

核心代理問題及盈餘管理 對公司價值的影響

張森河

逢甲大學會計學系

王登仕

逢甲大學商學博士學位學程

黃劭彥

中正大學會計與資訊科技學系與前瞻製造頂尖研究中心

邱安安

中正大學會計與資訊科技學系

摘要

本研究主要檢視盈餘管理、核心代理問題對公司價值的影響，本研究透過二階轉換模式建立以公司為基礎的盈餘管理指標，收集 1996 年~2010 年的台灣上市櫃公司為研究樣本。本研究發現公司控制股東控制權及現金流量分配權偏離程度愈高，公司盈餘管理程度愈高，且公司價值愈低。隨後在考量內生性問題後，本研究發現公司控制股東控制權及現金流量分配權偏離程度愈高，經理人愈會使用盈餘管理降低公司價值。

關鍵詞：盈餘管理、核心代理問題、公司價值

How do Core Agency Problem and Earnings Management Affect Firm Value?

Shen-Ho Chang

Department of Accounting
Feng Chia University

Teng-Shih Wang

Program in Business
Feng Chia University

Shaio-Yan Huang

Department of Accounting and Information Technology
and Advanced Institute of Manufacturing with High-Tech Innovations
National Chung Cheng University

An-An Chiu

Department of Accounting and Information Technology
National Chung Cheng University

Abstract

This research investigates the effect of earnings management and core agency problem on firm values. This research uses second-order transfer function to build company based earning management index. The research sample covers all the listed company in Taiwan capital market from year 1996 to 2010. The results show that firm has higher earnings management and lower firm value when firm have higher deviate between control rights and cash flow rights. Finally, after control endogeneity problem, the result shows that firm with higher deviate between control rights and cash flow rights will manipulate earnings to lower firm value.

Keywords: *Earnings management, agency problem II, firm value*

壹、緒論

股權結構、盈餘管理以及組織價值三者間的關係，一直是代理理論核心議題。傳統的代理理論指出由於股權及控制權的分離，導致經理人及主理人之間存在著利益衝突(Jensen and Meckling, 1976)。然而，隨著亞洲金融風暴發生，後續相當多的研究發現現代企業中仍有許多企業的股權及控制權皆是由支配股東所把持，且透過金字塔結構、雙重持股或是交叉持股的方式將有效提升控制股東的支配能力，相對的控制股東卻是擁有相對低部位的現金流量分配權。此種控制權及現金流量分配權的不對稱現象使的傳統代理理論的利益衝突，從經理人及主理人間轉換至控制股東及小股東。

過去研究認為此種控制權及現金流量分配權的不對稱現象，將會驅使組織的控制股東透過控制力的使用傷害小股東的權益並使組織價值降低 (Claessens et al., 2002; Lins, 2003; Lemmon and Lins, 2003; Villalonga and Amit, 2006; Gompers et al., 2010)，或是組織的控制股東透過控制力影響公司應計盈餘的資訊性(Haw et al., 2004; Leuz et al., 2003)。然而，公司為契約的組合體，為了讓契約有效的運作，盈餘資訊扮演了重要的角色。Beaver(2002)指出財報資訊具有方便決策制定者制定決策及方便契約個體雙方約定契約，兩個明確又具關聯性的準則。就外部投資者而言，財報資訊扮演著兩個重要的角色，一則為評估經理人過去一年的努力成果(Nwaeze et al., 2006; Banker et al., 2009)；另一則為更新其對公司價值的判定(Rayburn, 1986、Bowen et al., 1986)。因此對於此種控制權及現金流量分配權的不對稱現象，將會驅使組織內部股東透過本身的控制力影響應計盈餘的資訊性，且透過控制力的使用以非整體公司價值極大化的決策剝削小股東的利益。Villalonga and Amit (2006)將此種控制股東與小股東間的代理問題稱為代理問題 II(Agency Problem II)。然而，過去理論在探討代理問題 II 時，大多使用跨國性比較的方式，強調出公司治理、外部投資者保護機制的重要性，或是透過公司-年(Firm-Year)資料陳述整體樣本公司所存在的現象，卻甚少研究直接從公司角度直接檢視控制權及現金流量分配權分離、盈餘管理及公司價值的直接關係。就投資者而言，其決定投資標的係以公司(Firm)多年營運結果作為衡量依據，並非以跨國性資料或是以公司-年整體的資料進行評估分析。因此驅使本研究試圖從公司角度重新檢視股權結構、盈餘管理及公司價值間的關係。

過去研究在盈餘管理指標的運用，大多係以公司-年的裁決性應計項目之原值(集中趨勢)或絕對值(離散程度)作為代理變數，並非是屬於公司層級概念。因此本研究將使用 Chang et al. (2009)透過損失函數的觀念，計算屬於公司

層級且同時包含了集中趨勢及離散程度的二階盈餘管理指標，作為本研究公司層級盈餘管理的衡量，並以台灣資本市場的資料進行研究分析。研究結果指出就台灣的資本市場而言，當公司控制股東的控制權與現金流量權愈分離，公司盈餘管理程度愈大，亦即控制股東愈有可能會透過盈餘管理的方式影響盈餘資訊；另外，當公司控制股東的控制權與現金流量權愈分離，公司整體的價值愈低，亦即控制股東並非以公司整體利益極大化為優先考量決策，取而代之的卻是以自我利益極大化之決策為優先考量，其符合了鞏固利益假說。最後，在控制內生性問題後，本研究發現當控制權與現金流量權愈分離，控制股東愈會透過盈餘管理的方式降低公司價值亦即當控制股東的控制權與現金流量分配權不一致時，其所進行的盈餘管理行為為投機性的盈餘管理，其主要的目的在於獲取私有控制利益。

Chang et al. (2007) 透過台灣資料檢視核心代理問題對盈餘管理的影響，並指出股份盈餘偏離差愈大時，公司盈餘管理行為會增加。相同的研究，Wang and Chang (2012) 亦從股權結構、董事會特性檢視核心代理問題對盈餘管理的影響，並指出核心代理問題的確會提升經理人盈餘管理的行為。然而，在兩篇主要的研究中，卻仍停留在公司核心代理問題對經理人盈餘管理行為的影響，並未衍生至公司績效的影響。過去研究如 Claessens et al. (2002) and Lins (2003) 皆已經指出核心代理問題會降低公司價值，但在我國的研究卻未更進一步檢視核心代理問題對組織績效的影響。因此本研究主要的貢獻之一，在於更進一步檢視核心代理問題對盈餘管理及組織績效的影響。另外，相較於 Chang et al. (2007) 及 Wang and Chang (2012) 皆是透過公司-年(firm-year)的資料型態檢視核心代理問題對盈餘管理的影響，本研究另外的研究貢獻，首次透過二階盈餘管理指標從公司角度直接檢視股權結構、盈餘管理及公司價值間的關係，所得到的實證結果則顯示當控制股東的控制權與現金流量權分離時，將會驅使控制股東透過投機性的盈餘管理隱瞞公司績效並獲取私有控制利益，整體而言係支持過去研究所推論的鞏固利益假說。

本研究剩餘部分主要架構分別為文獻探討、研究設計、實證結果及結論。在文獻探討部分主要探討代理問題、代理問題 II 與盈餘管理、代理問題 II 與公司價值以及最後代理問題 II、盈餘管理及公司價值得關係。在研究設計上主要包含了模型設計、二階盈餘管理指標的轉換以及相關變數的定義。在實證結果的部分主要則是呈現出本研究透過台灣資料所執行的實證模型結果，在最後結論的部分則是包含了本研究的實證結論及實證意涵。

貳、文獻回顧

一、代理問題

Berle and Means(1932)透過法學及經濟觀點解釋大企業的演變，認為在股權合法化即公司控制權分離的開始，並認為在1930年代美國公司法結構使的股權及控制權分離，且當股權分離的時將會使公司財產權受到損害，亦即公司股權分散時將會使公司價值降低，而當股權集中則會提升公司價值。Coase (1937)、Jensen and Meckling (1976) 和 Fama and Jensen (1983a,b)更是透過公司合約觀點發展代理理論，其認為代理問題的本質為經理人及財務提供者的分離所導致的。Shleifer and Vishny (1997)從合約角度認為當管理者與所有者間若存有完整合約時，將不會產生代理問題；然而卻在對未來情境難以敘述以及不易遇見的情況下，將驅使完整契約不存在，並認為股權理論在於傳遞如何有效分攤剩餘控制權。其指出公司治理為代理問題的解決方法，並認為法律責任對股東的保護及股權集中是公司治理兩項互補工具，當股權集中例如大股東持股、接管及銀行在有效率的情況時，皆可幫助投資者取回其投資的金額。Villalonga and Amit (2006)亦認為大股東如為機構投資者例如銀行、投資基金時，公司控制權的私有利益將會被獨立主理人所稀釋，大股東侵占少數股東的誘因將會降低並轉而監督經理人。因此就上述看來，在解決傳統代理問題有兩個重要的觀點，一則在於如何透過有效監督經理人的行為；另一則是大股東的效率性。對於有效的監督經理人，認為公司治理機制扮演重要的角色；對於大股東的效率，則認為可透過股權集中、機構投資人、銀行機構或投資基金的方式來解決(Shleifer and Vishny, 1997)。

