均大于25%。控制股东成员担任公司董事(BOARD)的比例平均数(中位数)为39.04%(33.33%)。属于家族公司平均数(中位数)为63.1%(100.0%),亦即大部分控制股东的公司具有家族的色彩。

裁决性应计项目绝对值(|DA|)的平均值(中位数)为0.075(0.051)。就控制变量而言,公司财务杠杆(LEV)的平均数为11.82%,公司规模(SIZE)平均数为7.039,表示样本公司取对数前的平均资产为1090800万元。净值对股价比(MB)平均数为6.102高于中位数,亦即部分公司的市价高于账面值较多,而本文样本公司电子股占39%(666/1710),故产业特性使其股价对净值比亦较大。最后,公司进入资本市场需求(D<sub>capital</sub>)平均数为2.7%。

### (二) 前后期盈余变动率( $\Delta ROA$ )门坎分析

#### 1. 盈余变动次数分配图

为了了解控制股东现金流量权对投票权的偏离程度(CV)与前后两期盈余变动( $\Delta ROA$ )率门坎聚集现象的关系,本文将全体样本按股权偏离程度区分为两群,公司股权有偏离时的样本群(CV<1),及未偏离时的样本群(CV=1),将这两群样本前后两期盈余变动( $\Delta ROA$ )率加以分组,并分别画出盈余变动的次数分配图(见下页图1)。

图1a(见下页)为股权有偏离的公司 $\Delta ROA$ 的次数分配图,从图中可明显看出各变动组的次数分配在0%门坎附近呈现不连续现象。图1b(见第11页)为股权没有偏离的公司 $\Delta ROA$ 的次数分配图。从图中可看出没有偏离的公司 $\Delta ROA$ 次数分配在0%门坎呈现平滑的现象。接着,本文再通过Burgstahler和Dichev<sup>[7]</sup>的Z值检验来检测股权偏离公司在门坎附近是否存有明显断层现象。

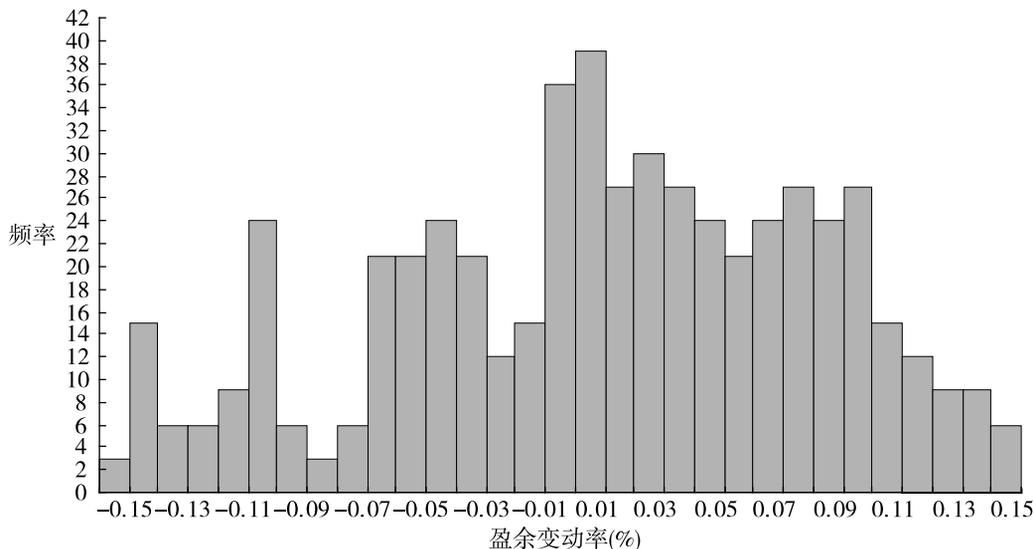
在表2 Panel A(见下页)中以盈余变动( $\Delta ROA$ )1%为组距,共分为6组。由Panel A可发现,股权有偏离的公司,紧邻门坎左边的组别Z值为-1.171,并未达到显著结果,而紧邻门坎右边的组别Z值为2.063,则显著大于0(P<0.05)。表示股权偏离较大的公司在紧邻门坎右边的频率相对较多,这些公司会通过盈余管理进入门坎右边以达到门坎标准。但股权结构没有偏离的公司,在0%门坎附近并未有群聚的现象,紧邻门坎左右两边的组别Z值均不显著,因此,股权结构没有偏离的公司并不会从事盈余管理进入门坎的右边。此外,Panel B中,本文另以盈余变动( $\Delta ROA$ )2%为组距,共分为6组,实证结果大致与Panel A相同。

