Soochow Journal of Accounting
會計學報，第 1 卷第 2 期，2009 年 5 月
第 63 – 91 頁

股權結構、盈餘管理與公司價值：衍生性金融商品與異常應計項目的角色

曹壽民
國立中央大學企業管理學系
陳光政
國立中央大學企業管理學系
紀信義*
國立台中技術學院會計資訊學系
羅秀玲
國立中央大學企業管理學系

摘要

本研究旨在探討盈餘管理方法的使用程度（衍生性金融商品／裁決性應計項目）對於公司價值的影響，並進一步探討上市公司的股權結構是否會影響盈餘管理方法的選擇。本文實證發現，公司使用衍生性金融商品從事盈餘管理的比例與公司價值呈正相關。再者，控制股東股權結構會影響公司選擇盈餘管理的方法，當公司治理結構較為弱式時，會使用較高程度的裁決性應計項目從事盈餘管理。

關鍵詞：衍生性金融商品、裁決性應計、公司價值、股權結構

* 作者感謝2005年會計理論與實務研討會及兩位匿名評審給予寶貴意見，亦感謝國科會專題研究計畫經費補助。文中尚存錯誤，由作者自負。

SOOCHOW JOURNAL OF ACCOUNTING
Volume 1 Number 2, May 2009
PP. 63-91

Ownership Structure, Earnings Management and Firm Value: The Role of Derivatives and Abnormal Accruals

Shou-Min Tsao
Department of Business Administration
National Central University
Guang-Zheng Chen
Department of Business Administration
National Central University
Hsin-Yi Chi
Department of Accounting
National Taichung Institute of Technology
Siou-Ling Lo
Department of Business Administration
National Central University

Abstract

This study examines the effect of the relative use of earnings management methods (i.e., derivatives / discretionary accruals) on firm value. Further, we study how the ownership structure of public corporations is associated with the relative use of derivatives to discretionary accruals. We find that there is a positive association between the relative use of derivatives to discretionary accruals and firm value. In addition, the controlling shareholder's ownership structure will affect the choice of earnings management devices. When the corporate governance mechanism is weaker, firms are likely to use more discretionary accruals than derivatives as their earnings management method.

Keywords: *Derivatives, Discretionary accruals, Firm value, Ownership structure.*

壹、緒論

企業報導的盈餘一直以來都是資本市場上投資人與分析師所關注的焦點。管理當局對於公司財務報導的政策具有絕對的影響力，因此，經理人可能透過會計政策的選用或實質活動的操弄（例如，研發與廣告費用、資本資產的購置與處分時點等），而使盈餘達到某一特定水準，亦即盈餘管理（Schipper, 1989; Healy and Wahlen, 1999）。而過去有關盈餘管理的研究指出，衍生性金融商品與裁決性應計項目為企業改變盈餘型態的兩大工具，且兩者具有抵換（trade off）關係（Barton, 2001; Pincus and Rajgopal, 2002），再者，市場對於兩者的評價亦有所不同（Barth et al., 1999; Allayannis and Weston, 2001）。然而，過去研究多著眼於個別盈餘管理工具的市場評價，而是否企業同時採用兩種盈餘管理方法的相對程度（衍生性金融商品/裁決性應計項目）對公司價值會有不同的影響，為本文的第一個研究問題。另一方面，公司治理的良窳會影響盈餘管理的動機（Klein, 2002; Xie et al., 2003; 金成隆等，2006），故本文所欲探討的第二個研究問題為，是否控制股東股權結構所衍生的代理問題會影響盈餘管理方法的選擇。

針對本文第一個研究議題，既有的文獻指出公司使用衍生性金融商品從事風險管理的活動，能降低現金流量的波動性，平穩公司的盈餘，進而提昇公司價值[1]（Graham and Rogers, 2002; Guay and Kothari, 2003; Carter et al., 2006）。另一方面，過去研究大多證實，經理人透過裁決性應計項目改變企業報導的盈餘，造成市場給予負面的評價（Dechow, 1994; Hunt et al., 1995; Barth et al., 1999），這些實證結果隱含應計管理存在投機目的。然而，企業在財務報導的過程中，可能同時使用兩種盈餘管理工具以達到特定的盈餘水準，換言之，兩者呈現使用比例多寡的情況，而是否相對使用程度的多寡，市場會給予不同的評價? 本文預期若公司使用較高程度的衍生性金融商品（裁決性應計項目）從事盈餘管理，對於公司價值會有正（負）面的影響。

另一方面，管理階層與外部股東間的代理衝突也會影響經理人使用盈餘管理的方法。過去研究顯示，代理問題較小的公司會傾向於使用衍生性金融商品進行損益平穩化（Smith and Stulz, 1985; Tufano, 1998），而代理問題較嚴重或是公司治理機制較弱的公司較會使用裁決性應計項目進行盈餘操縱（Klein, 2002; Xie et al., 2003; Bowen et al., 2005）。因此，我們預期，台灣上市公司內部的代理問題也會影響盈餘管理工具的選擇。如同世界上多數的國家，台灣上市

[1] 公司操作衍生性金融商品可基於避險或投資目的（Guay, 1999; Guay and Kothari, 2003; Allayannis et al., 2007）。若基於避險能有效減緩企業來自匯率或利率所產生的經營風險，平穩企業的盈餘。另一方面，若基於投機動機，將增加盈餘波動的風險。

公司的股權多集中於控制股東手中，且控制股東同時擁有公司的經營權（許崇源等，2003；葉銀華等，2004）。股權集中帶來兩種效果：誘因效果與侵佔效果。控制股東的現金流量權可以表彰誘因效果，控制股東擁有較大的現金流量權時，由於控制股東與小股東的利益趨於一致，公司應較傾向於使用衍生性金融商品極大化公司價值。此外，控制股東的控制權則與侵佔效果有關，當控制股東握有公司的控制權後，他也可能透過控制權剝削小股東的利益，此一剝削的情況在控制權與現金流量權存有偏離時更為嚴重，對於控制權與現金流量權偏離較大的公司，控制股東較傾向使用裁決性應計項目改變財務報導的結果，剝削小股東的利益。因此，本文預期現金流量權較大（小）或股權偏離較小（大）的公司，較會使用衍生性金融商品（裁決性應計項目）進行盈餘管理。

本文以我國上市櫃公司為研究對象，樣本期間為2001-2005年。實證結果發現，公司使用衍生性金融商品（應計項目）進行盈餘管理的比例愈高，公司價值愈高（愈低）。其次、控制股東股權結構會影響公司盈餘管理工具的選用，當控制股東的現金流量權較大（小）時，較傾向使用衍生性金融商品（裁決性應計項目），與誘因假說的預期一致。再者，當控制股東的股權偏離較大（小）時，較傾向使用裁決性應計項目（衍生性金融商品）。

本研究主要貢獻為：首先，過去研究多單獨探討裁決性應計項目或衍生性金融商品對公司價值的影響（Dechow, 1994; Barth et al., 1999; Allayannis and Weston, 2001; Bartram et al., 2004），本文首度探討兩者的相對使用權重對公司價值的影響，本文對盈餘管理、損益平穩化的文獻應有貢獻。其次，過去探討公司治理對盈餘管理影響的文獻多以美國上市公司為樣本（Klein, 2002; Borokhovich et al., 2004），但有別於美國上市公司的股權結構，世界上大部份的國家股權是集中的，並存有股權偏離的情況。由於世界上大多數國家的股權結構與台灣類似，本文的研究結果應較能推論到其他國家，並對公司治理提供進一步的了解。

本研究共有六個單元，除本單元之外，第貳單元為文獻回顧與研究假說，第參單元為研究方法，第肆單元為實證結果，第伍單元為敏感度分析，最後為結論。

貳、文獻回顧與研究假說

一、盈餘管理方法之選擇與公司價值

過去研究顯示，公司可以透過衍生性金融商品與裁決性應計項目進行盈餘管理（Petersen and Thiagarajan, 2000; Barton, 2001; Pincus and Rajgopal, 2002; Wang and Kao, 2005）。應計項目的操弄直接影響公司報導的會計盈餘，而衍生

性金融商品則是影響現金流量的波動，間接影響企業的盈餘。

公司經理人可基於投機或避險目的來從事衍生性金融商品的操作（Guay, 1999; Guay and Kothari, 2003; Allayannis et al., 2007）。若基於投機目的，衍生性金融商品的操作將增加公司盈餘的波動性[2]，不利於公司市場評價[3]。若基於避險目的，可減緩現金流量的波動性、降低財務危機的可能性、解決投資不足的問題、提高舉債的能力以及減少自由現金流量所衍生的代理問題（Smith and Stulz, 1985; Froot et al., 1993），文獻上多認為避險目的的衍生性金融商品操作可以提高公司的價值。例如，Barton（2001）指出，衍生性金融商品能減緩現金流量的波動性，平穩的現金流量降低了盈餘的波動性，進而提高公司股票與選擇權的價值。Allayannis and Weston（2001）與Bartram et al.（2004）分別以外匯衍生性商品與利率衍生性商品來評估公司的價值，研究發現避險目的衍生性金融商品確實對於公司價值有正面的影響。Carter et al.（2006）以航空產業為研究對象，研究發現以航空煤油為標的物的避險活動，對於公司具有正面的評價效果。雖然理論上公司對衍生性金融商品的操作可能為投機動機或是避險動機，但是國內外的實證研究多支持公司從事衍生性金融商品是基於避險目的（Guay, 1999; 張紹基與黃蕙萍，2001; 邱正仁等，2003）[4]。