Morck et al. (1988)指出美國公司的股權結構及公司價值呈現倒U型的現象，其認為當提高公司經理人的股權能有效改善公司績效，但當公司股權超過臨界點時將使經理人有鞏固利益(entrenched effect)的行為，因此當公司股權結構的集中將可能驅使另外不同的代理問題。Shleifer and Vishny (1997,759)認為當公司股權超出臨界點時，大股東將接近完全控制公司，而且大股東亦有足夠能力產生少數股東無法分享的控制私有利益。Claessens et al.(2002)指出大股東的控制權可透過金字塔結構(pyramidal ownership structure)¹、公司間交叉持股、或是透過雙重股權的方式超出所有權。Lin et al. (2011)亦認為在公開交易公司中股權及控制權通常歸屬於主要股東，並認為透過金字塔結構、雙重股權結構及交叉持股的方式將使大股東更有效執行控制權，且這類的控制權會產生相對低的現金流量分配權。Bebchuk et al. (2000)指出控制權超過現金流量權所

¹ 所謂的金字塔結構主要根據 La Porta et al. (1999)的定義為公司同時具有最終控制者及 20%股份控制權鏈結時，公司和最終控制者之間，至少需有一個為公開上市公司之條件

產生的代理成本，將比單純由控制股東所產生的代理問題還大，所謂的控制權及現金流量權分離是指大股東能透過較少股權的現金流量權控制公司的營運。然而在亞洲金融風暴後，許多相關學者檢視並發現東亞及西歐國家公司股權結構，皆存在著此種現象。Villalonga and Amit (2006)將其稱為代理問題II(Agency Problem II)，其定義為大股東可能會使用其控制力透過消費少數股東獲取私有利益的衝突，本研究主要著重在 Villalonga and Amit (2006)所提的代理問題II。

二、核心代理問題與盈餘管理

公司為契約的組合體，為了讓契約有效的運作，盈餘資訊扮演了重要的角色。Beaver(2002)指出財報資訊具有方便決策者制定決策及方便契約個體雙方約定契約兩個明確又具關聯性的準則，且認為經理人透過裁量權的使用可以改善或影響財務報表及盈餘品質。就外部投資者而言，財報資訊扮演著兩個重要的角色，一則為評估經理人過去一年的努力成果(Nwaeze et al., 2006; Banker et al., 2009)；另一則為更新對公司價值的判定(Rayburn, 1986、Bowen et al., 1986)。過去研究指出當公司控制權及現金流量權越分散時將會影響公司報導的盈餘資訊性²(Fan and Wong, 2002)、降低盈餘資訊³(Francis et al., 2005)。Bona-Sánchez et al. (2011)以西班牙為樣本，發現當控制權及現金流量權分離程度愈大，將驅使公司控制股東降低保守性盈餘。

再者，Shleifer and Vishny (1997)認為投資者權利的法律保護在公司治理辨演相當重要的腳色。Haw et al. (2004)以東亞9國及西歐13個國家為研究樣本，並以各國對於少數股東保護機制為區分對象，指出股份控制權及現金流量分配權分離所產生的盈管理行為，會因為少數股東權利受保護程度越高及有效外部法律機制而受到限制。Leuz et al. (2003)透過31個國家進行研究，指出內部人會透過盈餘管理的方式對外部投資者隱瞞公司績效，企圖保護自己的私有控制利益。但外部公司治理的保護機制將限制內部人透過盈餘管理獲取私有控制利益的能力，且會降低內部人粉飾公司績效的誘因。

Healy and Wahlen (1999)對於盈餘管理的定義為內部人(insider)有誘因及能力以誤導外部股東或影響契約結果。Bagnoli and Watts (2000)指出當盈餘管理具備了低成本及不易被外部股東所偵測時，將會使盈餘管理更被使用。Bradshaw et al. (2001)更指出對於股票投資者、財務分析師或是審計人員而言，辨識應計數所存有的真實意涵是令人却步的任務。Haw et al.(2004)更是將

² Fan and Wong (2002) 從公司角度分析股份控制權及盈餘分配權分離對經理人報導盈餘資訊性的影響，發現當股份控制權及盈餘分配權越大時，將會影響公司報導盈餘的資訊性。

³ Francis et al. (2005) 以美國公司為分析樣本，指出若公司股份控制權與盈餘分配權愈分離時，公司盈餘資訊性較低。

裁決性應計數推論為內部人報導盈餘常用的方式。綜上所述，隨著股份盈餘偏離差愈大，將會擴大控制股東與小股東之間的衝突，愈有可能使控制股東進行盈餘管理。故本研究推論股份盈餘偏離差的增加，提高了操縱盈餘的機會。故假說推論如下：

假說 1：當公司控制權及現金流量分離程度越大盈餘管理程度越大。

三、核心代理問題及組織價值

Lins (2003)認為公司管理群以及其家族成員通常是屬於公司的大股東且位居於金字塔的頂端，透過金字塔控制方式將能有效的控制公司，並指出當現金流量誘因與金字塔頂端管理群的控制權一致時將可提升公司價值，反之則會造成控制者私有利益的消費而降低公司價值。Claessens et al. (2002)透過東亞國家為研究對象，區分控制權及現金流量權對公司價值的影響，並發現公司控制權會反向的影響公司價值，而現金流量權則是正向影響公司價值。La Porta et al. (2002) 發現對少數股東有較佳的外部法律機制及控制股東有較高的現金流量權時，公司價值會較高。Villalonga and Amit (2006)亦發現控制權超過現金流量權時，將會降低公司價值。如同 La Porta et al.(2002) 曾經提及控制股東的現金流量權為影響控制股東的誘因，當此誘因能與控制股東的控制權一致時將能提升公司價值，反之則是降低公司價值，故本研究推論：

假說 2：當公司控制權及現金流量分離程度愈大公司價值愈低。

四、核心代理問題、盈餘管理對組織價值的影響

Ohlson (1995)指出公司價值是由公司帳面價值及未來異常盈餘，或是股東權益報酬超過資金成本報酬的未來報酬所組成。Nissim and Penman (2001)則指出透過財務報表資訊的呈現在於陳述公司權益價值，並認為公司權益價值是由未來盈餘能力所建構。

然而，為了提升盈餘資訊性，GAAP 允許經理人透過應計程序的使用，減輕現金基礎的時效性及配對問題以提供更能反映組織績效的盈餘資訊(FASB Statement of Financial Accounting Concepts No. 1, paragraph 44)，但卻也給了經理人有誘因進行盈餘管理。Raman and Shahrur (2008)指出經理人盈餘管理具有資訊性及投機性兩種不同的資訊效果。就資訊性而言，應計會計對於未來現金流量有增額資訊；投機性指的是經理人會透過盈餘管理的方式擴張盈餘。Scott (2006)透過紅利計畫假說認為，在其他條件不變下，公司管理當局會因為紅利計畫的關係，透過會計政策之選用將未來的盈餘認列到當期的盈餘，以提高當期的會計盈餘。Sloan (1996) 及 Collins and Hribar (2000) 提供額外的證據證明經理人有能力透過應計數操弄整個資本市場，兩篇研究皆發現資本市場會系統性高估(低估)應計數(現金流量)的永久性導致錯誤的訂價，而此錯誤訂價會導

致經理人從中獲得高額的異常報酬，間接證明了應計數的使用可以操縱公司的市場價值。Leuz et al.(2003)認為為了保護自我私有控制利益，內部人可以透過其對財務報表的裁決性誇大盈餘，並隱瞞外部人不喜歡的以實現盈餘，透過盈餘管理的方式隱瞞公司績效。因此，隨著控制權及現金流量分配權的分離，將趨使公司控制股東有能力透過其本身的控制權影響盈餘資訊並掠奪少數股東的利益。故本研究推論當公司控制權及現金流量分配權愈分離時，控制股東會透過盈餘管理的方式隱瞞公司真實績效時，並以非公司整體價值極大化之策略掠奪小股東之利益，本研究推論：

假說 3: 當公司控制權及現金流量分離程度越大盈餘管理會降低公司價值。

參、研究設計

一、實證模式

Leuz et al. (2003) 指出盈餘管理是公司內部人試圖保護私有控制利益而使用來隱瞞公司外部人的一種手法。Haw et al.(2004)亦認為裁決性應計數為內部人或是經理人報導盈餘常用的方式之一。因此本研究首先偵測是否組織面臨控制權及現金流量權分離愈嚴重時，控制股東愈會使用盈餘管理，其偵測模式如下式(1)：

$$EM=f(Dev,Con) \dots\dots\dots (1)$$

其中

- EM : 盈餘管理。
- DEV : 控制權及現金流量權分離程度。
- CON : 控制變數。

更進一步 Lins (2003)亦認為透過金字塔的控制方式能有效的控制公司，並推論認為當控制股東的控制權與現金流量誘因分離時，將造成控制者私有利益的消費而降低公司價值。Villalonga and Amit (2006)亦發現控制權超過現金流量權時，將會降低公司價值。因此本研究更進一步探討否組織面臨控制權及現金流量權分離愈嚴重時，組織價值越低，因此研究模型設定如下式(2)：

$$Value=f(Dev,Con) \dots\dots\dots (2)$$

其中

- Value : 公司價值。
- DEV : 控制權及現金流量權分離程度。
- CON : 控制變數。

最後，Beaver(2002)認為經理人裁量權的使用可能會改善或影響財務報表及盈餘品質。就改善角度而言，裁量權的使用可以提高盈餘的資訊性或活動決策的有效性；就影響角度則是投機性行為或投機性的活動決策。Raman and Shahrur (2008)指出經理人盈餘管理具有資訊性及投機性兩種不同的資訊效果，就資訊性而言應計會計對於未來現金流量有增額資訊；投機性指的是經理人會透過盈餘管理的方式擴張盈餘。Sloan (1996) 及 Collins and Hribar (2000)指出資本市場會系統性高估(低估)應計數(現金流量)的永久性並導致訂價錯誤，而此錯誤訂價將導致經理人從中獲得高額的異常報酬，證明了應計數的使用可以操縱公司的市場價值。Chang et al. (2007) 亦認為當公司控制權愈超過現金流量權，公司內部人的盈餘管理程度愈大。因此本研究推論當公司控制權及現金流量分配權愈分離時，控制股東會透過盈餘管理的方式隱瞞公司真實績效，並以非公司整體價值極大化之策略掠奪小股東之利益，故其研究模型如下式(3)：

$$\text{Value} = f(\text{Dev}, \text{EM}, \text{Dev} * \text{EM}, \text{Con}) \dots\dots\dots (3)$$