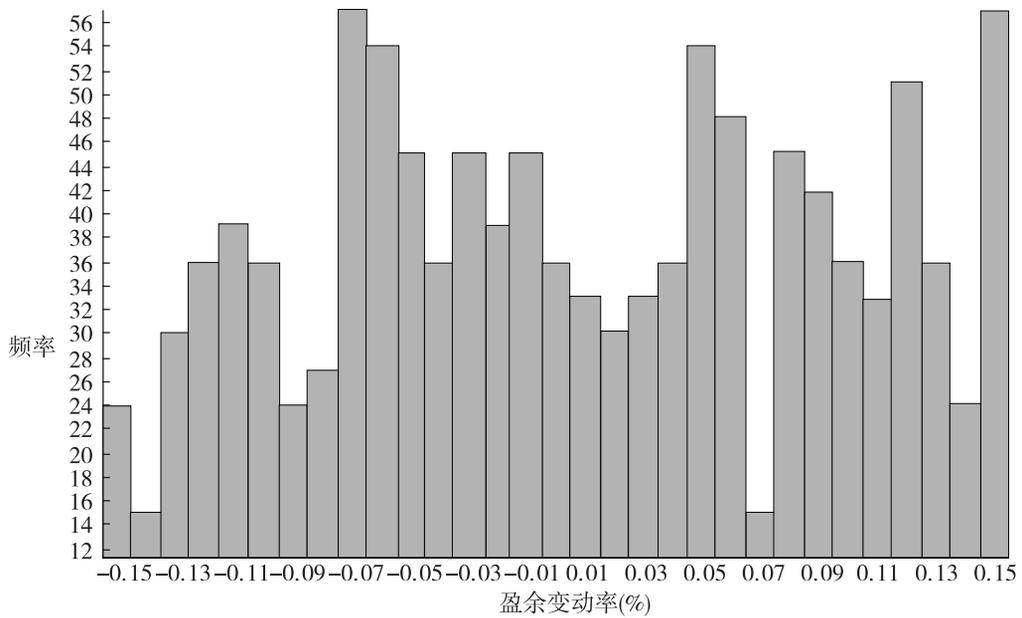
本文也使用比例检验,检测有、无股权偏离的公司门坎群聚比例的差异。在Panel C中以盈余变动( $\Delta ROA$ )1%为组距进行分组,共分为20组。有偏离(CV<1)的公司位于紧邻门坎左边组别的比例虽小于没有偏离(CV=1)的公司(Z值为-0.059),但未达到显著,有偏离(CV<1)的公司位于紧邻门坎右边组别的比例显著大于没有偏离(CV=1)的公司(Z值为2.000),表示股权有偏离(CV<1)的公司较没有偏离(CV=1)的公司会通过盈余管理进入门坎右边。接着,本文另以盈余变动( $\Delta ROA$ )2%组距分组检测,共分为10组,Panel D的结果显示与Panel C相同。

表2 控制股东股权偏离与盈余变动率门坎检测

分组	Panel A: 不连续检测 (组距 1% 分组)				分组	Panel B: 不连续检测 (组距 2% 分组)			
	实际数	预期数	标准差	Z 值		实际数	预期数	标准差	Z 值
Panel A: 不连续检测 (组距 1% 分组)									
CV < 1 (图 1a)					CV = 1 (图 1b)				
-0.03 ~ -0.02	21	21	3.157	0.000	-0.03 ~ -0.02	36	37.5	4.180	-0.119
-0.02 ~ -0.01	18	21	2.934	-0.341	-0.02 ~ -0.01	39	40.5	4.341	-0.115
-0.01 ~ -0.00	21	31.5	2.987	-1.171	-0.01 ~ -0.00	45	40.5	4.549	0.329
0.00 ~ 0.01	45	27	2.907	2.063 **	0.00 ~ 0.01	42	45	4.518	-0.221
0.01 ~ 0.02	39	31.5	3.089	0.809	0.01 ~ 0.02	45	43.5	4.596	0.109
0.02 ~ 0.03	27	34.5	3.660	-0.683	0.02 ~ 0.03	45	46.5	4.642	-0.108
Panel B: 不连续检测 (组距 2% 分组)									
CV < 1 (图 1a)					CV = 1 (图 1b)				
-0.06 ~ -0.04	45	37.5	4.378	0.571	-0.06 ~ -0.04	63	60	5.369	0.186
-0.04 ~ -0.02	39	42	4.243	-0.236	-0.04 ~ -0.02	72	73.5	5.763	-0.087
-0.02 ~ -0.00	39	61.5	4.475	-1.675 *	-0.02 ~ -0.00	84	79.5	6.116	0.245
0.00 ~ 0.02	84	48	5.506	2.179 ***	0.00 ~ 0.02	87	88.5	6.271	0.079
0.02 ~ 0.04	57	67.5	5.505	0.635	0.02 ~ 0.04	93	96	6.471	-0.154
0.04 ~ 0.06	51	51	4.727	0.000	0.04 ~ 0.06	105	93	6.697	0.597
分组	CV < 1 实际数	CV = 1 实际数	比例差	估计标准误	Z value				
Panel C: 比例检测 (组距 1% 分组)									
图 1(a) - 1(b) 549 V. S. 1,161									
-0.03 ~ -0.02	21(0.038)	36(0.031)	0.007	0.017	0.412				
-0.02 ~ -0.01	18(0.033)	39(0.034)	-0.001	0.016	-0.063				
-0.01 ~ -0.00	21(0.038)	45(0.039)	-0.001	0.017	-0.059				
0.00 ~ 0.01	45(0.082)	42(0.036)	0.046	0.023	2.000 **				
0.01 ~ 0.02	39(0.071)	45(0.039)	0.032	0.022	1.455 *				
0.02 ~ 0.03	27(0.049)	45(0.039)	0.010	0.019	0.526				
Panel D: 比例检测 (组距 2% 分组)									
图 1(a) - 1(b) 549 V. S. 1,161									
-0.06 ~ -0.04	45(0.082)	63(0.054)	0.028	0.024	1.167				
-0.04 ~ -0.02	39(0.071)	72(0.062)	0.009	0.023	0.391				
-0.02 ~ -0.00	39(0.071)	84(0.072)	-0.001	0.047	-0.021				
0.00 ~ 0.02	84(0.153)	87(0.075)	0.078	0.032	2.438 ***				
0.02 ~ 0.04	57(0.104)	93(0.080)	0.024	0.028	0.857				
0.04 ~ 0.06	51(0.092)	105(0.090)	0.002	0.027	0.074				