此外，管理當局可能基於訊息傳遞動機或投機動機管理應計項目（Guay et al., 1996; Subramanyam, 1996; Barth et al., 1999）。管理當局可藉由應計項目向市場傳達其私有資訊（訊息傳遞目的），亦或基於自利動機投機性的操縱應計項目（投機目的）。在訊息傳遞動機下，應計項目（裁決性應計項目）與公司價值呈正相關。在投機動機下，裁決性應計項目則與公司價值呈負相關。雖然理論上管理當局對應計項目的管理可能存有兩種動機，但實證研究大多支持了

---

[2] 例如，經理人的員工選擇權計劃會促使經理人使用衍生性金融商品。因為選擇權的價值取決於公司股價的波動，為了提高選擇權的價值，經理人可能透過衍生性金融商品的操作增加公司盈餘與股價的波動性，此時，衍生性金融商品與公司價值應為負相關。

[3] 例如，根據聯合晚報2005年1月9日的報導，「宇詮操作衍生性金融商品，單單一季就虧掉兩個資本額，股價淨值成為負數；大騰操作衍生性金融商品，未實現損失近6億元，落得大騰面臨聲請重整。宇詮、大騰共同點為：一次衍生性金融商品操作，避險不成反投機，直接傷害公司根本，股價暴跌，投資人無預警血本無歸，害人害己。…」。「近來上櫃電子公司大騰、宇詮驚傳操作衍生性金融商品失利，爆鉅額虧損的案例，引起連鎖反應。櫃買中心強調，467家上櫃公司中，約有130家操作衍生性金融商品，占全體28%，比率不算大；但證交所、櫃買中心雙雙拉警報，仔細徹查上市、櫃公司操作衍生性金融商品的實際情況。（經濟日報，2005年1月11日）」

[4] Guay（1999）研究美國公司操作衍生性金融商品對公司風險的影響。實證發現首次操作利率與匯率衍生性金融商品的公司其平均股票報酬波動風險、利率曝露風險及外匯曝露風險分別較無操作衍生性金融商品的公司減少5%、22%與11%。支持了公司採用衍生性金融商品從事避險的目的。張紹基與黃蕙萍（2001）調查我國上市公司使用衍生性金融商品進行風險管理的狀況，調查結果發現90%的企業認為衍生性金融商品主要係用以管理匯率風險，進而減緩盈餘的波動程度。邱正仁等（2003）指出相較於金融機構，一般產業對衍生性金融商品的使用係為最終使用者角色，且一般產業由於進出口因素，會使用衍生性金融商品以減緩匯率波動所產生的風險。

投機動機的假說；公司多會基於投機性的動機來使用裁決性應計項目，以達到特殊的目的。例如，Hunt et al.（1995）探討盈餘與股價的關聯性，以間接的方式證實市場對於應計項目會有負面的評價。DeAngelo et al.（1994）、Dechow（1994）研究發現某一特殊應計項目與股價呈負相關。Barth et al.（1999）則使用Ohlson模式發現應計項目對未來盈餘以及股價呈負向關係。Sloan（1996）的研究發現應計項目與未來股票報酬呈負相關。

綜上所述，在過去的文獻中，多個別探討衍生性金融商品與應計項目的操作對於公司價值的影響。對許多公司而言，衍生性金融商品與應計項目是從事盈餘管理與損益平穩化的替代工具。然而，卻少有文獻探討兩者的交互關係對於公司價值的影響。由於前述的研究顯示，公司使用衍生性金融商品從事避險活動與公司價值呈正相關，而應計項目與公司價值呈負相關。據此，本文所建立的第一個假說為：

H1：採用較大程度的衍生性金融商品（裁決性應計項目）進行盈餘管理，公司價值較大（小）

二、台灣上市公司股權結構

大多數研究公司治理的文獻多以美英等國為樣本，美英等國上市公司多為股權分散，代理問題來自於經理人與股東間的利益衝突。本研究以台灣上市公司為樣本，與美英等國不同[5]，台灣大多數的上市公司股權是集中的，多數台灣上市公司存有至少一個最終控制股東（許崇源等，2003；葉銀華等，2004；金成隆等，2006；金成隆與陳俞如，2006）。股權集中的公司雖然解決了來自於股權分散公司經理人與股東間的代理問題，但控制股東也可能藉由其掌握的控制權剝削小股東的利益，因此，代理問題轉向大股東與小股東間的利益衝突（Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002）。

股權集中產生兩種效果：誘因效果與侵佔效果（Claessens et al., 2002; La Porta et al., 2002）。在誘因效果方面，隨著控制股東持股的增加，控制股東所能分享的利潤愈高，此時控制股東與公司的目標愈趨於一致，我們以控制股東現金流量權衡量控制股東的誘因效果，控制股東的現金流量權愈大，誘因效果也愈強。在侵佔效果方面，股權集中也會帶來成本，控制股東也可能為了追求自己的利益，剝削小股東或員工的利益，此一侵佔效果在公司控制權與現金流量權存有偏離的情況特別嚴重。當控制股東竊取公司的資產時，股權存有偏離的控制股東只須付出少數的成本但卻能享受全部的利益。我們以一個簡單的金

[5] 台灣地區經濟體係之特性，包括，較小的股票市場、較高的股權集中、較弱的投資人保護與較低的資訊揭露程度（Chin et al., 2007）。

字塔結構說明此一情形。假設有一家族A持有X公司30%的股份，此外X公司亦取得Y公司25%的股份，我們可以說A家族只花7.5%的成本（現金流量權）就取得了Y公司25%的股權（控制權）。在此一股權結構之下，控制股東每偷竊公司100元的財產，只須負擔7.5元的成本。我國上市公司普遍存有股權偏離的情況，根據Yeh（2005）針對1998年台灣上市公司的研究顯示，在20%的控制權水準下，70%的公司具有最終控制股東，此外，具有最終控制股東公司之現金流量權平均數為21.7%，控制權平均數為30.3%，表示我國上市公司的控制權多大於現金流量權，普遍存有股權偏離的情況。

三、公司治理與盈餘管理方法之選擇

當控制股東掌握公司的經營權時，同時也掌握了公司的財務報導政策以及盈餘管理的方式。過去研究指出公司治理機制的強弱會影響盈餘管理的方法（Klein, 2002; Borokhovich et al., 2004；金成隆等，2006），故本文預期控制股東的股權結構會影響公司使用衍生性金融商品與裁決性應計的相對使用程度。

由於衍生性金融商品的使用與公司價值呈正相關（Allayannis and Weston, 2001; Bartram et al., 2004），過去的研究顯示公司治理機制較強時，較會使用衍生性金融商品以達避險的功能。例如，Tufano（1996）與Froot et al.（1993）的研究發現，在缺乏代理衝突的情況下，採用衍生性金融商品的避險活動能使公司避免因外部融資產生的無謂損失，同時，確保內部資金的有效性，追求具獲利性的投資機會。Allayannis et al.（2007）的研究顯示，當機構投資人持股的比例愈高時，由於經理人受到機構投資人的監督，因此，傾向從事避險性的衍生性金融商品操作，機構投資人也會降低經理人投機性的操作衍生性金融商品。Borokhovich et al.（2004）的研究發現當外部董事所占的比例愈高時，經理人愈會從事避險性的衍生性金融商品操作以提昇股東的利益。

另一方面，裁決性應計項目的使用多與投機動機有關，過去國內外的研究顯示，代理問題較嚴重的公司，會透過裁決性應計項目進行投機性的盈餘管理。例如，Watts and Zimmerman（1986）指出，股權較為分散的公司，代理問題較嚴重，公司會透過獎酬契約的設計以緩和經理人與股東間因資訊不對稱所引發的代理問題，此時，經理人多會傾向使用會計上的裁量權從事盈餘管理，以達到獎酬契約的標準[6]。Bowen et al.（2005）實證指出，當公司治理品質較差時，例如，董事會的規模愈大、外部董事佔董事會或審計委員會的比例愈低時，公司會從事較積極與投機性質的會計選擇。

[6] Healy（1985）、Gaver et al.（1995）、Holthausen et al.（1995）的研究同樣也發現，當公司存有紅利計畫（bonus contracts）時，經理人有較大的誘因進行盈餘管理。

相反的，公司監理機制較強或代理問題較小的公司，公司較不會使用投機性質的裁決性應計項目進行盈餘管理。Dechow et al.（1996）研究發現，當董事會是由內部人所主導時，較容易產生應計管理。因此，外部董事能減少經理人使用應計管理的可能性，降低會計弊案的發生（Beasley, 1996）。Klein（2002）、Xie et al.（2003）研究亦發現，董事會與審計委員會的獨立性愈高，公司使用異常應計的程度愈小。

國內的研究結果也與國外研究相同，陳錦村與葉雅薰（2002）以國內上市櫃公司為研究對象，研究發現當董事會規模愈大時，愈能發揮監督的功能，因此，有效監督經理人從事投機性盈餘管理的行為。此外，當董事長兼任總經理時，董事會監督的功能遭弱化，經理人傾向透過裁決性應計進行盈餘管理。呂麒麟與向少華（2005）研究發現機構投資人持股比例愈高時，能有效降低代理問題，限制經理人進行應計管理。此外，蔡柳卿與楊怡芳（2006）探討公司治理指標與經理人符合績效門檻的關聯性，研究發現當公司具有避免損失與維持績效的門檻誘因時，公司治理的有效性愈高，愈能抑制經理人的盈餘管理行為。

綜合前述國內外的研究結果，本文預期，當控制股東的現金流量權較大時，由於控制股東與小股東的利益一致，較有誘因選擇使公司價值增加的衍生性金融商品進行操作；而裁決性應計項目的使用會帶來成本，未來也會迴轉（Gunny, 2005），現金流量權較大的公司較不會使用裁決性應計項目。反之，股權偏離的公司，控制股東較可能使用投機性質的裁決性應計項目剝削小股東利益。本文建立的假說為：