其中

- Value ： 公司價值。
- EM ： 盈餘管理。
- DEV ： 控制權及現金流量權分離程度。
- EM*DEV ： 盈餘管理及控制權及現金流量權分離程度的交乘項。
- CON ： 控制變數。

二、變數定義及衡量

1. 盈餘管理

盈餘管理的偵測主要起於 Healy(1985)的研究，其利用淨應計項目的衡量探討公司管理當局的盈餘管理行為，並且認為會計盈餘係由營業活動淨現金流量與應計項目所組成，應計項目又可分為裁決性應計項目與非裁決性應計項目。隨後，Jones(1991)放寬 Healy(1985)與 DeAngelo(1986)有關非裁決性應計項目固定不變之假設，認為非裁決性應計項目會因受到外部經濟環境之變動而變動，因而採用二階段迴歸分析 (Two-stage Regressions Analysis)，加入收益的變動及財產、廠房與設備總額，以時間序列方式計算非裁決性應計項目，再以總應計項目減去非裁決性應計項目以得到裁決性應計項目。Teoh et al. (1998)指出透過產業橫斷面(industry cross-section)的分析方式可以修正獨立影響裁決性應計數的產業經濟環境因素，故本研究的盈餘管理偵測模式如下式(4)：

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{it} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1it} \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2it} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (4)$$

其中

- TA_{it} : 第 i 公司第 t 年之總應計項目。
- A_{it-1} : 第 i 公司第 t 年之期初總資產。
- ΔREV_{it} : 第 i 公司第 t 年與前一年之收益變動數。
- PPE_{it} : 第 i 公司第 t 年之財產、廠房及設備總額。
- t : 估計期。
- ε_{it} : 第 i 公司第 t 期殘差

使用一年一產業的方式搭配最小平方法求出各公司之參數估計值 $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}_1$ 、 $\hat{\beta}_2$ ，並算出非裁決性應計項目如下式(5)：

$$NDA_{it} = \hat{\alpha}_{it} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_{1it} \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_{2it} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad \dots\dots\dots (5)$$

裁決性應計項目則為總應計項目減去非裁決性應計項目： $DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - NDA_{it}$

Hribar and Nichols(2007) 指出在探討盈餘管理與公司特徵的特性時，若裁決性應計數原值(絕對值)與公司特徵低度(高度)適配皆可能發生推論偏誤。而且該研究認為裁決性應計數絕對值的使用，會驅使在原值下的機率分布產生變化，。如果原值為 X 則其密度函數根據迴歸殘差的分佈為 $X \sim N(0, \sigma^2)$ ，然而 X 取絕對值將使密度函數便會發生變化，。假設絕對值為 $Y = |X|$ ，而其密度函數將會變成 $g(y) = 2f(y)$ 。由此可知不論使用裁決性應計項目之原值或是絕對值來進行衡量，皆有可能發生衡量偏誤。此外，Rodríguez-Pérez and Hemmen(2010) 認為在研究裁決性應計項目時，應將其區分為原值、絕對值、正向值及負向值分析，其理由主要係由於過去文獻皆發現盈餘管理具有方向性，在不同情況下管理階層會使用不同類型的盈餘管理行為(Larcker and Richardson, 2004; Othman and Zhegal, 2006)。

為了解決上述問題，Change et al.(2009)透過原始 Jones(1991)盈餘管理偵測模式搭配損失函數的轉換，提出一套能兼顧集中趨勢與離散程度的二階盈餘指標即公司平均盈餘距離(Average Earning Distance, AED)以解決無法同時觀察集中趨勢、離散程度及公司角度的盈餘管理指標，其模式如下式(6)：

$$AED_i = \left\{ \sum_{t=1}^n (DA_{it} - T)^2 / n \right\}^{0.5} \quad \dots\dots\dots (6)$$

其中，DA_{it} 為第 i 家公司第 t 期之裁決性應計項目，T 為 DA_{it} 之目標值(Target)或理論值(Theory Value)⁴，n 為樣本數。將第(6)式經過整理後可得(7)式。

⁴ Hribar and Nichols(2007)指出從 OLS 迴歸的殘差分佈認為殘差得期望值為 0，故本研究推論目標值

$$AED_i = [\sigma_i^2 + (\mu_i - T)^2]^{0.5} \dots\dots\dots (7)$$

在假設 $T=0$ ，因此可再簡化為(8)式。

$$AED_i = [\sigma_i^2 + (\mu_i)^2]^{0.5} \dots\dots\dots (8)$$

其中 σ_i^2 為第 i 家公司之盈餘變異數， μ_i 為第 i 家公司之盈餘平均數⁵。本研究將使用上述平均盈餘距離當作盈餘管理的衡量變數。

2. 控制權及現金流量權分離程度

所謂控制權及現金流量權分離程度(DEV)主要是根據 La Porta et al.(2002)的定義為控制權(Voting Right)及現金流量權(Cash Flow Right)的差異數，其衡量方式如下式(11)。所謂的控制權係指控制股東最終控制的持股率，其主要由股東的直接持股加上控制鏈最末端持股率如下式(9)。所謂的現金流量分配權指的控制股東最終享有的盈餘分配權，主要是由是公司控制股東所持有的直接盈餘分配權加上控制鏈間的持股率乘積如下式(10)。

$$\text{Voting Right}_{it} = \text{最終控制者直接持股率} + \sum \text{各控制鍊最末端持股率} \quad (9)$$

$$\text{Cash Flow Right}_{it} = \text{最終控制者直接持股率} + \sum \text{各控制鍊間接持股率乘積} \quad (10)$$

$$\text{DEV}_{it} = \text{Voting Right}_{it} - \text{Cash Flow Right}_{it} \quad (11)$$

3. 組織價值

對於組織價值變數，本研究使用會計基礎的組織績效變數(Accounting-Based Measures of Performance)。過去研究指出會計基礎的績效變數屬於向後檢視的衡量方式，其反映了公司會計準則以及被視為生產力及獲利力的指標(Demsetz and Villalonga, 2001; King and Santor, 2008)，因此本研究將使用ROA做為會計基礎價值的代理變數。ROA的衡量方式主要為經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產(Maury, 2006)。另外，Ohlson (1995) 和 Feltham and Ohlson (1995)從理論角度認為ROE在一般企業評價時是扮演相當重要的角色。Palepu et al. (2007) 指出企業績效系統性分析的起始點為ROE，並定義ROE為企業績效的綜合性指標，主要提供經理人如何有效運用股東所投資基金並產生報酬的資訊。因此本研究亦考慮了ROE為組織價值的衡量指標，其衡量方式為稅後淨利/平均股東權益。

T=0 為適當假設。

⁵ Change et al. (2009)曾指出 AED 的估計量若採用樣本估計的方是會產生偏誤，故建議使用母體估計量。

4. 控制變數

為了提升模型的適配程度，本研究考量了同時會影響組織盈餘管理及組織績效的公司治理變數及財務構面變數。就公司治理變數，本研究主要考量了公司董事會規模、監察人規模及董事持股比例；就財務構面變數，本研究主要考量了公司規模及債務比率。Chang et al. (2007) 研究核心代理問題與盈餘管理下董事會結構的效果時，指出公司董事會規模越大，可降低因股份盈餘偏離差所導致的盈餘管理行為。另外，Eisenberg et al. (1998) 檢視芬蘭的中小企業則認為董事會規模與組織績效呈現負向的影響。Cheng (2008) 檢視IRRC (Investor Responsibility Research Center, 簡稱IRRC) 1996-2004年的資料，指出董事會規模與公司績效變異呈現負向的影響，並認為董事會極端的決策會因為董事會規模的擴大而減少。因此本研究認為董事會規模將影響公司盈餘管理行為及公司績效，故應被視為控制變數。

Beasley (1996) 分析董事會之組成與財務報表舞弊的關係時，發現若公司之董事會中存在愈多外部董事，發生財務報表舞弊情況的可能性愈低。Peasnell et al. (2005) 研究外部董事是否會對異常應計項目造成影響時，發現當董事會中存在愈多外部董事，公司向上調整盈餘之機率愈低。Helland and Skyuta (2005) 認為當外部董事的比率愈高，就愈能負起監督管理的職責，以避免公司被一般股東提起訴訟。另外，Millstein and MacAvoy (1998) 發現在美國的公司中，相較於消極或是沒有獨立董事的公司，越高的獨立董事比例的公司有較高的公司績效。Agrawal and Knoeber (1996) 則是發現外部董事與公司價值呈現出負向的顯著關係。因此考量公司若存在的獨立的監察單位將會影響組織績效及組織經理人的盈餘管理行為，故本研究使用了監察人席次⁶為控制變數。