注: \*\*、\*、\* 分别为 1%、5% 及 10% 的显著水平 (下表均同)。





b. 现金流量权对投票权比率无偏离(CV=1)的样本(N=1, 161)

图1 控制股东现金流量权占投票权偏离幅度频率分配图

## 2. 盈余变动的 Probit 分析

表3为紧邻前期盈余门坎左右两个组别样本的 Probit 分析结果。模式(1)结果指出,投票权(EV)系数显著为正( $P < 0.05$ ),表示控制股东投票权越大,在紧邻门坎右边的概率相对较高,控制股东越会操纵盈余达到门坎标准。模式(2)结果显示,控制股东现金流量权与投票权比率(CV)偏离幅度系数显著为负( $P < 0.01$ ),表示控制股东股权结构(CV)偏离较大的公司,从事盈余管理的动机就强,会通过盈余操纵进入前后两期盈余变动(0%)门坎,因此在紧邻门坎右边的概率相对较高。

接着,本文亦检测了控制股东成员担任公司董事是否会进行盈余管理进入门坎。模式(3)实证结果指出,控制股东成员担任董事比率(BOARD)的系数显著为正( $P < 0.01$ ),与预期相同,表示控制股东成员占董事席次比率越高时,越有能力控制公司的业务执行,会通过盈余管理进入门坎。模式(4)结果显示,家族系数显著为正( $P < 0.01$ ),与本文假说预期相同,表示最终控制股东的身份为家族公司,从事盈余管理以符合预期门坎的情况相对于其他身份(政府、金融机构、股权分散及其他形态)公司更严重。

至于控制变量方面,公司财务杠杆(LEV)显著为正( $P < 0.1$ ),而成长机会(MB)亦显著为正( $P < 0.1$ ),意味着拥有较大成长机会的公司,为避免受到市场的惩罚而导致筹资成本增加,因此公司会从事盈余管理以进入门坎内。至于公司规模(SIZE)亦达

到显著为正( $P < 0.05$ )。

表3 控制股东股权结构与盈余门坎 Probit 模式分析

Variables	Sign	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant		-0.521	0.304	-0.497	0.413
EV	+	8.071 **			
CV	-		-0.117 **		
BOARD	+			4.162 ***	
FAM	+				0.324 **
LEV	+	0.134 *	0.273	0.547 *	0.349
MB	+	0.225	0.362 *	0.138 *	0.092
SIZE	+	0.072 **	0.092 **	0.081 **	0.063 **
$D_{capital}$	+	1.206	1.418	1.012	1.352
Year		Not report	Not report	Not report	Not report
Industry		Not report	Not report	Not report	Not report
Pseudo-R <sup>2</sup>		0.30	0.35	0.36	0.34
N		294	294	294	294

$$\text{注: } D_{\text{roa}} = \alpha_0 \sum \beta_{1i} CG_i + \beta_2 LEV + \beta_3 MB + \beta_4 SIZE + \beta_5 D_{\text{capital}} + \sum Y + \sum I + \varepsilon$$

### (三) 控制股东股权结构与盈余管理

#### 1. 股权结构与盈余管理回归结果

本文以裁决性应计项目为因变量,检测代理问题与盈余管理的关系。

表4(见下页)模式(1)结果显示,投票权(EV)系数显著为正( $P < 0.05$ ),表示控制股东拥有较大的投票权,可以主导公司的会计政策,因此控制股东会使用裁决性应计项目来从事盈余管理。模式(2)实证结果指出,控制股东现金流量权对投票权偏离