H2a：控制股東的現金流量權較大時，會傾向使用衍生性金融商品進行盈餘管理

H2b：控制權與現金流量權存有偏離的公司，會傾向使用裁決性應計項目進行盈餘管理

參、研究方法

一、樣本選取、資料來源與特性

本研究以2001年至2005年上市櫃公司為研究對象。資料來源部份，股權結構資料係取自台灣經濟新報社資料庫（TEJ database），「公司治理模組之控制持股與董監結構主表」，該資料庫係採用La Porta et al.（1999）之作法來定義最

終控制股東之持股資料[7]。而公司揭露衍生性金融商品資料，係取自公開資訊觀測站所提供之各公司財務報告書，並查詢財務報告書中附註揭露部份得之。此外，公司之進口資訊係查詢自經濟部國際貿易局得之。至於其他財務變數，則係取自TEJ之「一般產業財務資料檔」。排除掉的樣本包括：首先，本文援引La Porta et al.（1999）之作法，以最終控制股東之投票權大於10%者為樣本[8]，故將投票權小於10%之公司-年（firm-year）資料予以排除。其次，計算相關財務變數時，所產生的遺漏值。最後，金融保險產業由於營業性質有別於一般產業且受到政府規範較多[9]，故予以排除。

符合選樣標準之樣本數共計3,862筆公司-年資料。表一係樣本公司之年度與產業分佈狀況，由Panel A顯示，從2001（2002）年的591（688）個樣本，到2004（2005）年的867（931）個樣本，樣本有逐年增加的趨勢；而在Panel B的產業分佈狀況中則顯示，資訊電子業佔總樣本的比例為最高，高達50.70%，其次分別為其他產業（7.38%）、化學產業（6.81）及機電產業（5.41%）。

表一　樣本分配表

Panel A: 樣本年度分配

年度	2001	2002	2003	2004	2005	總計
樣本	591	688	785	867	931	3,862

Panel B: 樣本產業分配

TEJ產業代碼	產業名稱	樣本	佔全體樣本%
11	水泥	30	0.78
12	食品	93	2.41
13	塑膠	99	2.56
14	紡織人纖	206	5.33
15	機電	209	5.41
16	電線電纜	59	1.53
17	化學	263	6.81
18	玻璃陶瓷	26	0.67
19	造紙	29	0.75
20	鋼鐵金屬	153	3.96
21	橡膠輪胎	44	1.14
23	資訊電子	1,958	50.70
25	營建	201	5.20
26	運輸	101	2.62
27	觀光	47	1.22
29	百貨	59	1.53
99	其它	285	7.38
	總計	3,862	100.00

[7] 最終控制者係指對公司決策具有最大影響力者，通常為公司之大股東、董事長、總經理或其家族成員及經營團隊。其中，大股東係採用年報與公開說明書之定義，以持股前十名或持股率大於百分之五以上者。

[8] 此外，本文亦使用Claessens et al.（2000）之低度控制水準5%；以及Fan and Wong（2002）之高度控制水準20%加以檢測，實證結果與本文差異不大。

[9] 我國金融機構從事衍生性金融商品與公司承做目的不同，主要係以與客戶對做或投機性的投資為主。

二、變數衡量

（一）公司價值（Q）

本文以Tobin's Q來衡量公司價值（Q），由於計算Tobin's Q 必須獲得各公司資產的重置成本（replacement cost），而在台灣無法取得此一資料，故以Proxy Q 代替[10]。計算方式為：$Q_{it} = \left[\left(OST_{it} \times P_{it}\right) + LB_{it}\right] / BV_{it}$，其中$OST_{it}$係指i公司t年底流通在外股數，$P_{it}$係指i公司t年底每股市價，$LB_{it}$係指i公司t年底總負債帳面值，$BV_{it}$係指i公司t年底總資產帳面值。

（二）盈餘管理組合變數（IN1）

本文使用衍生性金融商品名目金額（DER）與裁決性應計項目絕對值（|DA|）來衡量盈餘管理組合變數（IN1）。由於衍生性金融商品與裁決性應計項目衡量的基礎並不一致，對於淨利的影響程度也不同，本文參考Balkin et al.（2000）的方法，分別算出兩個變數標準化後的數值，亦即先計算樣本期間各年度衍生性金融商品名目金額之平均數與標準差。接著，將個別公司-年（firm-year）之衍生性金融商品名目金額扣除平均數後，再除以標準差以獲得標準化之數值。裁決性應計項目標準化之過程亦同。盈餘管理組合變數（IN1）為標準化之衍生性金融商品名目金額除以標準化之裁決性應計項目絕對值。

其中，DER係指公司每年揭露在財務報表上，以規避匯率或利率為目的之衍生性金融商品名目金額的合計數，包括遠期契約（forward）、交換避險（swap）、選擇權（option）及期貨（future）避險之名目金額（Barton, 2001; Wang and Kao, 2005）。另外，有關異常應計之估計，本文使用modified Jones' (1991) model（Dechow et al.,1995）來衡量裁決性應計項目（DA）。文獻上許多研究均指出modified Jones' model 較能降低衡量誤差（Dechow et al., 1995; Guay et al., 1996）。其估計模型如下：

$$TA_{it}/A_{it-1} = \varphi_1(1/A_{it-1}) + \varphi_2\left[(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})/A_{it-1}\right] + \varphi_3(PPE_{it}/A_{it-1}) + \mu_{it} \qquad (1)$$

其中，A_{it-1}為i公司t年之期初總資產；$\triangle REV_{it}$為i公司t年之銷售收入變動數；$\triangle AR_{it}$為i公司t年之應收帳款變動數；PPE_{it}為i公司t年之固定資產毛額。有關總應計項目（TA_{it}）的衡量方式，本文引用Collins and Hribar（2000）的方法，以扣除非常項目前淨利與營業活動現金流量的差額衡量總應計項目[11]。此

[10] Lehn et al.（1990）指出Tobin's Q與Proxy Q的相關係數很高。

[11] 過去亦有研究使用資產負債表法估計總應計項目（例如，Healy, 1985; Jones, 1991; Dechow et al., 1995; Guay et al., 1996）。因此，本文另外使用該法估計總應計項目：$TA_{it}/A_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta STDEBT_{it} - DEPTN_{it})/A_{it}$。（其中$CA_{it}$為流動資產；$CL_{it}$為流動負債；$CASH_{it}$為現金及約當現金；$STDEBT_{it}$為長期負債一年內到期部分；$DEPTN_{it}$為折舊與攤銷費用，△代表變動數。）。實證結果顯示與現金流量表法差異不大。

外，由於台灣股市歷史尚短，若以時間序列資料估計，將造成樣本數大幅減少及模型解釋力不足等內部效度的問題，因此採用DeFond and Jiambalvo（1994）的方法，以同一期間同產業內的橫斷面資料估計之。

（三）股權結構（CG）

本文依據La Porta et al.（1999）之定義，將最終控制股東定義為對公司決策具有最後或最大影響力者，通常是指公司之最大股東、董事長或總經理等及其家族或經營團隊。控制股東投票權之計算，係將屬於同一控制群體的直接和間接持有的投票權相加。直接控制乃是指登記在最終控制者名下的投票權，亦即指最終控制者手中直接持有公司之股權。而間接控制乃指控制股東透過公司以外之其他公司，間接持有公司之控制權。現金流量權則為控制鏈上各股權比率相乘後相加的數額[12]。本文使用控制股東之現金流量權（CAS）來衡量控制股東之正向誘因效果，本文預期，當控制股東所持有之現金流量權愈高，此時，代理成本較小，故傾向使用較高程度的衍生性金融商品進行平穩盈餘。其次，本文使用現金流量權除以投票權之比率（CV）以及投票權扣除現金流量權之數額（ECV），來衡量控制股東股權偏離程度，本文預期，當CV數值愈小（ECV數值愈大），表示代理問題較為嚴重，控制股東剝削小股東的誘因較大，故使用裁決性應計進行操弄盈餘的程度較高。

（四）其他控制變數

1.假說一之控制變數

Lang and Stulz（1994）、Claessens et al.（2000）指出規模愈小的公司，由於具有較佳的成長前景，市場評價因而較高，本文以期初資產取自然對數衡量公司規模（SIZE），並預期SIZE係數應小於0。一般而言，公司的獲利性愈高，市場所給予的評價愈高（Chung et al., 2003），本文以總資產報酬率（ROA），即繼續營業活動之稅後淨利除以平均總資產作為獲利性之量測，同時預期ROA係數應大於0。Allayannis and Weston（2001）研究發現成長機會較大的公司，有較高的未來獲利能力，公司價值亦較高，本文以資本支出除以銷貨收入淨額，作為公司成長機會（CAPSALE）之替代變數，同時預期CAPSALE係數大於0。Pincus and Rajgopal（2002）指出機構投資人是一有效的外部監督機制，有助於提昇公司價值，本研究以國內外金融機構、法人、信託基金以及政府機構持有

[12] 在計算控制股東現金流量權時，係依據控制鏈上各股權相乘得之數額，但若該股東透過多條控制鏈同時擁有上市公司股權時，則控制股東現金流量權是將每條控制鏈所求得之現金流量權相加。例如，某控制股東持有X上市公司20%的股權，而X上市公司轉投資Y上市公司10%的股權，此外，將控制股東持有Z上市公司30%股權，而Z公司亦轉投資Y公司20%股權，故該控制股東將擁有Y公司30%的控制權(兩條控制鏈中最末端股權相加)，但僅擁有8%的現金流量權(兩條控制鏈上各股權相乘值的加總)。