最後，過去研究透過橫斷面的分析皆指出公司內部人持股會顯著的影響公司績效 (e.g. Morck et al., 1988; Holderness et al., 1999; Anderson and Reeb, 2003; Adams and Santos, 2006)。Bennedsen and Nielsen (2010) 指出當股權集中時存有兩種不一樣的效果，一則為誘因效果 (incentive effect)，另一則為鞏固利益效果 (entrenchment effect)。所謂的誘因效果指的是當股權集中時，將能驅使內部人更有效率監督經理人的努力情形；所謂的鞏固利益效果指的是當股權集中時，將驅使內部人會以自我本身利益極大化的策略為主，而非以整體公司價值極大

⁶ 我國執行的監督機制，除了近幾年所採用的獨立董事或是外部董事概念引自於美國外，大部分監督機制在公司法或是證交法主要沿襲自德國及日本的公司制度，並於公司法第216條第1項及第2項強制要求我國股份有限公司設立監察人，再者對於上市櫃公司的強制設立則是在證券交易法第14-4條第1項已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人。但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人；其辦法，由主管機關定之。監察人所執行的職務則可追尋至公司法第218條第1款的規定監察人應監督公司業務之執行，並得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請求董事會或經理人提出報告。因此，本研究推論採用監察人席次當作監督機制的代理變數。

化的組織策略為考量。故本研究以董事持股比率⁷為控制變數。

Scott (2006)認為在其他條件不變下，若公司規模愈大、面臨愈大的政治成本時，公司的管理階層愈會透過盈餘管理將當期盈餘遞減至後期。Himmelberg et al. (1999) 則認為公司規模愈大愈能透過規模經濟的方式監督高階經理人。因此本研究考量公司規模為控制變數，其衡量方式為公司總資產取自然對數；Scott (2006)指出在其他條件不變的情況下，公司面臨更大的債務違約時，公司的管理階層會透過盈餘管理將未來的盈餘提前到當期認列。另外，Margaritis and Psillaki (2010)指出公司負債存在兩個不同的假說，分別為自由現金流量假說(free cash flow theory)及投資不足假說(underinvestment theory)。自由現金流量假說認為公司可透過外部債務人監督經理人的行為，並透過流動性的威脅降低經理人現金流量的浪費(Jensen,1986)，進一步認為負債能提升組織績效；投資不足假說則認為債務融資會減輕經理人過度投資的問題，但卻會產生經理人投資不足的問題，進一步則降低組織績效(Myers, 1977)。因此本研究亦以負債比率為控制變數，其衡量方式為負債除以總資產。

三、資料選取

本研究主要研究期間及對象為 1996 年~2010 年在台灣證券交易所上市及上櫃之公司，樣本選取過程中排除了金融、證券、壽險、產險等較為特殊產業之公司。樣本資料主要取自於台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economics Journal, TEJ)公司治理模組資料庫以及財務模組資料庫。樣本刪選步驟如下表一，首先透過台灣經濟新報資料庫獲取完整且排除了金融保險等產業特殊的財務變數 16,995 筆及公司治理變數 26,204 筆，隨後進行配對並獲得 12,050 筆公司-年樣本。為了估計 NDA 本研究採用 Teoh et al.(1998)的方式，使用一年一產業的估計方式計算，因此要求每年每產業至少要有 7 筆以上的樣本公司，故排除了 388 筆公司-年的樣本。另外，因為本研究係從公司角度觀察組織核心代理問題對組織績效以及經理人盈餘管理行為的影響，因此要求樣本公司至少存活 8 年以上，故最後剩下公司-年樣本數為 9,844 筆⁸，其產業分佈如 Panel C 所示，其中電子零組件產業占了 1,100 筆，其次為電腦及週邊占了 811 筆。透過公司的轉換⁹，本研究首先獲得存活 8 年以上的公司樣本有 844 間公司，並排除了非核心代理問題¹⁰的樣本 45 間，故最後進入分析的樣本公司為 799 筆橫斷面樣本。

⁷ 董事持股比例對組織績效可能存在非線性的影響，本研究透過 Morck et al. (1988)所使用的分段迴歸方式，重新設定董事持股比率，並以非線性的方式執行研究分析並未發現在考量非線性董事持股下的股份盈餘偏離差與公司價值間的關係存有偏誤的現象。

⁸ 本研究為了實證結果的穩健性，亦執行了 9 年及 10 年的測試，得到的結論皆與 8 年一致。

⁹ 本研究參照 Dechow and Dichev (2002)的作法，將存量觀念的變數採用平均的方式轉換至公司層級；相反的，流量觀念的變數則是採用變異程度的方式轉換至公司層級。

¹⁰ 本研究排除非核心代理問題公司主要是排除了股份盈餘偏離差為 0 的樣本公司。

表一 樣本選擇

Panel A 所有樣本且排除金融保險業及樣本遺漏值(Firm Year Level)	
財務變數	16,995
公司治理變數	26,204
初次配對樣本數	12,050
計算盈餘管理要求每年每產業 7 筆以上	(388)
排除每年每產業不足 7 年後的配對樣本	11,662
樣本公司存活至少 8 年以上	(1,818)
Firm-Year 最終樣本	9,844
Panel B 所有樣本且排除金融保險業及樣本遺漏值(Firm Level)	
來自於 Firm-Year 最終樣本	9,844
轉換成 Firm Level 樣本	844
排除非核心代理問題公司	(45)
最終使用樣本	799
Panel C 產業分布狀況表	
產業類別	產業筆數
水泥工業	88
食品工業	309
塑膠工業	332
紡織纖維	691
電機機械	551
電器電纜	195
化學工業	414
生技醫療	178
鋼鐵工業	437
橡膠工業	143
半導體	770
電腦週邊	811
光電業	496
通信網路	435
電子零組件	1,100
電子通路	263
資訊服務	258
其他電子業	414
建材營造	651
航運業	284
觀光事業	103
貿易百貨	190
油電燃氣	105
其他	626
總計	9,844

肆、實證結果

一、敘述統計量

表二為 799 家列示在台灣證券交易所樣本公司的基本敘述統計量，樣本公司的 ROA 平均數(中位數)分別為 0.0547(0.0482)，ROE 平均數(中位數)為 0.0587(0.0660)，AED 平均數(中位數)為 0.0955(0.0833)，DEV 平均數(中位數)為 0.0538(0.0209)，公司總資產取自然對數後平均數(中位數)為 15.3627(15.1584)，負債比率平均數(中位數)為 0.4324(0.4408)，董事會規模平均數(中位數)為 6.9334(6.6000)，監察人規模平均數(中位數)為 2.5680(2.7273)，董事會持股比率平均數(中位數)為 0.2151(0.1910)顯示出本研究在樣本分佈上並未呈現出偏態的現象。另外本研究所使用的績效變數 ROA(ROE)最大值及最小值分別為 0.4255(0.5062)及-0.236(-0.5721)；AED 最大值及最小值分別為 0.5622

及 0.0126；股份盈餘偏離差最大值及最小值則為 0.4981 及 0.0000¹¹。在就負債比率可以看出台灣上市(櫃)公司經營上面的特色，整體樣本公司的融資比率介於 40%左右，其符合台灣企業在實務上的外部融資及自我資金 4:6 的比例值。另外，表二 Panel B 為 Pearson 相關係數，主要再了解本研究所使用的自變數間是否存在的共線性的現象，可以看出本研究所使用的自變數間大部份為中低度的正或負的相關係數，因此本研究認為其並未存在著共線性的問題。

表二 敘述統計量暨相關係數分析

Panel A: 敘述統計量							
	P25	P50	P75	Min	Max	Mean	Variance
ROA	0.0166	0.0482	0.0869	-0.2365	0.4255	0.0547	0.0044
ROE	0.0083	0.0660	0.1350	-0.5721	0.5062	0.0587	0.0149
AED	0.0615	0.0833	0.1141	0.0126	0.5622	0.0955	0.0029
DEV	0.0052	0.0209	0.0612	0.0000	0.4981	0.0538	0.0066
LN_ASS	14.4583	15.1584	16.0285	12.6322	19.9473	15.3627	1.5811
DEBR	0.3346	0.4408	0.5397	0.0722	0.8200	0.4324	0.0198
BORDSIZE	5.1818	6.6000	7.5000	3.6667	26.5385	6.9334	5.9334
MONSIZE	2.0000	2.7273	3.0000	1.4000	7.5333	2.5680	0.3510
BORDSTAK	0.1366	0.1910	0.2617	0.0518	0.7883	0.2151	0.0123

Panel B: 相關係數分析								
	AED	DEV	LN_ASS	DEBR	BORDSIZE	MONSIZE	BORDSTAK	
AED	Pearson Sig	1						
DEV	Pearson Sig	0.006 (0.859)	1					
LN_ASS	Pearson Sig	-0.152*** (0.000)	0.144*** (0.000)	1				
DEBR	Pearson Sig	0.038 (0.281)	-0.004 (0.919)	0.271*** (0.000)	1			
BORDSIZE	Pearson Sig	-0.160*** (0.000)	0.142*** (0.000)	0.326*** (0.000)	-0.025 (0.480)	1		
MONSIZE	Pearson Sig	-0.033 (0.356)	0.064 (0.072)	-0.051 (0.154)	-0.096*** (0.007)	0.357*** (0.000)	1	
BORDSTAK	Pearson Sig	-0.073** (0.040)	0.403*** (0.000)	-0.079** (0.025)	-0.053 (0.137)	0.083** (0.018)	0.069* (0.050)	1