程度(CV)的系数显著为负( $P < 0.05$ ),与预期相同,表示股权结构偏离幅度较大的公司从事盈余管理的动机强。控制股东成员担任董事比率(BOARD)的系数显著为正( $P < 0.10$ ),表示控制股东成员所占董事席次比率越高时,控制股东越有能力控制公司的业务执行,较有可能进行盈余管理。控制股东身份具有家族色彩(FAM)的系数显著为正( $P < 0.05$ ),结果显示,控制股东身份是家族公司时,较容易从事盈余管理。

表4 控制股权结构与盈余管理分析

Variables	Sign	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant		0.344	0.465	0.642	0.868
EV	+	6.541**			
CV	-		-0.432**		
BOARD	+			1.878*	
FAM	+				0.317**
LEV	+	0.381*	0.257*	0.376*	0.158*
MB	+	0.294*	0.169	0.128	0.457**
SIZE	+	0.047**	0.059***	0.065**	0.021**
D <sub>capital</sub>	+	2.141	1.945	2.011	1.837
Year		Not report	Not report	Not report	Not report
Industry		Not report	Not report	Not report	Not report
Adjusted R <sup>2</sup>		0.41	0.40	0.38	0.37
N		1,710	1,710	1,710	1,710

$$\text{注: } |DA| = \alpha_0 + \sum \beta_{1i} CG_i + \beta_2 LEV + \beta_3 MB + \beta_4 SIZE + \beta_5 D_{CAPITAL} + \sum Y + \sum I + \varepsilon$$

至于控制变量方面,公司财务杠杆(LEV)显著为正( $P < 0.1$ ),而成长机会(MB)亦显著为正( $P < 0.1$ ),公司规模(SIZE)亦显著为正( $P < 0.05$ )。

## 2. 股权结构变动与盈余管理变动分析

表5(见下页)旨在测试公司前后期股权变动是否会导致裁决性应计项目的变动。本文预期,当公司代理问题变得较严重时,裁决性应计项目会变大。

本文分别使用样本间测试及回归分析探讨此问题。在样本间测试结果方面,本文测试当公司的代理问题变得较严重时,裁决性应计项目是否会增加。由Panel A模式(1)中的结果显示,投票权增加(+ $\Delta EV$ )的样本,其裁决性应计项目变动额( $\Delta |DA|$ )平均数(中位数)为0.072(0.036),而对照样本裁决性应计项目变动额( $\Delta |DA|$ )平均数(中位数)为0.021(0.011)<sup>①</sup>,平均数与中位数的差异均达显著水平( $P$

值均小于0.10)。在模式(2)中现金流量权与投票权偏离增加(- $\Delta CV$ )的样本,其裁决性应计项目变动额( $\Delta |DA|$ )平均数(中位数)为0.065(0.037),而对照样本裁决性应计项目变动额( $\Delta |DA|$ )平均数(中位数)为0.022(0.008),平均数与中位数之差异均达显著水平( $P$ 值均小于0.05)。在模式(3)中,控制股东成员担任董事比率增加(+ $\Delta BOARD$ )的样本裁决性应计项目变动额( $\Delta |DA|$ )平均数(中位数)为0.058(0.025),而对照样本裁决性应计项目变动额( $\Delta |DA|$ )平均数(中位数)为0.030(0.016),平均数的差异达显著水平( $P < 0.10$ ),中位数的差异则未达显著水平。

接着,本文再测试代理问题较缓和的样本群,裁决性应计项目是否会下降。模式(1)及(3)的结果指出,投票权(- $\Delta EV$ )及控制股东担任董事比率(- $\Delta BOARD$ )减少的样本群,其裁决性应计项目变动额显著小于投票权及担任董事变动率未减少及增加的样本群。模式(2)的结果指出,现金流量权与投票权偏离减少(+ $\Delta CV$ )的样本,其裁决性应计项目变动额显著小于股权结构偏离未减少及增加的样本群。

从Panel A模式(1)至(3)可以看出,控制股东投票权(EV)变动、现金流量权对投票权的偏离程度(CV)的变动以及成员担任董事比率(BOARD)的变动会导致裁决性应计项目的变动,符合本文预期。

在Panel B中,本文使用多变量回归模式,探讨控制股东股权结构变动是否会影响裁决性应计项目的变动。实证结果指出,控制股东投票权变动率( $\Delta EV$ )的系数显著大于0( $P < 0.1$ ),现金流量权与投票权偏离变动率( $\Delta CV$ )的系数显著小于0( $P < 0.05$ ),担任董事比率变动率( $\Delta BOARD$ )的系数亦显著大于0( $P < 0.1$ )。综合样本间测试与回归分析结果发现,两期股权结构变动会导致裁决性应计项目有着对应的变动,与本文所提出的假说相符。

## 六、敏感性分析

本文使用Jones模式所估计的裁决性应计项目(|DA|)衡量盈余管理。裁决性应计项目又可分为投机型与非投机型两种,公司操纵的是投机型裁决性应计项目<sup>[10]</sup>。另外,本文亦可将裁决性应计项目区分为流动性与非流动性两种,公司多操控流动