公司股權比率之合計數，來衡量機構持股（INST），並預期INST係數大於0。最後，本文亦納入產業別（IND）與年度別（YEAR）虛擬變數。

2.假說二之控制變數

營運槓桿度係指公司營運中固定成本使用的程度，營運槓桿度愈低，代表固定成本愈少，相對的變動成本所佔的比重愈大。變動成本愈多將增加公司的營運風險（Ashari et al., 1994），因此，經理人有誘因使用衍生性金融商品進行避險活動，平穩盈餘的波動程度。本文以銷貨收入淨額扣除變動營運成本及費用後，再除以營業利益來衡量營運槓桿度（DOL），本文預期DOL係數應小於0。Barton（2001）研究發現當公司有較長的淨營業週期，其現金流量將曝露較大的市場價格風險，因此，公司之淨營業週期與衍生性金融商品之操作呈正相關。本研究以應收帳款平均收現天數，加上存貨平均週轉天數再扣除應付帳款平均週轉天數，來衡量公司之淨營業週期（CYCLE），並且預期CYCLE係數應大於0。當公司預期發放的股利愈多，將增加對現金的需求，因而有誘因使用衍生性金融商品從事避險，以減緩現金流量的波動性（Graham and Rogers, 2002）。本文以當年度支付給普通股股東之現金股利，除以繼續營業活動之稅後淨利，來衡量股利支付率（PAYOUT），並且預期PAYOUT係數大於0。短期資產的流動性會影響公司的風險管理活動，公司使用衍生性金融商品從事避險活動，主要為減緩現金流量的波動，進而平穩盈餘（Nance et al., 1993; Barton, 2001），因此，短期資產流動性較佳的公司，亦即速動比率愈高，較不需要使用衍生性金融商品進行避險（Wang and Kao, 2005）。本文以速動資產除以流動負債，來衡量速動比率（QR），同時預期QR係數小於0。Guay（1999）實證發現公司操作衍生性金融商品，主要是規避匯率所暴露的風險，因此，公司外銷的金額愈高時，則使用衍生性金融商品的可能性愈高，本文以外銷淨額除以期初總資產來衡量公司外銷活動（FS），並預期FS係數大於0。此外，Geczy et al.（1997）指出，當公司的進口競爭程度愈高，導致公司面臨較高的外幣風險暴露時，傾向使用衍生性金融商品進行避險，本文以進口支出除以期初總資產來衡量進口活動（IM），且預期IM係數應大於0。

另一方面，Dechow et al.（1995）指出若公司具有極端的營業活動現金流量，則使用modified Jones' model所估計之裁決性應計項目將產生高估的情況。為控制衡量上的問題，本文將營業活動現金流量取絕對值（OCF），並以期初總資產平減。由於營業活動現金流量之組成項目與裁決性應計項目有關，因此，本文預期營業活動現金流量與裁決性應計項目呈正相關，亦即OCF係數小於0。過去研究發現，當公司的盈餘變動程度愈高，經理人為避免違反債務契約與債務信用評等的不利效果，將行使會計上的裁量權進行盈餘操縱（DeFond and Jiambalvo, 1994）。本文以長期負債比率（LEV），即長期負債除以總

資產來衡量此一槓桿效果。我們預期長期負債比率與裁決性應計項目呈正相關，因此，預期LEV係數小於0。最後，本文亦納入產業別（IND）與年度別（YEAR）虛擬變數。

三、檢測模式

本研究共分成兩個階段來檢測所發展的假說。首先，我們使用下列迴歸式檢測假說一：

$$Q_{it}=\alpha_0+\alpha_1 IN1+\alpha_2 SIZE_{it}+\alpha_3 ROA_{it}+\alpha_4 CAPSALE_{it}+\alpha_5 INST_{it}+\alpha_n\sum IND+\alpha_m\sum YEAR+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

本文預期IN1的係數大於0。

而假說二則使用下列之方程式進行檢測：

$$IN1_{it}=\beta_0+\beta_1 CG_{it}+\beta_2 DOL_{it}+\beta_3 CYCLE_{it}+\beta_4 PAYOUT_{it}+\beta_5 QR_{it}+\beta_6 FS_{it}+\beta_7 IM_{it}+\beta_8 OCF_{it}+\beta_9 LEV_{it}+\beta_n\sum IND+\beta_m\sum YEAR+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

上式之股權結構變數（CG）分別使用現金流量權（CAS）、現金流量權除以投票權之比率（CV）以及投票權扣除現金流量權之數額（ECV）代入，本文預期CAS與CV的係數應大於0，而ECV的係數應小於0。

肆、實證結果

一、變數敘述統計分析

表二為各變數之敘述統計量，公司價值（Q）平均數（中位數）為1.305（1.102）。盈餘管理組合變數（IN1）之平均數（中位數）為0.810（0.284）。此外，衍生性金融商品名目金額合計數（DER），平均數（中位數）為1,128（0）百萬元。異常應計（|DA|）之平均數（中位數）為0.076（0.053）。而在股權結構變數（CG）方面，最終控制股東現金流量權（CAS）平均數（中位數）25.20%（21.80%），而投票權（EV）平均數（中位數）為31.30%（28.30%）。現金流量權與投票權偏離比率（CV）之平均數（中位數）為80.40%（94.10%）[13]，控制權與現金流量權差異數（ECV）平均數（中位數）為6.00%（1.50%），由CV與ECV的統計結果顯示大多台灣上市公司股權存有偏離的情形。

[13] Fan and Wong（2000）的研究結果顯示，最終控制者的控制權平均數為21%，股權偏離程度平均為85%，與本文結果差異不大。

表二　敘述統計量

相關變數	平均數	標準差	四分位		
			0.25	0.5	0.75
Q	1.305	0.659	0.893	1.102	1.502
IN1	0.810	1.647	0.202	0.284	0.549
DER（百萬）	1,128	18,800	0	0	81
|DA|	0.076	0.075	0.025	0.053	0.099
CAS	0.252	0.156	0.132	0.218	0.352
EV	0.313	0.150	0.192	0.283	0.414
CV	0.804	0.273	0.708	0.941	0.999
ECV	0.060	0.100	0	0.015	0.069
SIZE	14.950	1.218	14.054	14.808	15.638
ROA	0.051	0.091	0.008	0.046	0.100
CAPSALE	0.267	0.413	0.045	0.140	0.356
INST	0.331	0.225	0.143	0.302	0.489
DOL	6.063	23.591	1	2	5
CYCLE	126.731	214.464	44	80.500	130
PAYOUT	0.339	0.729	0	0.143	0.472
QR	1.573	1.497	0.735	1.139	1.861
FS	0.177	0.378	0	0	0.136
IM	0.127	0.229	0	0.033	0.150
OCF	0.100	0.084	0.037	0.078	0.138
LEV	0.083	0.096	0	0.049	0.142

變數定義：

Q是指公司價值，衡量方式為股東權益市值加上負債帳面值，再除以總資產帳面值。IN1係指衍生性金融商品名目金額之標準化數值，除以裁決性應計項目標準化數值。DER為衍生性金融商品之名目金額合計數。|DA|係指裁決性應計項目取絕對值。CAS為控制股東之現金流量權。EV為控制股東之投票權。CV為控制股東現金流量佔投票權權偏離程度。ECV為控制股東投票權扣除現金流量權。SIZE是指公司規模，衡量方式為期初總資產取自然對數。ROA係指公司之獲利率，衡量方式為稅後淨利除以平均總資產。CAPSALE係指公司成長機會，衡量方式為資本支出除以銷貨收入淨額。INST係指機構投資人之持股比例。DOL為營運槓桿度，衡量方式為銷貨收入淨額扣除變動營運成本及費用後，再除以營業利益。CYCLE係指公司淨營業週期，衡量方式為應收帳款平均週轉天數加上存貨平均週轉天數，再扣除應付帳款平均週轉天數。PAYOUT是指股利支付率，衡量方式為現金股利除以繼續營業活動之稅後淨利衡量。QR為速動比率，衡量方式為速動資產除以流動負債。FS為外銷活動，衡量方式為外銷金額除以期初總資產。IM為進口活動，衡量方式為進口支出除以期初總資產。OCF為營業活動現金流量取絕對值，再以期初總資產平減。LEV為長期負債比率，衡量方式為長期負債除以總資產。

就控制變數而言，公司規模（SIZE）平均數為14.950，顯示樣本公司取對數前的平均資產為9,237佰萬元。總資產報酬率（ROA）平均為5.10%。成長機會（CAPSALE）平均為0.267。機構持股比率（INST）平均為33.10%。營運槓桿度（DOL）平均數為6.063。淨營業週期（CYCLE）平均天數為126.731天。股利支付率（PAYOUT）平均為33.90%。速動比率（QR）平均為1.573。外銷活動（FS）平均數為0.177，而進口活動（IM）平均數為0.127。營業活動現金流量（OCF）平均數為0.100。最後，長期負債比率（LEV）平均為0.083。

表三為相關係數表，表中右上角為Pearson積差相關係數，左下角為Spearman等級相關係數。從相關分析的結果顯示，盈餘管理組合變數（IN1）與公司價值（Q）呈現顯著正向關係。此外，在控制股東股權結構變數（CG）中，現金流量權（CAS）、股權偏離（CV）與盈餘管理組合變數（IN1）呈顯著正向關係；而控制股東超額控制（ECV）則呈顯著負相關。從上述結果初步得知，公司使用較高程度的衍生性金融商品（裁決性應計項目）進行盈餘管理有助於提昇（降低）公司價值。另外，當控制股東持有較高的現金流量權時，或股權偏離幅度愈低時，選擇使用衍生性金融商品進行盈餘管理的程度較高；反之，當控制股東股權偏離愈嚴重，亦或存有超額控制時，此時，使用異常應