註: a. 變數定義: ROA 指的是公司的資產報酬率, 主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算; ROE 指的是股東權益報酬率, 主要使用稅後淨利/平均股東權益計算; AED 指的是公司層級平均盈餘距離; DEV 指的是公司股份盈餘偏離差, 主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權; LN_ASS 指的是公司規模, 主要透過總資產取自然對數; DEBR 指的是負債比率, 主要是透過負債總額除以總資產; BORDSIZE 指的是董事會規模, 主要為公司董事會董事席次; MONSIZE 指的是監察人規模, 主要是公司董事會中監察人席次; BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級, 其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b. 括號內主要為 p 值, *代表 10%顯著水準, **代表 5%顯著水準, ***代表 1%顯著水準。

二、迴歸結果

如同文獻探討推論, 當組織的控制股東的控制權及現金流量分配權分離時, 控制股東可能會透過本身控制能力的使用, 掠奪小股東本身的權益, 因而產生核心代理問題(代理問題 II)。其中, 盈餘管理則是控制股東可以使用的一項工具, 因此本研究推論當公司控制股東的控制權及現金流量分配權偏離程度

¹¹ 股份盈餘偏離差的最小值為 0.0000067, 但為了格式的一制化, 本研究取小數點後 4 位的值為 0.0000。

愈大，控制股東愈有可能進行盈餘管理行為。實證結果顯示當公司存在核心代理問題時，公司控制股東控制權及現金流量分配權偏離程度愈高，公司盈餘管理程度愈高(表三的模式(1))。因此支持了假說 1: 控制權及現金流量分離程度越大盈餘管理程度越大的推論。

表三 核心代理問題對盈餘管理及公司價值的影響

Dep. Variable:	AED	ROA	ROE
Model	(1)	(2)	(3)
DEV	0.0583** (0.023)	-0.0480* (0.083)	-0.1133** (0.030)
LN ASS	-0.0067*** (0.000)	0.0212*** (0.000)	0.0391*** (0.000)
DEBR	0.0279** (0.044)	-0.1956*** (0.000)	-0.3174*** (0.000)
BORDSIZE	-0.0025*** (0.005)	-0.0069*** (0.000)	-0.0106*** (0.000)
MONSIZE	0.0008 (0.813)	0.0292*** (0.000)	0.0509*** (0.000)
BORDSTAK	-0.0525*** (0.005)	0.0392* (0.053)	0.1195*** (0.002)
Cons	0.2093*** (0.000)	-0.2191*** (0.000)	-0.4816*** (0.000)
R-squared	0.0528	0.2662	0.2339
Adj R-squared	0.0456	0.2606	0.2281
F	7.35	47.88	40.30
No.Obs.	799	799	799

註: a.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率，主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE 指的是股東權益報酬率，主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;AED 指的是公司層級平均盈餘距離;DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權;LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數;DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次;MONSIZE 指的是監察人規模，主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

再者，從過去理論的觀點指出當組織的控制權及現金流量分配權分離程度愈大時組織價值愈低。主要認為控制股東會透過控制力的使用掠奪少數股東利益並獲取私有利益。因此在此情況下，公司控制股東將非以組織價值極大化的決策為首要考量，取而代之的則為自我利益極大化的組織決策，並降低組織價值。實證結果顯示當公司控制股東控制權及現金流量分配權偏離程度愈高，以 ROA 及 ROE 衡量的公司價值會愈低(表 3 模式(2)及模式(3))亦即支持鞏固利益假說。因此支持了假說 2: 控制權及現金流量分離程度愈大組織價值愈低。

最後，代理問題 II 存在的現象在於控制股東為了獲取私有控制利益時，會以自我利益極大化之決策為主而非以公司整體價值極大化之決策為決策，因此將驅使其透過盈餘管理的方式隱瞞公司真實績效並掠奪小股東的利益，故本研究推論此種盈餘管理行為屬於投機性行為。當組織控制權及現金流量分配權分離程度愈大時，控制股東透過盈餘管理的使用將會使組織價值降低。實證結果顯示在控制權及現金流量分配權分離程度及盈餘管理程度的交乘項，呈現出正向不顯著的效果。Lins (2003)指出在探討公司股權結構及公司價值的研究中，若沒有辨識出公司股權結構及公司價值的內生性時，將無法推論股權結構對公司價值的影響。另外 Mao and Jhuo(2011)亦指出公司盈餘管理及公司價值兩者間存在內生性問題。因此本研究認為可能係內生性問題影響了本研究在假說 3: 控制權及現金流量分離程度越大盈餘管理會降低組織價值的推論，故在此部分並不支持假說 3。

表四 核心代理問題、盈餘管理對公司價值的影響-最小平方法

	ROA (1)	ROE (2)
DEV	-0.0855 (0.141)	-0.2553** (0.019)
AED	0.0110 (0.817)	-0.2656*** (0.003)
AED_DEV	0.3833 (0.484)	1.6366 (0.111)
LN_ASS	0.0214*** (0.000)	0.0382*** (0.000)
DEBR	-0.1962*** (0.000)	-0.3116*** (0.000)
BORDSIZE	-0.0068*** (0.000)	-0.0110*** (0.000)
MONSIZE	0.0293*** (0.000)	0.0517*** (0.000)
BORDSTAK	0.0402** (0.048)	0.1077*** (0.005)
Cons	-0.2253*** (0.000)	-0.4426*** (0.000)
R-squared	0.2672	0.2425
Adj R-squared	0.2598	0.2348
F	36.01	31.61
No.Obs.	799	799

註: a.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率，主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE 指的是股東權益報酬率，主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;AED 指的是公司層級平均盈餘距離;DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權，;LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數;DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次;MONSIZE 指的是監察人規模，主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率;AED_DEV 為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為p值，*代表10%顯著水準，**代表5%顯著水準，***代表1%顯著水準。

三、內生性問題

Demsetz and Lehn (1985) 指出公司股權結構與公司價值或績效之間具有內生性的效果，且在此情況下將使研究者不易發現公司價值及組織價值間的關係。Lins (2003)指出在探討公司股權結構及公司價值的研究中，若沒有辨識出公司股權結構及公司價值的內生性時，將無法推論股權結構對公司價值的影響。Bennedsen and Nielsen (2010)亦認為股權結構及公司價值間的淺在內生性問題，將使的因果結果的推論產生問題。另外，Mao and Jhuo(2011)檢視盈餘管理及組織績效間關係時，指出盈餘管理及企業價值間互為因果關係。就盈餘管理對企業價值的影響其認為當組織經理人透過正向盈餘管理時，企業價值會隨著盈餘增加而上升；就企業價值對盈餘管理的影響其認為當企業價值愈高時，經理人愈可能進行正向盈餘管理，因此兩者間亦屬於內生性問題¹²。故本研究將參照 Lins (2003)所使用的 2SLS 模式重新檢驗本研究所推論的假說 2；另外透過 Lins (2003)以及 Mao and Jhuo(2011)所使用的模式重新設定 2SLS 迴歸模型檢驗本研究所推論的假說 3。表五模式(1)及模式(2)為 ROA 的 2SLS 檢測結果，模式(3)及模式(4)為 ROE 的 2SLS 檢測結果，實證結果顯示出控制權及現金流量分配權偏離程度愈大時，公司價值愈低(DEV 在模式 1 及模式 3 皆呈現出負向的顯著關係)。

表五 核心代理問題對公司價值的影響-兩階段最小平方法

	ROA 1	DEV 2	ROE 3	DEV 4
DEV	-2.1162*** (0.002)		-3.1397*** (0.003)	
LNMV	0.0404*** (0.000)		0.0661*** (0.000)	
DEBR	-0.1523*** (0.001)	-0.0130 (0.622)	-0.2389*** (0.000)	-0.01285 (0.632)
ROA		0.0145 (0.845)		0.00924 (0.845)
BETA		0.0128 (0.344)		0.01295 (0.341)
LN_ASS		0.0061* (0.064)		0.00602* (0.081)
BORDSIZE		0.0037*** (0.005)		0.00373*** (0.004)
Cons	-0.0913** (0.038)	-0.0712* (0.056)	-0.2019*** (0.003)	-0.07019* (0.071)
No.Obs.	799	799	799	799

註: a.2SLS 模式主要是以 ROA 以及 ROE 為依變數股份盈餘偏離差為自變數其他變數為控制變數。
 b.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率，主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算；ROE 指的是股東權益報酬率，主要使用稅後淨利/平均股東權益計算；DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權；LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數；LNMV 指的是公司市值取自然對數；DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產；BETA 指的是市場系統性風險，透過 CAPM 模型計算一年期的 BETA 係數值；BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次。上述相關比率皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

c.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

¹²本研究透過 Durbin-Wu-Hausman test 檢定股份盈餘偏離差及公司價值的內生性，發現本研究所使用的股份盈餘偏離差對公司價值存在內生性問題。

表六則是重新檢驗假說3的模式，從模式(1)及模式(4)可以看出控制權及盈餘分配權偏離及盈餘管理交乘項對公司價值係呈現負向的顯著關係，其表示控制股東為了獲取私有控制利益時，會透過本身的控制力進行投機性的盈餘管理對外部小股東隱瞞公司真實績效並進而使公司價值降低，故本研究推論的假說3亦得到支持¹³。另外在模式(3)及模式(6)的檢測結果亦發現盈餘管理及組織價值間的因果關係，屬於內生性問題且呈現出與Mao and Jhuo(2011)相同的實證結果。