①EV增加的对照样本是指投票权未变动的样本( $n = 306$ )和投票权减少的样本( $n = 447$ )。股权偏离(CV)增加的对照样本为现金流量权与投票权偏离未变动的样本( $n = 231$ )和现金流量权与投票权偏离增加的样本( $n = 390$ )。BOARD增加的对照样本为担任董事比率未增加( $n = 345$ )及减少( $n = 444$ )的样本。

性应计项目来进行盈余管理<sup>[30,37]</sup>。为求实证结果的稳固性,本文拟采用投机型裁决性应计项目(|EMDA|)及裁决性流动应计项目(|DCA|)重新检

测表4。此外,除了前期盈余门坎外,公司也会操纵盈余以避免出现损失,因此,本文也以本期盈余是否大于0进行门坎分析。

表5 控制股东股权结构变动分析

Panel A: 平均数及中位数检定									
Variables	股权结构变动样本群			股权结构未变动或与股权结构变动相反样本群			Mean difference t-value	Median Difference z-value	
	Mean Δ DA	Median Δ DA	N	Mean Δ DA	Median Δ DA	N			
(1)	ΔEV +	0.072	0.036	351	0.021	0.011	753	1.997**	1.562*
	ΔEV -	-0.009	-0.023	447	0.064	0.017	657	-1.802*	-1.538*
(2)	ΔCV +	0.013	-0.008	390	0.061	0.025	714	-2.004**	-1.881**
	ΔCV -	0.065	0.037	483	0.022	0.008	621	2.651***	2.014**
(3)	ΔBOARD +	0.058	0.025	315	0.030	0.016	789	1.614*	1.106
	ΔBOARD -	-0.007	-0.018	444	0.038	0.002	660	-1.741*	-1.210

Panel B: 回归分析: $\Delta DA  = \alpha_0 + \sum \beta_i \Delta CG_i + \varepsilon$				
Variables	Sign	(1)	(2)	(3)
Constant		-0.021	-1.372	1.363
ΔEV	+	1.281*		
ΔCV	-		-0.043**	
ΔBOARD	+			0.286*
Adjusted R <sup>2</sup>		0.33	0.32	0.33
N		1,104	1,104	1,104

(一) 盈余管理替代变量——投机型裁决性应计项目绝对值

Xia 和 Chen 将裁决性应计项目区分为投机性质与信息传递性质两种<sup>[35]</sup>。公司可能会投机性地操纵本期盈余以符合门坎(包括分析师预测、前期盈余以及盈余变动率),投机性质的裁决性应计项目也可能与公司规模、财务杠杆程度有关。本文引自 Xia 和 Chen 的方法,估计投机型(EMDA)和信息传递型裁决性应计项目(NEMDA)。估计方程式如下:

$$DA = EMDA + NEMDA = \delta_0 + \delta_1 EAFE + \delta_2 EAFE \times D_{EAFE} + \delta_3 EACEPS + \delta_4 EACEPS \times D_{EACEPS} + \delta_5 EAEPs + \delta_6 EAEPs \times D_{EAEPs} + \delta_7 LTA + \delta_8 LEV + \delta_9 D_{roa} \quad (9)$$

EAFE 为盈余管理前的测试误差,操纵前的盈余减掉最后一次测试值,除以期初总资产求得;D<sub>EAFE</sub> 为一虚拟变量,若 EAFE 在中位数的一个标准差范围内,其值为 1,否则为 0;EACEPS 为操纵前的盈余变动额,操纵前的盈余减掉上年度盈余值,除以期初总资产求得;D<sub>EACEPS</sub> 为一虚拟变量,若 EACEPS 在中位数的一个标准差范围内,其值为 1,否则为 0;LTA 为总资产的自然对数,用来代替公司规模;LEV 为杠杆程度,以长期负债除以股东权益来衡量;D<sub>roa</sub> 为一虚

拟变量,若公司的 ROA 落在同产业 ROA 的第二与第九十分位数范围内,其值为 1,用来替代公司是否有采用红利计划<sup>[21]</sup>;ε 为残差值,是 NEMDA 的估计值。

接着本文逐年估计(9)式的回归参数。首先以全部上市公司为估计样本,用最小平方法逐年估计每一年的 δ 系数估计值,然后再将样本公司的实际数据代入回归式中,所得到的回归预测值为投机型裁决性应计项目。由于裁决性应计项目可分为投机性质与信息传递性质两种,前者与公司的盈余管理行为有关,后者则没有。因此,本文另以投机性应计项目为因变量探讨股权结构与盈余管理的关联性。表 6 模式(1)至(4)结果显示,股权结构变量系数与预期相符且达到显著水平,因此本文实证结果具有稳健性。

(二) 盈余管理替代变量——裁决性流动应计项目

本文将流动应计项目划分为裁决性与非裁决性流动应计项目,作为另一个衡量操纵盈余的替代变量。其公式为:

$$CA_{it}/A_{it-1} = a_0 (1/A_{it-1}) + a_1 + (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})/A_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