表三　相關係數表

相關變數	Q	IN1	CAS	CV	ECV	SIZE	ROA	CAPSALE	INST	DOL	CYCLE	PAYOUT	QR	FS	IM	OCF	LEV
Q		0.059**	0.017**	0.031**	-0.019**	-0.078***	0.613***	0.122***	0.150***	-0.061***	-0.144***	0.031**	0.269***	0.118***	0.059***	0.430***	-0.118***
		(0.028)	(0.038)	(0.012)	(0.012)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.037)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
IN1	0.115***		0.037**	0.045***	-0.033**	0.013*	0.007	0.017**	0.003	-0.032**	0.048**	0.001	-0.048***	0.055***	0.017	-0.033**	-0.031**
	(0.000)		(0.021)	(0.001)	(0.039)	(0.064)	(0.800)	(0.041)	(0.718)	(0.020)	(0.034)	(0.895)	(0.004)	(0.000)	(0.282)	(0.014)	(0.022)
CAS	0.023**	0.032**		0.580***	-0.396***	-0.074***	0.062***	0.183***	0.005	0.001	0.041***	0.075***	0.013	-0.020	-0.079***	0.053***	-0.065***
	(0.021)	(0.045)		(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.729)	(0.955)	(0.007)	(0.000)	(0.374)	(0.182)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
CV	0.042**	0.027**	0.588***		-0.887***	0.112***	0.014	-0.120***	0.256***	0.006	0.063***	0.001	0.039***	0.021	-0.057***	0.047***	-0.057***
	(0.019)	(0.042)	(0.000)		(0.000)	(0.000)	(0.355)	(0.000)	(0.000)	(0.672)	(0.000)	(0.974)	(0.009)	(0.159)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
ECV	-0.037**	-0.018*	-0.465***	-0.980***		0.147***	0.007	0.138	0.388	0.004	-0.026	0.015	-0.008	0.031*	0.038**	0.047***	0.082***
	(0.044)	(0.056)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.659)	(0.000)	(0.000)	(0.798)	(0.101)	(0.346)	(0.642)	(0.052)	(0.019)	(0.004)	(0.000)
SIZE	-0.101**	0.022*	-0.102***	0.093***	0.101***		-0.062***	0.183***	0.313***	0.059***	0.038**	0.015	-0.183***	-0.347**	0.102***	-0.106**	0.282***
	(0.000)	(0.091)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.011)	(0.319)	(0.000)	(0.022)	(0.000)	(0.036)	(0.000)
ROA	0.690***	0.072***	-0.111***	0.021	0.025	-0.106***		-0.211***	0.181***	-0.015	-0.187***	0.088***	0.294***	0.144***	0.093***	0.457***	-0.164***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.136)	(0.121)	(0.000)		(0.000)	(0.000)	(0.307)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
CAPSALE	0.114***	0.019	-0.032	0.016	0.023	0.100***	-0.170***		0.069***	0.012	0.186***	-0.076**	-0.135***	-0.159***	-0.081***	-0.030*	0.334***
	(0.000)	(0.317)	(0.030)	(0.155)	(0.150)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.437)	(0.000)	(0.027)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.050	(0.000)
INST	0.165***	0.024	-0.278***	0.179***	0.242	0.293***	0.196***	-0.000		-0.016	0.018	0.047***	0.036**	-0.097***	0.023	0.139***	0.058***
	(0.000)	(0.163)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.979)		(0.298)	(0.239)	(0.002)	(0.018)	(0.000)	(0.152)	(0.000)	(0.000)
DOL	-0.050***	-0.041***	0.023*	-0.022	0.018	0.060***	0.068***	0.039**	0.025*		0.028*	0.021	-0.021	-0.043***	0.003	-0.028*	-0.013
	(0.002)	(0.002)	(0.072)	(0.281)	(0.262)	(0.000)	(0.000)	(0.042)	(0.095)		(0.067)	(0.166)	(0.163)	(0.004)	(0.879)	(0.065)	(0.400)
CYCLE	-0.250***	0.027*	-0.068***	0.142***	-0.115	-0.102***	-0.269***	0.192***	-0.169**	-0.070***		-0.026*	-0.109***	-0.097***	-0.100***	-0.033**	-0.082***
	(0.000)	(0.074)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.023)	(0.000)		(0.090)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.029)	(0.000)
PAYOUT	0.194***	0.032**	0.144***	0.031	0.026	0.025*	0.423***	-0.117***	0.137***	0.144***	-0.145***		0.077***	-0.026*	-0.014	-0.025*	-0.055
	(0.000)	(0.049)	(0.000)	(0.165)	(0.110)	(0.094)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.080)	(0.397)	(0.099)	(0.000)
QR	0.325***	-0.055***	-0.003	-0.048***	0.045***	-0.263***	0.451***	-0.167***	0.026*	0.044***	-0.147***	0.027***		0.039***	-0.066***	0.204***	-0.128***
	(0.000)	(0.000)	(0.973)	(0.000)	(0.005)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.085)	(0.004)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
FS	0.051***	0.018	-0.041**	-0.014	0.013	-0.514***	0.057***	-0.083***	-0.153**	-0.069***	0.042***	-0.048**	0.128***		0.085	0.107***	-0.072***
	(0.000)	(0.473)	(0.018)	(0.379)	(0.422)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.123)	(0.000)	(0.005)	(0.042)	(0.000)		(0.000)	(0.000)	(0.000)
IM	0.109***	0.007	-0.098***	-0.064***	0.047**	0.249***	0.136***	-0.044***	-0.007	0.051***	0.043***	0.060***	0.014	-0.026		0.048***	0.037**
	(0.000)	(0.655)	(0.000)	(0.000)	(0.004)	(0.000)	(0.000)	(0.006)	(0.672)	(0.002)	(0.007)	(0.000)	(0.393)	(0.112)		(0.003)	(0.021)
OCF	0.383***	-0.046***	0.050***	-0.043***	0.062***	-0.124***	0.466***	0.019	0.131***	0.008	-0.140***	0.158***	0.275***	0.059***	0.018		-0.104***
	(0.000)	(0.003)	(0.000)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.199)	(0.000)	(0.591)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.264)		(0.000)
LEV	-0.086***	-0.031**	-0.102***	-0.055***	0.046***	0.272***	-0.184***	0.336***	0.017	0.062***	0.042***	-0.149*	-0.201***	-0.052***	0.137***	-0.115**	
	(0.000)	(0.024)	(0.000)	(0.000)	(0.004)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.248)	(0.000)	(0.006)	(0.081)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.044)	

a. 右上方為Pearson積差相關分析，左下方為Spearman等級相關分析。（ ）為P值。***：表示P＜0.01；**：表示P＜0.05；*：表示P＜0.1。
b. 變數定義請詳見表二。

計進行盈餘管理的程度較高。

至於控制變數方面，公司規模（SIZE）、資產報酬率（ROA）、成長機會（CAPSALE）、機構持股（INST）與公司價值（Q）之相關性獲得初步支持，亦即規模愈小、資產報酬率愈高、成長機會愈大、機構投資人持股比率愈高，對於公司價值的正向影響愈大。另一方面，營運槓桿度（DOL）、淨營業週期（CYCLE）、股利支付率（PAYOUT）、速動比率（QR）、外銷活動（FS）、營業活動現金流量（OCF）、長期負債結構（LEV）與盈餘管理組合變數（IN1）的關係，亦獲得初步支持，即營業槓桿度愈低、營業週期愈長、公司發放較高之現金股利、速動比率愈低，以及外銷活動愈頻繁時，與公司使用衍生性金融商品進行盈餘管理呈現正向的關聯性；再者，營業活動現金流量愈高、長期負債比率愈高，與公司使用裁決性應計項目進行盈餘管理呈現正向關係。

二、盈餘管理方法之選擇對公司價值的影響

表四係檢測盈餘管理組合變數（IN1）對於公司價值（Q）的影響，亦即是否使用衍生性金融商品相對於應計管理的程度較高時，對於公司價值有正向的影響性。實證結果發現盈餘管理組合變數與公司價值呈現顯著為正的關係[14]（P＜0.05）。亦即與過去研究相一致（Barton, 2001; Bartram et al., 2004），公司使用衍生性金融商品進行避險性的活動，能有效降低盈餘的波動性，同時提昇公司價值；再者，當公司使用裁決性應計項目進行盈餘管理時，對於公司價值將產生負面的影響（DeAngelo et al., 1994; Dechow, 1994 ; Hunt et al., 1995）。因此，當公司同時使用衍生性金融商品與裁決性應計項目進行盈餘管理時，衍生性金融商品的相對程度愈高，表示公司避險的程度較高，因而有助於平穩公司的盈餘波動風險，提昇公司的市場評價。故假說一獲得支持。

表四　盈餘管理方法之選擇對公司價值的影響性

$$Q_{it}=\alpha_0+\alpha_1 IN1+\alpha_2 SIZE_{it}+\alpha_3 ROA_{it}+\alpha_4 CAPSALE_{it}+\alpha_5 INST_{it}+\alpha_n\sum IND+\alpha_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