表六 核心代理問題、盈餘管理對公司價值的影響-兩階段最小平方法

	ROA	DEV	AED	ROE	DEV	AED
	1	2	3	4	5	6
DEV	7.1900** (0.048)			11.9467** (0.047)		
AED	6.8255** (0.020)			10.8027** (0.026)		
AED_DEV	-69.3577** (0.041)			-114.4392** (0.041)		
LN MV	0.0169 (0.122)			0.0277 (0.126)		
DEBR	-0.2594*** (0.006)	-0.0284 (0.280)	(0.000)	-0.4095*** (0.008)	-0.0374 (0.163)	0.0602*** (0.001)
ROA		-0.0607 (0.413)	0.1565*** (0.001)			
ROE					-0.0630 (0.179)	0.0777** (0.014)
BETA		0.0113 (0.400)	0.0275*** (0.003)		0.0093 (0.494)	0.0281*** (0.003)
LN_ASS		0.0076** (0.021)	(-0.0119*** (0.000)		0.0088** (0.011)	-0.0117*** (0.000)
BORDSIZE		0.0034*** (0.009)	-0.0012 (0.162)		0.0033** (0.012)	-0.0014 (0.113)
BORDSTAK			-0.0222 (0.220)			-0.0245 (0.185)
Cons	-0.6503** (0.011)	-0.0803** (0.031)	0.2317*** (0.000)	-1.0709** (0.011)	-0.0920** (0.018)	0.2368*** (0.000)
No.Obs.	799	799	799	799	799	799

註:a.2SLS 模式主要是以 ROA 以及 ROE 為依變數，股份盈餘偏離差及盈餘管理指標為自變數其他變數為控制變數。

b.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率，主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算；ROE 指的是股東權益報酬率，主要使用稅後淨利/平均股東權益計算；AED 指的是公司層級平均盈餘距離；DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權；AED_DEV 為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項；LN MV 指的是公司市值取自然對數；BETA 指的是市場系統性風險，透過 CAPM 模型計算一年期的 BETA 係數值；LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數；DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產；BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次； BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

c.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

¹³為了檢視核心代理問題是否會因為盈餘管理的增加而降低組織績效。以模型(1)而言，本研究對 AED 偏微分，發現核心代理問題對組織績效的邊際效果為 7.190-69.3577*AED，此邊際效果為正或負視 AED 的大小而定，當 AED 大於 0.1036 時此邊際效果恆為負數，亦即核心代理問題會因盈餘管理程度的增加而降低組織績效。

四、其他衡量方式

過去研究在探討公司股權結構及組織價值時，除了使用了 ROA 當公司價值的替代變數外，大多使用 Tobin Q 市場基礎的績效變數(例如 Demsetz and Villalonga, 2001; Lins, 2003; Villalonga and Amit, 2006; Maury, 2006; King and Santor, 2008; Fahlenbrach and Stulz, 2009; Gompers et al., 2010)。King and Santor (2008) 指出市場基礎的績效變數屬於向前檢視的衡量方式，其反映了公司資產的市場價值且為公司未來的成長機會。因此本研究亦使用 Tobin Q 為公司價值的衡量變數，其衡量方式主要為普通股權益市值加上總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅除以總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006)。表七的模式(1)及模式(2)呈現出在控制內生性問題後，控制權及現金流量分配權分離程度愈大時組織的價值愈低，與上述的結論一致。模式(3)則是呈現出控制權及現金流量分配權分離時，控制股東會透過投機性的盈餘管理行為降低公司價值亦與先前所做的推論一致。

表七 核心代理問題、盈餘管理對 Tobin Q 的影響-兩階段最小平方法

	TOBIN 1	DEV 2	TOBIN 3	DEV 4	AED 5
DEV	-21.4667*** (0.002)		80.5068* (0.052)		
AED			80.5276** (0.016)		
AED_DEV			-778.5696** (0.043)		
LN MV	0.4083*** (0.000)		0.1838 (0.140)		
DEBR	-1.6794*** (0.000)	-0.0134 (0.593)	-2.9383*** (0.006)	0.0020 (0.936)	0.0728*** (0.000)
TOBIN		0.0012 (0.845)		0.0088 (0.167)	0.0189*** (0.000)
BETA		0.0122 (0.365)		0.0105 (0.437)	0.0206** (0.024)
LN_ASS		0.0062** (0.042)		0.0052* (0.089)	-0.0113*** (0.000)
BORDSIZE		0.0037*** (0.004)		0.0040*** (0.002)	-0.0013 (0.131)
BORDSTAK					-0.0203 (0.247)
Cons	0.0892 (0.841)	-0.0734** (0.042)	-6.7133 (0.021)	-0.0760** (0.036)	0.2059*** (0.000)
No.Obs.	799	799	799	799	799

註:a.2SLS 模式主要是以 Tobin Q 為依變數，股份盈餘偏離差及盈餘管理指標為自變數其他變數為控制變數。

b.變數定義:TOBIN 指的是市場基礎的組織績效變數，主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006); AED 指的是公司層級平均盈餘距離; DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權; AED_DEV 為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項; LNMV 指的是公司市值取自然對數; BETA 指的是市場系統性風險，透過 CAPM 模型計算一年期的 BETA 係數值; LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數; DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產; BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會席次; BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階段轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

c.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

五、其他額外測試

本研究所使用的研究模式主要係從公司角度去檢視公司股權結構、盈餘管理及組織價值的關係。因此參照 Dechow and Dichev (2002)估計應計品質的方式，使用個別公司 8 年為一個截止點。為了避免 8 年可能只是一個定態時間點所估計的結果，本研究另外使用了公司存活年限為 9 年及 10 年做為額外測試，所得到的研究結果皆與 8 年所進行的分析結果一致¹。因此本研究認為透過 3 種不同期間效果的測試將使的本研究更具穩健性。

表八 股份盈餘偏離差對盈餘管理影響_年限截止點測試

	9 年	10 年
DEV	0.0611** (0.019)	0.0575** (0.031)
LN_ASS	-0.0065*** (0.000)	-0.0065*** (0.000)
DEBR	0.0263* (0.057)	0.0239 (0.102)
BORDSIZE	-0.0024*** (0.005)	-0.0022*** (0.010)
MONSIZE	-0.0008 (0.820)	-0.0004 (0.897)
BORDSTAK	-0.0574*** (0.002)	-0.0510*** (0.008)
Cons	0.2108*** (0.000)	0.2065*** (0.000)
R-squared	0.0602	0.0604
Adj R-squared	0.0522	0.0510
F	7.51	6.45
No.Obs.	710	609

註:a. AED 指的是公司層級平均盈餘距離；DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權；LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數；DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產；BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次；MONSIZE 指的是監察人規模，主要是公司董事會中監察人席次；BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

表九 股份盈餘偏離差對公司價值影響_截止點測試

	9 年						10 年					
	ROA	DEV	ROE	DEV	Tobin	DEV	ROA	DEV	ROE	DEV	Tobin	DEV
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
DEV	-2.0210*** (0.003)		-2.9962*** (0.004)		-20.6196*** (0.003)		-1.5606** (0.011)		-2.2825** (0.016)		-16.2662** (0.011)	
LN MV	0.0400*** (0.000)		0.0658*** (0.000)		0.4166*** (0.000)		0.0363*** (0.000)		0.0602*** (0.000)		0.3834*** (0.000)	
DEBR	-0.1682*** (0.000)	-0.0213 (0.455)	-0.2721*** (0.000)	-0.0208 (0.476)	-1.7716*** (0.000)	-0.0222 (0.409)	-0.1373*** (0.000)	-0.0067 (0.834)	-0.2377*** (0.000)	-0.0047 (0.889)	-1.5126*** (0.000)	-0.0102 (0.731)
ROA		0.0289 (0.733)						0.0851 (0.419)				
ROE				0.0182 (0.733)						0.0534 (0.419)		
Tobin						0.0025 (0.733)						0.0067 (0.417)
BETA		0.0126 (0.379)		0.0129 (0.373)		0.0115 (0.415)		0.0127 (0.433)		0.0138 (0.407)		0.0091 (0.558)
LN_ASS		0.0070** (0.047)		0.0069* (0.064)		0.0072** (0.028)		0.0066 (0.109)		0.0062 (0.158)		0.0074** (0.043)
BORDSIZE		0.0036*** (0.007)		0.0036*** (0.007)		0.0036*** (0.006)		0.0036*** (0.010)		0.0036*** (0.010)		0.0035*** (0.010)
Cons	-0.0899** (0.047)	-0.0825** (0.038)	-0.1989*** (0.004)	-0.0805* (0.054)	-0.0266 (0.954)	-0.0862** (0.025)	-0.1030** (0.012)	-0.0853* (0.059)	-0.2140*** (0.001)	-0.0795* (0.100)	-0.1444 (0.735)	-0.0976** (0.020)