上式中 CA 为流动性应计项目,其计算方法为: CA = Δ(流动资产 - 现金) - (Δ 流动负债 - 长期负债 - 一年内到期部分)。接着估计出  $\hat{a}_0$ 、 $\hat{a}_1$ ,再代入实际数据,可得出估计的非裁决性流动应计项目 (ND-CA):

$$NDCA_{it} = \hat{a}_0(1/A_{it-1}) + \hat{a}_1(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})/A_{it-1} \quad (11)$$

再以实际流动性应计项目减去估计的非裁决性流动应计项目,得到裁决性流动应计项目(DCA):

$$DCA = \frac{CA_{it}}{A_{it-1}} - NDCA_{it} \quad (12)$$

实证结果显示(未列表),控制股东股权结构变量达到显著水平,同样指出控制股东股权结构会影响公司盈余管理。

表 6 股权结构与盈余管理分析:以投机型应计项目衡量

Variables	Sign	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant		1.741	1.437*	2.285	0.967*
EV	+	8.214**			
CV	-		-0.217***		
BOARD	+			3.615*	
SUO	+				
FAM	+				0.710***
LEV	+	0.387**	0.387*	0.524**	0.238**
MB	+	0.153*	0.382*	0.227*	0.378
SIZE	+	0.023**	0.044**	0.052**	0.011**
D <sub>capital</sub>	+	1.824	1.237	1.387	1.524
Year		Not report	Not report	Not report	Not report
Industry		Not report	Not report	Not report	Not report
Adjusted R <sup>2</sup>		0.35	0.33	0.34	0.33
N		1710	1710	1710	1710

注:  $|EMDA| = \alpha_0 + \sum \beta_{1i} CG_i + \beta_2 LEV + \beta_3 MB + \beta_4 SIZE + \beta_5 D_{capital} + \sum Y + \sum I + \varepsilon$

### (三) 对本期盈余是否大于 0 进行门坎分析

本文亦引用 Burgstahler 和 Dichev 以当期盈余是否大于 0 为门坎<sup>[7]</sup>,并重新检测表 3。表 7 模式(1)至(4)实证结果指出控制股东股权结构变量亦与预期相同,因此本文结果获得较为稳固的支持。

### (四) 共线性之分析

为了解自变量间的相关性是否影响本文分析结果,本文采用逐步回归分析,也就是先放入公司治理变量,再依次放入其他自变量。实证结果显示(未列表),在整个分析过程中,原先的变量并没有因为后

面变量放入而产生重大的符号变更现象,且各自变量 VIF 都未大于 3.5,因此本文研究结果并未受到共线性的重大影响<sup>①</sup>。

表 7 控制股东股权结构与当期盈余大于 0 为门坎的分析

Variables	Sign	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant		0.163	0.524	0.322	0.274
EV	+	7.003**			
CV	-		-0.201**		
BOARD	+			3.689**	
SUO	+				
FAM	+				0.702*
LEV	+	0.418	0.239**	0.541*	0.432*
MB	+	0.241*	0.325	0.410	0.330*
SIZE	+	0.038**	0.041**	0.034**	0.036**
D <sub>capital</sub>	+	1.963	2.117	2.207	2.002
Year		Not report	Not report	Not report	Not report
Industry		Not report	Not report	Not report	Not report
Pseudo-R <sup>2</sup>		0.28	0.31	0.30	0.29
N		117	117	117	117

注:  $D_{earn} = \alpha_0 + \beta_1 CG + \beta_2 LEV + \beta_3 MB + \beta_4 SIZE + \beta_5 D_{capital} + \varepsilon$

## 七、结语

本文以 1998 年—2003 年台湾地区的上市公司为样本,探讨控制股东股权结构是否会影响公司进行盈余管理以达到门坎。本文分两个方面进行检测,首先检测是否投票权与现金流量权有偏离的公司会操纵盈余来达到前期盈余门坎。其次,以裁决性应计项目作为盈余管理的替代变量,探讨其与控制股东股权结构的关联性。在门坎检测的部分以盈余变动次数分配图及门坎附近样本的 Probit 分析来检测偏离程度与盈余管理的关联性。在回归分析部分,除了以修正的 Jones 模式估计出的裁决性应计项目作为盈余管理的替代变量外,还进一步划分出投机型裁决性应计项目,并使用裁决性流动性应计项目更明确地检测股权结构对盈余管理的影响。最后,检测两期间股权结构变动是否会影响盈余管理。

实证结果发现,盈余变动次数分配图显示,现金流量权与投票权有偏离的公司在前后两期盈余变动为 0 的门坎附近的次数分配呈不连续状态,表示这些公司会从事盈余管理来跨越前期盈余门坎。而在门坎附近样本以 Probit 分析也证实控制股东代理问题较严重的公司在紧邻门坎右边的概率相对较大,