自變數	預期符號	估計係數	t值
Constant	?	1.019	8.28***
IN1	＋	0.019	2.49**
SIZE	－	-0.018	-2.39**
ROA	＋	4.358	27.65***
CAPSALE	＋	0.011	0.57
INST	＋	0.234	5.85***
R^2	0.495		
F-value	82.73***		
N	3,862		

a. 變數定義請詳見表二。
b. ***、**、*分別為1%、5%及10%之顯著水準（雙尾）。本文使用White（1980）測試異質性，如違反同質性者，標準誤與t值業已加以調整。
c. 各自變數之VIF（variance inflation factors）值皆小於2，因此共線性問題並不嚴重。
d. 產業別與年度別虛擬變數並未放入表中。

[14] 本文亦個別檢測衍生性金融商品與裁決性應計項目對公司價值的影響，實證結果顯示衍生性金融商品與公司價值呈顯著正向關係（P < 0.01）；另一方面，應計項目則與公司價值呈顯著負向關係（P < 0.01）。

至於控制變數而言，公司規模（SIZE）顯著為負（P＜0.05），表示規模愈小的公司，未來成長潛能愈高，因此，市場評價較高。資產報酬率（ROA）呈顯著為正（P＜0.01），亦即績效較好的公司，公司的價值較大。機構持股比例（INST）亦顯著為正（P＜0.01），表示機構持股比例愈高，外部監督能力較大，公司的價值較高。

三、控制股東股權結構與盈餘管理方法選擇之關係性

表五係探討股權結構（CG）與盈餘管理組合變數（IN1）之關聯性。實證結果顯示，在模式（1）下，現金流量權（CAS）估計係數呈顯著為正（P＜0.01），與預期結果相符，表示控制股東持有較大的現金流量權時，此時，控制股東與公司利益愈趨於一致，因此，傾向使用較高比例的衍生性金融商品進行盈餘管理。接著，模式（2）實證結果指出，控制股東現金流量權對投票權之偏離程度（CV）係數顯著為正（P＜0.05），與預期相符，表示股權結構偏離幅度較小的公司（CV值愈大），較會使用衍生性金融商品從事盈餘管理。另外，模式（3）結果顯示超額控制（ECV）係數顯著為負（P＜0.1），與預期相符，表示控制股東股權偏離愈嚴重時，此時，控制股東選用裁決性應計進行投機性盈餘管理的比例愈高。綜上所述，當控制股東所持有的現金流量權愈大（股權偏離幅度愈小），對於控制股東而言，由於盈餘分派與經營控制的權力趨於一致，因而，在盈餘管理工具的選用上，將採取避險性的衍生性金融商品；反之，當控制股東所持有的控制能力明顯大於其權益投入成本時，此時，自利動機將趨使控制股東選用具投機性質的應計管理。因此，假說二獲得支持。

表五　控制股東股權結構與盈餘管理方法選擇之關係性

$$IN1_{it}=\beta_0+\beta_1 CG_{it}+\beta_2 DOL_{it}+\beta_3 CYCLE_{it}+\beta_4 PAYOUT_{it}+\beta_5 QR_{it}$$
$$+\beta_6 FS_{it}+\beta_7 IM_{it}+\beta_8 OCF_{it}+\beta_9 LEV_{it}+\beta_n \sum IND+\beta_m \sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

自變數	預期符號	Model 1		Model 2		Model 3	
Constant	?	-0.116	(-1.42)	-0.133	(-1.55)	-0.023	(-0.29)
CAS	+	0.232	(2.63)***				
CV	+			0.110	(2.26)**		
ECV	−					-0.241	(-1.89)*
DOL	−	-0.001	(-1.73)*	-0.001	(-1.73)*	-0.001	(-1.74)*
CYCLE	+	1.801×10^{-4}	(2.26)**	1.824×10^{-4}	(2.28)**	1.855×10^{-4}	(2.32)**
PAYOUT	+	0.013	(0.60)	0.014	(0.68)	0.015	(0.70)
QR	−	-0.016	(-2.04)**	-0.016	(-2.00)**	-0.017	(-2.05)**
FS	+	0.125	(3.44)***	0.124	(3.41)***	0.125	(3.46)***
IM	+	0.068	(1.16)	0.068	(1.15)	0.070	(1.18)
OCF	−	-0.668	(-3.71)***	-0.632	(-3.53)***	-0.636	(-3.55)***
LEV	−	-0.488	(-3.06)***	-0.500	(-3.15)***	-0.498	(-3.16)***
R^2		0.021		0.021		0.020	
F-value		2.16***		2.11***		2.09***	
N		3,862		3,862		3,862	

a. 變數定義請詳見表二。

b.（）為t值。***、**、*分別為1%、5%及10%之顯著水準（雙尾）。本文使用White（1980）測試異質性，如違反同質性者，標準誤與t值業已加以調整。

c. 各自變數之VIF（variance inflation factors）值皆小於2，因此共線性問題並不嚴重。

d. 產業別與年度別虛擬變數並未放入表中。

至於控制變數方面，營運槓桿度（DOL）顯著為負（$P < 0.1$），表示營運槓桿度愈低時，營運風險愈大，需要藉由避險活動來平穩損益。淨營業週期（CYCLE）顯著為正（$P < 0.05$），表示淨營業週期愈長的公司，需要透過衍生性金融商品的操作來降低風險。速動比率（QR）顯著為負（$P < 0.05$），表示速動比率愈低的公司，會使用衍生性金融商品進行避險，以減緩現金流量的波動性。外銷活動（FS）顯著為正（$P < 0.01$），亦即出口導向的公司，會藉由衍生性金融商品的操作來規避匯率的風險。另一方面，營業活動現金流量（OCF）顯著為負（$P < 0.01$），表示裁決性應計項目之操作與營業活動現金流量呈現正向關係。長期負債比率（LEV）顯著為負（$P < 0.01$），表示公司為避免違反債務契約之規定，會使用裁決性應計項目進行盈餘管理。

伍、敏感性分析

一、另一盈餘管理組合變數：IN2

本研究亦使用另一盈餘管理組合變數（IN2）加以檢測。IN2之衡量方式如下：

$$IN2 = \frac{\text{衍生性金融商品名目金額標準化之數值}}{\text{衍生性金融商品名目金額標準化之數值} + \text{裁決性應計項目標準化之數值}}$$

本文使用IN2重新執行假說之檢測。表六 Panel A實證結果與表四相一致，亦即盈餘管理組合變數（IN2）與公司價值（Q）呈顯著為正（$P < 0.05$）的關係，表示相對於裁決性應計項目，公司使用較高程度的衍生性金融商品進行避險活動，有助於公司價值提昇。接著，Panel B的結果指出，控制股東股權結構變數（CG）會影響公司盈餘管理工具的選擇，當公司治理結構較佳、代理問題較小，亦即控制股東現金流量權（CAS）較大、股權結構（CV）較不偏離，公司操作衍生性金融商品的程度較高；反之，當控制股東所持有的投票權大於現金流量權時（ECV），在此股權偏離情況下，使用應計項目操縱報導盈餘的比例愈高。故本文假說獲得穩固的支持。

表六　公司價值、盈餘管理方法選擇與股權結構之關係性：以IN2分析

$$Q_{it}=\alpha_0+\alpha_1 IN2+\alpha_2 SIZE_{it}+\alpha_3 ROA_{it}+\alpha_4 CAPSALE_{it}+\alpha_5 INST_{it}+\alpha_n\sum IND+\alpha_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

$$IN2_{it}=\beta_0+\beta_1 CG_{it}+\beta_2 DOL_{it}+\beta_3 CYCLE_{it}+\beta_4 PAYOUT_{it}+\beta_5 QR_{it}+\beta_6 FS_{it}+\beta_7 IM_{it}+\beta_8 OCF_{it}+\beta_9 LEV_{it}+\beta_n\sum IND+\beta_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

Panel A：盈餘管理方法之選擇對公司價值的影響性

自變數	預期符號	估計係數	t值
Constant	?	1.031	8.39***
IN2	＋	0.028	2.21**
SIZE	－	-0.019	-2.52**
ROA	＋	4.358	27.66***
CAPSALE	＋	0.012	0.60
INST	＋	0.234	5.84***
R^2	0.496		
F-value	82.071***		
N	3,862		

Panel B：控制股東股權結構與盈餘管理方法選擇之關係性

自變數	預期符號	Model 1	Model 2	Model 3
Constant	?	0.123 (1.67)*	0.092 (1.19)	0.171 (2.40)**
CAS	＋	0.169 (2.45)**		
CV	＋		0.101 (2.46)**	
ECV	－			-0.189 (1.77)*
DOL	－	-0.001 (-2.12)**	-0.001 (-2.11)**	-0.001 (-2.15)**
CYCLE	＋	7.540×10^{-5} (1.49)	7.710×10^{-5} (1.53)	7.240×10^{-5} (1.43)
PAYOUT	＋	0.017 (1.54)	0.016 (1.42)	0.017 (1.49)
QR	－	-0.012 (-1.72)*	-0.011 (-1.69)*	-0.011 (-1.63)
FS	＋	0.063 (2.54)**	0.061 (2.48)**	0.070 (2.85)***
IM	+	0.035 (0.84)	0.036 (0.87)	0.027 (0.66)
OCF	－	-0.339 (-2.43)**	-0.310 (-2.24)**	-0.339 (-2.44)**
LEV	－	-0.373 (-3.43)***	-0.376 (-3.47)***	-0.406 (-3.71)***
R^2		0.018	0.018	0.017
F-value		1.82***	1.82***	1.96***
N		3,862	3,862	3,862

a. 變數定義請詳見表二。

b. （ ）為t值。***、**、*分別為1%、5%及10%之顯著水準（雙尾）。本文使用White（1980）測試異質性，如違反同質性者，標準誤與t值業已加以調整。

c. 各自變數之VIF（variance inflation factors）值皆小於2，因此共線性問題並不嚴重。

d. 產業別與年度別虛擬變數並未放入表中。

二、盈餘品質替代變數：裁決性流動應計項目

本文援引DeFond aned Jiambalvo（1994）的方法，將流動應計項目（current accruals）劃分為裁決性與非裁決性流動應計盈餘，估計方式如下：

$$\frac{CA_{it}}{A_{it-1}}=\varphi_1\left(\frac{1}{A_{it-1}}\right)+\varphi_2\left(\frac{\Delta REV_{it}-\Delta AR_{it}}{A_{it-1}}\right)+\mu_{it} \quad (4)$$