註:a.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率,主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE 指的是股東權益報酬率,主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;TOBIN 指的是市場基礎的組織績效變數,主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006);AED 指的是公司層級平均盈餘距離;DEV 指的是公司股份盈餘偏離差,主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權;LN_ASS 指的是公司規模,主要透過總資產取自然對數;DEBR 指的是負債比率,主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE 指的是董事會規模,主要為公司董事會董事席次;MONSIZE 指的是監察人規模,主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率;AED_DEV 為盈餘管理距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級,其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值,*代表 10%顯著水準**代表 5%顯著水準***代表 1%顯著水準。

c.9 年觀察值為 710,10 年觀察值為 609。

表十 股份盈餘偏離差及盈餘管理對公司價值影響年限截止點測試_9年

	ROA	DEV	AED	ROE	DEV	AED	TOBIN	DEV	AED
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
DEV	7.3292** (0.042)			12.1229** (0.043)			79.5459** (0.045)		
AED	6.8537** (0.022)			10.8612** (0.029)			78.4237** (0.017)		
AED_DEV	-70.9170** (0.036)			-116.6346** (0.038)			-771.1583** (0.039)		
LN MV	0.0147 (0.188)			0.0247 (0.181)			0.1724 (0.159)		
DEBR	-0.2310** (0.011)	-0.0444 (0.119)	0.0588*** (0.001)	-0.3724** (0.013)	-0.0559* (0.056)	0.0518*** (0.005)	-2.5207** (0.011)	-0.0065 (0.808)	0.0685*** (0.000)
ROA		-0.0832 (0.324)	0.1346** (0.011)						
ROE					-0.0817 (0.122)	0.0593* (0.078)			
TOBIN								0.0102 (0.160)	0.0184*** (0.000)
BETA		0.0093 (0.513)	0.0258*** (0.006)		0.0065 (0.652)	0.0255*** (0.008)		0.0107 (0.448)	0.0201** (0.026)
LN_ASS		0.0093*** (0.008)	-0.0108*** (0.000)		0.0108*** (0.004)	-0.0104*** (0.000)		0.0060* (0.068)	-0.0110*** (0.000)
BORDSIZE		0.0031** (0.019)	-0.0015* (0.082)		0.0030** (0.025)	-0.0017** (0.049)		0.0039*** (0.003)	-0.0014* (0.089)
BORDSTAK			-0.0283 (0.117)			-0.0294 (0.109)			-0.0276 (0.116)
Cons	-0.6452** (0.015)	-0.0961** (0.016)	0.2237*** (0.000)	-1.0665** (0.015)	-0.1107*** (0.008)	0.2256*** (0.000)	-6.5783** (0.024)	-0.0869** (0.024)	0.2058*** (0.000)

註:a.變數定義:ROA指的是公司的資產報酬率,主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE指的是股東權益報酬率,主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;TOBIN指的是市場基礎的組織績效變數,主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006);AED指的是公司層級平均盈餘距離;DEV指的是公司股份盈餘偏離差,主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權;LN_ASS指的是公司規模,主要透過總資產取自然對數;DEBR指的是負債比率,主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE指的是董事會規模,主要為公司董事會董事席次;MONSIZE指的是監察人規模,主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK指的是公司董事會董事持股比率;AED_DEV為盈餘管理距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了AED係透過二階轉換模式轉換為公司層級,其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為p值,*代表10%顯著水準**代表5%顯著水準***代表1%顯著水準。

c.9年觀察值為710。

表十一 股份盈餘偏離差及盈餘管理對公司價值影響年限截止點測試_10年

	ROA	DEV	AED	ROE	DEV	AED	TOBIN	DEV	AED
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
DEV	4.9560** (0.018)			8.4027** (0.019)			55.2383** (0.021)		
AED	4.7882*** (0.006)			7.6285** (0.011)			58.6937*** (0.003)		
AED_DEV	-48.3299** (0.014)			-81.2037** (0.016)			-541.3865** (0.016)		
LN MV	0.0134 (0.115)			0.0227 (0.118)			0.1638* (0.092)		
DEBR	-0.1877*** (0.005)	-0.0409 (0.203)	0.0631*** (0.001)	-0.3185*** (0.006)	-0.0512 (0.127)	0.0579*** (0.005)	-2.1411*** (0.005)	0.0060 (0.840)	0.0726*** (0.000)
ROA		-0.0928 (0.374)	0.1710*** (0.007)						
ROE					-0.0818 (0.206)	0.0807** (0.044)			
TOBIN								0.0152* (0.067)	0.0221*** (0.000)
BETA		0.0058 (0.721)	0.0303*** (0.003)		0.0026 (0.873)	0.0301*** (0.004)		0.0088 (0.572)	0.0230** (0.015)
LN_ASS		0.0106*** (0.010)	-0.0122*** (0.000)		0.0120*** (0.006)	-0.0118*** (0.000)		0.0060 (0.103)	-0.0121*** (0.000)
BORDSIZE		0.0029** (0.038)	-0.0011 (0.209)		0.0028** (0.046)	-0.0013 (0.140)		0.0038*** (0.006)	-0.0010 (0.210)
BORDSTAK			-0.0251 (0.177)			-0.0265 (0.164)			-0.0247 (0.167)
Cons	-0.4474*** (0.003)	-0.1130** (0.012)	0.2337*** (0.000)	-0.7499*** (0.004)	-0.1277*** (0.008)	0.2363*** (0.000)	-4.6605*** (0.007)	-0.0964** (0.022)	0.2101*** (0.000)

註:a.變數定義:ROA指的是公司的資產報酬率,主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE指的是股東權益報酬率,主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;TOBIN指的是市場基礎的組織績效變數,主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006);AED指的是公司層級平均盈餘距離;DEV指的是公司股份盈餘偏離差,主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權;LN_ASS指的是公司規模,主要透過總資產取自然對數;DEBR指的是負債比率,主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE指的是董事會規模,主要為公司董事會董事席次;MONSIZE指的是監察人規模,主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK指的是公司董事會董事持股比率;AED_DEV為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了AED係透過二階轉換模式轉換為公司層級,其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為p值,*代表10%顯著水準,**代表5%顯著水準,***代表1%顯著水準。

c.10年觀察值為609。

另外，Ashbaugh et al. (2003)以及 Kothari et al. (2005)指出公司績效差異將導致裁決性應計項目估計偏誤。因此本研究亦以 Kothari et al. (2005) 的績效控制盈餘管理偵測模式為盈餘管理指標的衡量，亦即在模式(5)中加上總資產報酬率(ROA)予以修正。其迴歸結果如表十二及表十三所示，表十二為股份盈餘偏離差對盈餘管理的影響，結果亦顯示股份盈餘偏離差愈高，經理人盈餘管理程度愈大。表十三則為股份盈餘偏離差及盈餘管理對組織績效的影響，結果亦支持股份盈餘偏離差愈大經理人會透過盈餘管理會降低組織績效的推論。

表十二 核心代理問題對績效配對盈餘管理的影響

	AED
DEV	0.0550 (0.024)
LN_ASS	-0.0053 (0.001)
DEBR	0.0276 (0.037)
BORDSIZE	-0.0022 (0.011)
MONSIZE	0.0018 (0.580)
BORDSTAK	-0.0461 (0.010)
Cons	0.1781 (0.000)
R-squared	0.0413
Adj R-squared	0.034
F	5.68
No.Obs.	799

註:a.變數定義: AED 指的是公司層級平均盈餘距離，主要以績效控制盈餘管理為衡量方式；DEV 指的是公司股份盈餘偏離差，主要根據 LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權；LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數；DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產；BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次；MONSIZE 指的是監察人規模，主要是公司董事會中監察人席次；BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

表十三 股份盈餘偏離差及績效控制盈餘管理對公司價值影響

	ROA	DEV	AED	ROE	DEV	AED	TOBIN	DEV	AED
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
DEV	7.0279** (0.038)			11.6432** (0.035)			80.8047** (0.041)		
AED	6.9834** (0.013)			10.9646** (0.018)			84.4686*** (0.010)		
AED_DEV	-71.2779** (0.031)			-117.1988** (0.030)			-821.9518** (0.033)		
LN MV	0.0179* (0.074)			0.0296* (0.071)			0.1898 (0.105)		
DEBR	-0.2722*** (0.003)	-0.0245 (0.352)	0.0623*** (0.000)	-0.4279*** (0.004)	-0.0336 (0.209)	0.0569*** (0.001)	-3.1285*** (0.004)	0.0013 (0.960)	0.0671*** (0.000)
ROA		-0.0414 (0.577)	0.1449*** (0.002)						
ROE					-0.0521 (0.267)	0.0720** (0.017)			
TOBIN								0.0084 (0.186)	0.0168*** (0.000)
BETA		0.0117 (0.385)	0.0241*** (0.007)		0.0099 (0.469)	0.0247*** (0.007)		0.0106 (0.433)	0.0179** (0.041)
LN_ASS		0.0072** (0.028)	-0.0101*** (0.000)		0.0084** (0.015)	-0.0099*** (0.000)		0.0052* (0.086)	-0.0094*** (0.000)
BORDSIZE		0.0035*** (0.008)	-0.0009 (0.287)		0.0033** (0.011)	-0.0010 (0.211)		0.0040*** (0.002)	-0.0009 (0.238)
BORDSTAK			-0.0184 (0.284)			-0.0206 (0.241)			-0.0167 (0.321)
Cons	-0.6334*** (0.007)	-0.0780** (0.036)	0.2014*** (0.000)	-1.0396*** (0.007)	-0.0887** (0.022)	0.2061*** (0.000)	-6.6504** (0.016)	-0.0759** (0.036)	0.1776*** (0.000)