①一般认为 VIF 大于 10 才有严重的共线性问题<sup>[54]</sup>。

亦即该公司较会从事盈余管理,达到门坎标准。接着,控制股东股权结构对盈余管理影响的检测结果同样指出,代理问题越严重的公司越会操纵盈余以达到门坎。最后,当控制股东的投票权增加或与现金流量权的偏离程度变大及担任董事比率增加时,其盈余管理幅度较大。

#### [参考文献]

- [1] Fan J P, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting Economics*, 2002(33):401-425.
- [2] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm; Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976(3):305-360.
- [3] Porta L R, Silanes L D, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999(54):471-517.
- [4] Claessens S, Djankov S, Fan J P, Lang H P. Expropriation on minority shareholders: evidence from East Asia[D]. Working Paper. The World Bank, 1999.
- [5] Healy P M. The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1985(7):85-107.
- [6] Frankel R, McNichols M, Wilson G P. Discretionary disclosure and external financing[J]. *The Accounting Review*, 1995(70):135-150.
- [7] Burgstahler D, Dichev I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997(24):99-126.
- [8] Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting earnings management[J]. *The Accounting Review*, 1995(70):193-225.
- [9] Guay W R, Kothari S P, Watts R L. A market-based valuation of discretionary accrual models[J]. *Journal of Accounting Research*, 1996(34):83-105.
- [10] Park C W. Smoothing income in anticipation of future earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997(23):115-139.
- [11] Beneish M D, Vargus M E. Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing[J]. *The Accounting Review*, 2002(77):755-791.
- [12] Ashbaugh H, Lafond R, Mayhew B W. Do nonaudit services compromise auditor independence? further evidence[J]. *The Accounting Review* 2003(78):611-639.
- [13] Kothari S P, Leone A J, Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005(39):163-197.
- [14] Yeh Y H, Lee T S, Woidtke T. Family control and corporate governance: evidence for Taiwan[J]. *International Review of Finance*, 2001(2):21-48.
- [15] Gaver J J, Gaver K M. Compensation policy and investment opportunity set[J]. *Financial Management*, 1995(24):19-32.
- [16] Holthausen R W, Larcker D F, Sloan R G. Business unit innovation and the structure of executive compensation[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1995(19):279-313.
- [17] Warfield T D, Wild J J, Wild K L. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1995(20):61-92.
- [18] Klein A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002(33):375-400.
- [19] Xie B, Davidson W N, DaDalt P J. Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2003(9):295-316.
- [20] Bowen R M, Ducharme L, Shores D. Stakeholders implicit claims and accounting method choice[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1995(20):255-295.
- [21] 郭淑芬. 董事会特性与盈余操纵现象及盈余管理之关联性研究[D]. 国立中正大学会计学研究所未出版硕士论文, 1996.
- [22] 谢文馨. 家族企业管治机制与盈余管理之关联性研究[D]. 东吴大学会计学研究所未出版硕士论文, 1999.
- [23] 陈家慧. 台湾上市公司管理机制与盈余管理相关性之实证研究[D]. 国立政治大学会计学研究所未出版硕士论文, 2000.
- [24] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997(52):737-783.
- [25] 许崇源, 李怡宗, 林宛莹, 郑桂蕙. 控制权与盈余分配权偏离之衡量(上)[J]. *货币观测与信用评等*, 2003(43):15-31.
- [26] 许崇源, 李怡宗, 林宛莹, 郑桂蕙. 控制权与盈余分配权偏离之衡量(下)[J]. *货币观测与信用评等*, 2003(44):