其中，CA_{it}為i公司t年之流動性應計項目。其計算方式為CA=Δ（流動資產-現金）-（Δ流動負債-長期負債一年內到期之部份）。首先，估計出（4）式之參數估計值後，再帶回（4）式得出非裁決性流動性應計項目估計數，最後將其自總流動性應計項目中減除，其差額即為裁決性流動應計項目（DCA）：

$$DCA_{it}=\frac{CA_{it}}{A_{it-1}}-\left[\widehat{\varphi_1}\left(\frac{1}{A_{it-1}}\right)+\widehat{\varphi_2}\left(\frac{\Delta REV_{it}-\Delta AR_{it}}{A_{it-1}}\right)\right] \quad (5)$$

進而本文再將估計之流動性應計項目（DCA），重新計算盈餘管理組合變數（IN1），並重新執行表四及表五，表七實證結果Panel A顯示，當公司使用衍生性金融商品相對於應計項目較高時，公司的價值較高，與表四結果相符。Panel B結果顯示，控制股東股權結構變數（CG）亦達到顯著水準，同樣指出控制股東股權結構會影響公司選擇盈餘管理的方法，當公司控制股東持有較大的現金流量權、偏離幅度愈小時，傾向會使用較高程度的衍生性金融商品進行盈餘管理；反之，當股權偏離愈嚴重時，此時，會使用較高程度的應計項目進行盈餘管理。

表七　公司價值、盈餘管理方法選擇與股權結構之關係性：以裁決性流動應計分析（DCA）

$$Q_{it}=\alpha_0+\alpha_1 IN1+\alpha_2 SIZE_{it}+\alpha_3 ROA_{it}+\alpha_4 CAPSALE_{it}+\alpha_5 INST_{it}+\alpha_n\sum IND+\alpha_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

$$IN1_{it}=\beta_0+\beta_1 CG_{it}+\beta_2 DOL_{it}+\beta_3 CYCLE_{it}+\beta_4 PAYOUT_{it}+\beta_5 QR_{it}+\beta_6 FS_{it}+\beta_7 IM_{it}+\beta_8 OCF_{it}+\beta_9 LEV_{it}+\beta_n\sum IND+\beta_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

Panel A：盈餘管理方法之選擇對公司價值的影響

自變數	預期符號	估計係數	t值
Constant	?	1.029	8.37***
IN1	＋	0.025	2.38**
SIZE	－	-0.019	-2.54**
ROA	＋	4.358	27.70***
CAPSALE	＋	0.013	0.65
INST	＋	0.235	5.89***
R^2	0.496		
F-value	82.63***		
N	3,862		

Panel B：控制股東股權結構與盈餘管理方法選擇之關係性

自變數	預期符號	Model 1	Model 2	Model 3
Constant	?	0.240 (1.31)	0.410 (2.21)**	0.330 (1.79)*
CAS	＋	0.200 (2.53)**		
CV	＋		0.115 (2.45)**	
ECV	－			-0.338 (-2.23)**
DOL	－	-0.002 (-2.59)***	-0.002 (-2.62)***	-0.002 (-2.59)***
CYCLE	＋	1.516×10^{-4} (2.34)**	1.500×10^{-4} (2.32)**	1.591×10^{-4} (2.43)**
PAYOUT	＋	0.002 (0.12)	0.001 (0.10)	0.001 (0.11)
QR	－	-0.012 (-1.67)*	-0.011 (-1.62)	-0.012 (-1.72)*
FS	＋	0.072 (2.00)**	0.062 (1.71)*	0.075 (2.07)**
IM	+	0.078 (1.66)*	0.066 (1.41)	0.078 (1.68)*
OCF	－	-0.396 (-2.69)***	-0.398 (-2.72)***	-0.362 (-2.50)**
LEV	－	-0.484 (-3.09)***	-0.524 (-3.30)***	-0.485 (-3.11)***
R^2		0.019	0.019	0.019
F-value		1.54**	1.52**	1.65**
N		3,862	3,862	3,862

a. 變數定義請詳見表二。

b.（ ）為t值。***、**、*分別為1%、5%及10%之顯著水準（雙尾）。本文使用White（1980）測試異質性，如違反同質性者，標準誤與t值業已加以調整。

c. 各自變數之VIF（variance inflation factors）值皆小於2，因此共線性問題並不嚴重。

d. 產業別與年度別虛擬變數並未放入表中。

三、選樣偏誤分析

有些公司可能會基於某些因素（公司特質），而選擇某一盈餘管理的方法，進而造成公司的價值較高，此為一種選樣偏誤（self-selection）的結果。本文將使用Heckman（1979）兩階段估計法來估計降低選樣偏誤的情形。首先，本文建構下列方程式來估計公司管理當局使用衍生性金融商品的模型：

$$DDER_{it}=\gamma_0+\gamma_1 DOL_{it}+\gamma_2 CYCLE_{it}+\gamma_3 PAYOUT_{it}+\gamma_4 QR_{it}+\gamma_5 FS_{it}+\gamma_5 IM_{it}+\upsilon_{it} \quad (6)$$

方程式（6）中的$DDER_{it}$為是否使用衍生性金融商品之虛擬變數，若有使用則為1，否則為0。至於外生變數分別為營運槓桿度（DOL_{it}）、淨營業週期（$CYCLE_{it}$）、股利支付率（$PAYOUT_{it}$）、速動比率（QR_{it}）、外銷活動（FS_{it}）及進口活動（IM_{it}）。首先，我們透過Probit模式求算inverse Mills ration，$\widehat{\lambda_i}=\phi\left(W_i'\widehat{\gamma}\right)/\Phi\left(W_i'\widehat{\gamma}\right)$，其中$\phi(.)$與$\Phi(.)$分別表示標準常態機率密度函數和累積分配函數；接著，再將inverse Mills ration代入（1）式作為解釋變數，藉此來修正自我選樣偏誤，以減少錯誤衡量的機率發生。

$$\begin{aligned}Q_{it}=&\alpha_0+\alpha_1 IN1+\alpha_2 SIZE_{it}+\alpha_3 ROA_{it}+\alpha_4 CAPSALE_{it}+\alpha_5 INST_{it}+\alpha_6\lambda_{it}\\&+\alpha_n\sum IND+\alpha_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}\end{aligned} \quad (7)$$

表八實證結果指出，考慮選樣偏誤的問題後，盈餘管理組合變數（IN1）與公司價值（Q）亦呈顯著正相關（$P < 0.05$），故本文結果得到較為穩固的支持。

表八　樣本選樣偏誤測試

Panel A：衍生性金融商品之使用

$$DDER_{it}=\gamma_0+\gamma_1 DOL_{it}+\gamma_2 CYCLE_{it}+\gamma_3 PAYOUT_{it}+\gamma_4 QR_{it}+\gamma_5 FS_{it}+\gamma_5 IM_{it}+\upsilon_{it}$$

自變數	估計係數	Z值
Constant	0.434	9.85***
DOL	-0.003	-2.83***
CYCLE	0.001	6.77***
PAYOUT	0.036	1.19
QR	-0.047	-2.93***
FS	0.251	4.22***
IM	0.693	7.59***
LR χ^2	162.14***	
Pseudo R^2	0.036	
Log likelihood	-2199.0609	
N	3,862	

Panel B：盈餘管理方法之選擇對公司價值的影響

$$Q_{it}=\alpha_0+\alpha_1 IN1+\alpha_2 SIZE_{it}+\alpha_3 ROA_{it}+\alpha_4 CAPSALE_{it}+\alpha_5 INST_{it}+\alpha_6\lambda_{it}+\alpha_n\sum IND+\alpha_m\sum YEAR+\varepsilon_{it}$$

自變數	估計係數	t值
Constant	0.875	6.52***
IN1	0.018	2.39**
SIZE	-0.015	-1.97**
ROA	4.370	27.63***
CAPSALE	0.016	0.80
INST	0.233	5.81***
λ	0.076	1.34
R^2	0.496	
F-value	80.17***	
N	3,862	

a. DDERit為是否使用衍生性金融商品之虛擬變數，若有使用則為1，否則為0。其餘變數說明詳表2。
b. λ係指“inverse Mills ratio”。
c. ***、**、*分別為1%、5%及10%之顯著水準（雙尾）。
d. 產業別與年度別虛擬變數並未放入表中。

陸、結論

本研究主要在探討盈餘管理工具之選擇（衍生性金融商品/裁決性應計項目）是否會影響公司價值？並進一步探討公司治理結構，是否會影響盈餘管理工具之選用？由於東亞地區治理結構的獨特性，控制股東經常利用金字塔結構、交叉持股與參與管理的方式來提高其控制權，進行剝削小股東的利益，亦即，核心之代理問題係來自控制股東與小股東之間（Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002）。因此，本研究可以進一步瞭解在台灣公司內部治理結構的情況下，盈餘管理方法的選擇是否相較於傳統的代理理論（Jensen and Meckling, 1976）有程度上的差異。

本研究以2001年至2005年上市公司為樣本，過去研究指出裁決性應計項目與衍生性金融商品可同時作為公司盈餘管理的工具，但兩者之間存在抵換（trade off）的關係（Barton, 2001; Pincus and Rajgopal, 2002）。因此本文以這兩種工具，建構一盈餘管理組合變數來衡量使用相對程度。實證結果指出，當公司使用較大程度的衍生性金融商品（裁決性應計項目）從事盈餘管理時，則對公司價值的影響是正面（負面）的。再者，控制股東的股權結構確實會影響公司盈餘管理工具之選用，實證結果發現，當控制股東之現金流量權愈大時，傾向選用衍生性金融商品進行平穩盈餘。反之，控制股東之現金流量權占投票權比率較為偏離時，其使用裁決應計項目從事盈餘管理的程度較大。換言之，

內部治理結構愈佳的公司，會傾向使用衍生性金融商品進行盈餘管理，以平穩盈餘的波動性。同時，本研究也透過選樣偏誤進行檢測，其實證結果與本文的假說亦得到穩固的支持。

近來我國主管機關為提高財務報表資訊的品質，財務會計準則委員分別於2003年與2005年發佈第34號「金融商品之會計處理準則」與36號「金融商品之表達與揭露」公報[15]。此二則公報係針對金融商品分類、公平價值衡量、避險會計和財報表達與揭露等予以規範，同時，將衍生性金融商品由先前的第27號公報之「表外認列」方式轉為「表內認列」，以提供較充足的資訊予報表使用者[16]。然而，新準則的規範提高了企業從事避險活動的潛在成本，一方面，為符合避險會計的要求，企業勢必增加相關的帳務處理成本。此外，由於以公平價值為基礎的評價方式，使得衍生性商品的相關損益必須列入財務報表中，故對於會計盈餘將造成潛在的衝擊。而本文的實證結果雖然指出，企業使用較大程度的衍生性金融商品進行盈餘管理，有助於提高市場評價。然而，在新制度的規範下，可能降低企業避險的動機，同時提高管理當局窗飾財務報表的可能性。因此，主管機關應強化公司治理的角色，以防範企業提供不實的財務報導。再者，本研究並無針對34與36號公報發布前後進行分析，因此，未來研究可以針對發布後是否會比發布前相對增加裁決性應計項目的盈餘管理，以及能否藉由公司內部治理機制來預防此類盈餘管理等問題進一步檢測。

參考文獻

呂麒麟與向少華，2005，台股機構投資人對經理人盈餘管理影響之研究，朝陽商管評論，第四卷第一期，頁1-21。

林美花與黃祥宇，2006，衍生性金融商品數量性資訊揭露與外匯風險暴露之關聯性研究，會計評論，第四十三期，頁63-93。

邱正仁、高蘭芬與盧素珍，2003，從財務報表揭露探討我國金融機構衍生性金融商品之操作，中華管理評論，第六卷第二期，頁94-117。

金成隆、曹壽民、陳光政與紀信義，控制股東股權結構與盈餘管理關係之研究，2006現代財務論壇學術研討會，暨南國際大學，2006年4月28日。

[15] 34號公報係於2003年12月25日發布（2006年1月1日以後之財務報表適用），於2005年9月22日第一次修定，於2008年10月17第二次修定，於2008年12月4日第三次修定。36號公報係於2005年6月23日發佈（2006年1月1日以後之財務報表適用）。

[16] 過去研究指出在34號公報實施以前，金融商品於財務報表外揭露的程度頗不明確（林美花與黃祥宇，2006）

金成隆與陳俞如，2006，公司治理與專利權：台灣新興市場，管理學報，第二十三卷第一期，頁99-124。

張紹基與黃蕙萍，2001，衍生性金融商品在公司風險管理上的使用情形--臺灣與其它國家之比較，中山管理評論，第九卷第三期，頁471-496。

許崇源，李怡宗，林宛瑩與鄭桂蕙，2003，控制權與盈餘分配權偏離之衡量-上，貨幣觀測與信用評等，第四十二期，頁15-31。

陳錦村與葉雅薰，2002，公司改組、監督機制與盈餘管理之研究，會計評論，第三十四期，頁1-29頁。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠，2004，公司治理機制對於關係人交易的影響，證券市場發展季刊，第十五卷，第四期，頁69-106。

蔡柳卿與楊怡芳，2006，公司治理與符合績效門檻盈餘管理行為之關連性研究，東吳經濟商學學報，第五十三期，頁33-72。

Allayannis, G. S., D. P. Miller, and U. Lel. 2007. Corporate governance and the hedging premium around the world. *Working Paper.* Darden Business School, 3-10.

Allayannis, G., and J. P. Weston. 2001. The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The Review of Financial Studies* 14, 243-276.

Ashari, N., H. C. Koh, S. L. Tan, and W. H. Wong. 1994. Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore. *Accounting and Business Research* 24, 291-301.

Balkin, D. B., G. D. Markman, and L. R. Gomez-Mejia. 2000. Is CEO pay in high-technology firms related to innovation? *Academy of Management Journal* 43, 1118-1129.

Barth, M. E., W. H. Beaver, J. R. M. Hand, and W. R. Landsman. 1999. Accruals, cash flows, and equity values. Review of Accounting and Studies 3, 205-229.

Barton, J. 2001. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review* 76, 1-26.

Bartram, S. M., G. W. Brown, and F. R. Fehle. 2004. International evidence on financial derivatives usage. *Working Paper*. University of Lancaster.

Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71,

443-465.

Borokhovich, K. A., K. R. Brunarski, C. E. Crutchley, and B. J. Simkins. 2004. Board composition and corporate use of interest rate derivatives. *The Journal of Financial Research* 27, 199-216.

Bowen, R. M., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2008. Accounting discretion, corporate governance and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25, 351-405.

Carter, D. A., D. A. Rogers, and B. J. Simkins. 2006. Does hedging affect firm value? Evidence from the US airline industry. *Financial Management* 35, 53-86.

Chin, C. L., G. Kleinman, P. Lee, and M. F. Lin. 2006. Corporate ownership structure and accuracy and bias of mandatory earnings forecast: Evidence from Taiwan. *Journal of International Accounting Research* 5, 41-62.

Chin, C. L., S. M. Tsao, and H. Y. Chi. 2007. Non-audit services and bias and accuracy of voluntary earnings forecasts reviewed by incumbent CPAs. *Corporate Governance: An International Review* 15, 661-676.

Chung, K. H., P. Wright, and B. Kedia. 2003. Corporate governance and market valuation of capital and R&D investments. *Review of Financial Economics* 12, 161-172.

Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.

Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57, 2741-2771.

Collins, D. W., and P. Hribar. 2000. Earnings-based and accrual-based market anomalies: One effect or two? *Journal of Accounting and Economics* 29, 101-123.

DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17, 113-144.

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

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70, 193-225.

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

DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17, 145-176.

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

Froot, K. A., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein. 1993. Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *The Journal of Finance* 48, 1629-1658.

Gaver, J. J., K. M. Gaver, and J. R. Austin. 1995. Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics* 19, 3-28.

Geczy, C., B. A. Minton, and C. Schrand. 1997. Why firms use currency derivatives. *The Journal of Finance* 52, 1323-1354.

Graham, J. R., and D. A. Rogers. 2002. Do firms hedge in response to tax incentives? *The Journal of Finance* 57, 815-839.

Guay, W. R, S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1996. A market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research* 34, 83-105.

Guay, W. R. 1999. The impact of derivatives on firm risk: An empirical examination of new derivative users. *Journal of Accounting and Economics* 26, 319-351.

Guay, W., and S. P. Kothari. 2003. How much do firms hedge with derivatives? *Journal of Financial Economics* 70, 423-461.

Gunny, K. 2005. What are the consequences of real earnings management? *Working Paper*. University of Colorado.

Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.

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

Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* 47, 153-162.

Holthausen, R. W., D. F. Larcker, and R. G. Sloan. 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19, 29-74.

Hunt, A., S. E. Moyer, and T. Shevlin. 1995. Earnings smoothing and equity value. *Working Paper*. University of Washington.

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

Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigation. *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.

Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance* 57, 1147-1170.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54, 471-517.

Lang, L. H. P., and R. M. Stulz. 1994. Tobin' s q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.

Lehn, K., J. Netter, and A. Poulsen. 1990. Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics* 27, 557-580.

Nance, D. R., C. W. Jr. Smith, and C. W. Smithson. 1993. On the determinants of corporate hedging. *The Journal of Finance* 48, 267-284.

Petersen, M. A., and S. R. Thiagarajan. 2000. Risk measurement and hedging: With and without derivatives. *Financial Management* 29, 5-30.

Pincus, M., and S. Rajgopal. 2002. The interaction of accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review* 77, 127-160.

Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3, 91-102.

Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.

Smith, C. W., and R. M. Stulz. 1985. The determinants of firms' hedging policies.

Journal of Financial and Quantitative Analysis 20, 391-405.

Subramanyam, K. R. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22, 249-281.

Tufano, P. 1996. Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *The Journal of Finance* 51, 1097-1137.

Tufano, P. 1998. Agency costs of corporate risk management. *Financial Management* 27, 67-77.

Wang, W. C., and S. H. Kao. 2005. Discretionary accruals, derivatives and income smoothing. *Taiwan Accounting Review* 5, 143-168.

Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. Positive accounting theory. Englewood Cliffs. NJ: Prentice-Hall.

White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Economertica* 48, 817-838.

Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance 9*, 295-316.

Yeh, Y. H. 2005. Do controlling shareholders enhance corporate value? *Corporate Governance: An International Review* 13, 313-325.