- [28] Beatty A L, Ke B, Petroni K R. Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks[J]. *The Accounting Review*, 2002(77):547-570.
- [29] Minton B, Schrand C. The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999(54):423-460.
- [30] DeFond M, Jiambalvo J. Debt covenant violation and manipulation of accruals: accounting choice in troubled companies [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1994(17):145-176.
- [31] Skinner D J, Sloan R G. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns: don't let an earnings torpedo sink your portfolio[D]. Working Paper. University of Michigan Business School, 1999.
- [32] Beaver W, Kettler P, Scholes M. The association between market-determined and accounting-determined risk measures[J]. *The Accounting Review*, 1970(45):654-682.
- [33] Levitt A. The numbers game. Remarks delivered at the NYU Center for Law and Business [M]. New York; NY, 1998(9):28.
- [34] Loomis C J. Lies, dammed lies, and managed earnings: the crackdown is here[J]. *Fortune*, 1999(140):75-92.
- [35] Xia C, Chen C. Abnormal accrual-based anomaly and managers' motivations to record abnormal accruals [D]. Working Paper. University of Wisconsin-Madison, 2002.
- [36] 财团法人证券发展基金会. 台湾公司治理[D]. 2004.
- [37] Teoh S, Welch I, Wong T. Earnings management and the underperformance of seasonal equity offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998(50):63-99.
- [38] 林柏全. 董监事会特性与强制性财务预测准确性之关联性研究[D]. 国立政治大学会计学研究所未出版硕士论文, 2002.
- [39] 翁淑育. 台湾上市公司股权结构、核心代理问题与公司价值之研究[D]. 辅仁大学金融研究所未出版硕士论文, 2000.
- [40] 张瑞葵. 股权结构与盈余管理之相关性研究[D]. 辅仁大学管理学研究所未出版硕士论文, 2002.
- [41] 叶银华, 邱显比, 何宪章. 利益输送代理问题与股权结构之理论与实证研究[J]. *中国财务学刊*, 1997(4):47-73.
- [42] 叶银华, 苏裕惠, 柯承恩, 李德冠. 公司治理机制对于关系人交易的影响[J]. *证券发展季刊*, 2003(4):69-106.
- [43] Bartov E, Gul F A, Tsui J S. Discretionary-accruals models and audit qualifications[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000(30):421-452.
- [44] Beasley M S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud[J]. *The Accounting Review* 1996(71):443-465.
- [45] Becker C, DeFond M, Jiambalvo J, Subramanyam K. The effect of audit quality on earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1998(15):1-24.
- [46] Chen X, Cheng Q. Information asymmetry, analyst coverage and underpricing of seasoned equity offerings [D] Working Paper. University of Washington, 2003.
- [47] Chen X, Cheng Q. Abnormal accrual-based anomaly and managers' motivations to record abnormal accruals [D]. Working Paper. University of Chicago, 2002.
- [48] Djankov, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asia corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000(58):81-112.
- [49] SEC. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC [J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996(13):1-36.
- [50] Hansen G A, Noe C F. Do managers' accrual decision speak louder than words? [D]. Working Paper. Pennsylvania State University, 1998.
- [51] Wahlen J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. *Accounting Horizons*, 1999(13):365-383.
- [52] Johnson S, Boone P, Breach A, Friedman E. Corporate governance in the Asian financial crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000(58):141-186.
- [53] Jones J. Earnings management during import relief investigation[J]. *Journal of Accounting Research*, 1991(29):193-228.
- [54] Kennedy P. *A Guide to Econometrics* [M]. Cambridge, MA: MIT Press, 2003.
- [55] Lemmon L M, Lins K V. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asia Financial Crisis [J]. *Journal of Finance* 2003(58):1445-1468.
- [56] Leuz C, Nanda D, Wysocki P D. Earnings management and investor protection: an international comparison[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003(69):505-527.
- [57] McNichols M F. Research design issues in earnings manage-

ment studies[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2000(19):313-345.

[58] Nelson K. Rate regulation, competition and loss reserve discounting by property-casualty insurers[J]. The Accounting Review, 2000(75):115-138.

[59] Rangan S. Earning management and the performance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998(50):101-122.

[60] Scott D W. Multivariate density estimation: Theory, prac-

tice, and visualization[M]. New York: Wiley, 1992.

[61] Silverman B W. Density estimation for statistics and data analysis[M]. London: Chapman and Hall, 1986.

[62] Watts R L, Zimmerman J L. Positive Accounting Theory. Englewood Cliffs[M]. NJ: Prentice-Hall, 1986.

[63] Ko C E, Su Y H. Ultimate control and expropriation of minority shareholders: new evidence from Taiwan[J]. Academia Economic Papers, 2003(31):263-299.

[责任编辑:高婷]

## The Effect of Corporate Governance Structure on the Reliability of the Quality of Financial Report

JI Xin-yi, CAO Shou-min

(Department of Accounting, National Chung Hsing University, Taichung 40401, Taiwan

Department of Business Administration, National Central University, Taoyuan 32001, Taiwan)

**Abstract:** This study examines the association between the corporate governance structure of listed companies and the quality of financial report in Taiwan. The core agency problem is the interest conflicts between controlling shareholders and minority shareholders in Taiwan. We expect that controlling shareholders will manipulate for self-interest to meeting earnings threshold. The empirical evidence shows that for firms with more serious agency problems, their discretionary accruals are larger. Meanwhile, they tend to manage earnings in order to exceed their prior earnings threshold, thus decreasing the reliability of their financial report. Finally, this study exhibits that family-controlled shareholders are more likely to engage in earnings management compared with other types of shareholders.

**Key Words:** controlling shareholders; corporate governance structure; ownership structure; earnings threshold

### 内部审计理论与实务研讨会在我校召开

2009年11月27日,由中国内部审计协会和我校共同主办、内审协会内部审计发展研究中心承办的“内部审计理论与实务研讨会”在我校召开。审计署石爱中副审计长,中国内审协会领导,我校王家新院长、尹平副院长、王会金副院长、张金城副院长、时现副院长,以及来自高校和企业界近百名代表出席。

会议就“中国内部审计发展战略”等相关问题进行了充分的交流和研讨。王家新院长致开幕词,石爱中副审计长全程参会并针对大家反映的内部审计职能定位、相对独立性、法律环境等问题进行了具体解读,并就如何推动内部审计发展提出了14条意见。