註:a.變數定義:ROA指的是公司的資產報酬率,主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE指的是股東權益報酬率,主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;TOBIN指的是市場基礎的組織績效變數,主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006);AED指的是公司層級平均盈餘距離,主要以績效控制盈餘管理為衡量方式;DEV指的是公司股份盈餘偏離差,主要根據LaPorta(2002)的作法以控制者所控制之持股率減除最終控制者所享有之盈餘分配權;LN_ASS指的是公司規模,主要透過總資產取自然對數;DEBR指的是負債比率,主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE指的是董事會規模,主要為公司董事會董事席次;MONSIZE指的是監察人規模,主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK指的是公司董事會董事持股比率;AED_DEV為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了AED係透過二階轉換模式轉換為公司層級,其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為p值,*代表10%顯著水準,**代表5%顯著水準,***代表1%顯著水準。

c.觀察值為799。

最後，許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙(2003)指出就我國控制股東控制權的計算方式主要分為二種，一為股份控制權，另一則為席次控制權。相較於股份控制權，席次控制權的適切性高於股份控制權。因此本研究亦以席次控制盈餘偏離差為代理變數，重新檢視核心代理問題對於盈餘管理及組織績效的影響。其實證結果如表十四-十六。表十四主要為假說 1 及假說 2 的迴歸結果，可以看出改以席次控制盈餘偏離差變數後，其對盈餘管理的影響呈現負向的不顯著關係；但對於組織績效而言，不論是 ROA、ROE 或是 Tobin Q 仍是維持負向的顯著關係，亦即席次控制盈餘偏離差愈大，組織績效愈差。且此結果透過兩階段最小平方法的偵測(表十五所示)，仍維持一致性的結果，因此支持本研究推論的假說 2。另外，對於席次控制盈餘偏離差及盈餘管理對組織績效的影響(表十六)，僅在以 Tobin Q 為績效衡量變數時維持負向且顯著的結果。

表十四 核心代理問題對盈餘管理及公司價值的影響-席次盈餘偏離差

	AED	ROA	ROE	Tobin
DEV	-0.0051 (0.653)	-0.0779*** (0.000)	-0.1547*** (0.000)	-0.5451*** (0.000)
LN_ASS	-0.0057*** (0.002)	0.0254*** (0.000)	0.0471*** (0.000)	0.2106*** (0.000)
DEBR	0.0221 (0.123)	-0.2015*** (0.000)	-0.3338*** (0.000)	-2.1256*** (0.000)
BORDSIZE	-0.0029*** (0.002)	-0.0062*** (0.000)	-0.0090*** (0.000)	-0.0579*** (0.000)
MONSIZE	0.0017 (0.631)	0.0231*** (0.000)	0.0380*** (0.000)	0.1939*** (0.000)
BORDSTAK	-0.0325* (0.076)	0.0099 (0.595)	0.0512 (0.145)	-0.1432 (0.414)
Cons	0.1989*** (0.000)	-0.2375*** (0.000)	-0.5083*** (0.000)	-0.6676*** (0.010)
R-squared	6.79	0.3045	0.2764	0.3022
Adj R-squared	0.0485	0.2993	0.271	0.2969
F	0.0414	58.3	50.87	57.66
No.Obs.	806	806	806	806

註:a. AED 指的是公司層級平均盈餘距離；DEV 指的是公司席次盈餘偏離差，主要為席次控制權減除盈餘分配權；LN_ASS 指的是公司規模，主要透過總資產取自然對數；DEBR 指的是負債比率，主要是透過負債總額除以總資產；BORDSIZE 指的是董事會規模，主要為公司董事會董事席次；MONSIZE 指的是監察人規模，主要是公司董事會中監察人席次；BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級，其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值，*代表 10%顯著水準，**代表 5%顯著水準，***代表 1%顯著水準。

表十五股份盈餘偏離差對公司價值影響-席次盈餘偏離差

	ROA	DEV	ROE	DEV	Tobin	DEV
	1	2	3	4	5	6
DEV	-0.3950*** (0.000)		-0.5263*** (0.000)		-4.7821*** (0.000)	
LN MV	0.0420*** (0.000)		0.0636*** (0.000)		0.4705*** (0.000)	
DEBR	-0.1291*** (0.000)	-0.2576*** (0.000)	-0.2139*** (0.000)	-0.3035*** (0.000)	-1.4178*** (0.000)	-0.2117*** (0.000)
ROA		-1.0158*** (0.000)				
ROE				-0.7419*** (0.000)		
Tobin						-0.0795*** (0.000)
BETA		0.1227*** (0.000)		0.1053*** (0.000)		0.1611*** (0.000)
LN_ASS		0.0743*** (0.000)		0.0822*** (0.000)		0.0641*** (0.000)
BORDSIZE		-0.0022 (0.421)		-0.0023 (0.418)		-0.0006 (0.829)
Cons	-0.0829*** (0.000)	-0.6723*** (0.000)	-0.1706*** (0.000)	-0.7728*** (0.000)	0.0961 (0.649)	-0.5138*** (0.000)

註:a.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率, 主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算; ROE 指的是股東權益報酬率, 主要使用稅後淨利/平均股東權益計算; TOBIN 指的是市場基礎的組織績效變數, 主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006); AED 指的是公司層級平均盈餘距離; DEV 指的是公司席次盈餘偏離差, 主要為席次控制權減除盈餘分配權; LN_ASS 指的是公司規模, 主要透過總資產取自然對數; DEBR 指的是負債比率, 主要是透過負債總額除以總資產; BORDSIZE 指的是董事會規模, 主要為公司董事會董事席次; MONSIZE 指的是監察人規模, 主要是公司董事會中監察人席次; BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率; AED_DEV 為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級, 其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值, *代表 10%顯著水準, **代表 5%顯著水準, ***代表 1%顯著水準。

c.觀察值為 806。

表十六 股份盈餘偏離差及盈餘管理對公司價值影響-席次盈餘偏離差

	ROA	DEV	AED	ROE	DEV	AED	TOBIN	DEV	AED
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
DEV	0.0025 (0.993)			-0.4312 (0.329)			5.3133 (0.268)		
AED	1.7774 (0.138)			0.4949 (0.781)			44.9573** (0.020)		
AED_DEV	-2.8120 (0.305)			-0.0726 (0.986)			-81.8147* (0.065)		
LN MV	0.0352*** (0.000)			0.0606*** (0.000)			0.3266*** (0.000)		
DEBR	-0.1426*** (0.000)	-0.3933*** (0.000)	0.0409** (0.025)	-0.2243*** (0.000)	-0.5539*** (0.000)	-0.0181 (0.351)	-1.6450*** (0.000)	-0.2240*** (0.000)	0.0814*** (0.000)
ROA		-1.6807*** (0.000)	0.0498 (0.361)						
ROE					-1.4759*** (0.000)	-0.1447*** (0.000)			
TOBIN								-0.0855*** (0.000)	0.0250*** (0.000)
BETA		0.1099*** (0.000)	0.0276*** (0.004)		0.0688** (0.047)	0.0213** (0.030)		0.1625*** (0.000)	0.0202** (0.032)
LN_ASS		0.0878*** (0.000)	-0.0101*** (0.000)		0.1105*** (0.000)	-0.0036 (0.143)		0.0649*** (0.000)	-0.0124*** (0.000)
BORDSIZE		-0.0050* (0.080)	-0.0020** (0.026)		-0.0065** (0.047)	-0.0031*** (0.001)		-0.0008 (0.772)	-0.0013 (0.115)
BORDSTAK			-0.0171 (0.362)			-0.0043 (0.825)			-0.0205 (0.263)
Cons	-0.2442** (0.016)	-0.7556*** (0.000)	0.2262*** (0.000)	-0.2231 (0.139)	-0.9981*** (0.000)	0.1726*** (0.000)	-3.8822** (0.018)	-0.5115*** (0.000)	0.2109*** (0.000)

註:a.變數定義:ROA 指的是公司的資產報酬率,主要使用經常淨利+(債務利息支出-資本化利息支出)*(1-稅率)除以平均總資產計算;ROE 指的是股東權益報酬率,主要使用稅後淨利/平均股東權益計算;TOBIN 指的是市場基礎的組織績效變數,主要是透過(普通股權益市值+總資產的帳面值減除普通股權益帳面值及遞延所得稅)/總資產帳面值的方式計算(Maury, 2006);AED 指的是公司層級平均盈餘距離,主要以績效控制盈餘管理為衡量方式;DEV 指的是公司席次盈餘偏離差,主要為席次控制權減除盈餘分配權;LN_ASS 指的是公司規模,主要透過總資產取自然對數;DEBR 指的是負債比率,主要是透過負債總額除以總資產;BORDSIZE 指的是董事會規模,主要為公司董事會董事席次;MONSIZE 指的是監察人規模,主要是公司董事會中監察人席次;BORDSTAK 指的是公司董事會董事持股比率;AED_DEV 為平均盈餘距離及股份盈餘偏離差交乘項。上述相關比率除了 AED 係透過二階轉換模式轉換為公司層級,其於相關財務變數及公司治理變數皆透過平均數轉換的方式轉換至公司層級。

b.括號內主要為 p 值,*代表 10%顯著水準,**代表 5%顯著水準,***代表 1%顯著水準。

c.觀察值為 806。

伍、結論與建議

過去研究的觀點皆指出公司的控制權及盈餘分配權分離時，將驅使內部控制股東的誘因利益無法與其本身的控制權連結，因而產生代理問題II。然而，在過去之研究所採用的樣本資料型態主要區分為兩大部分，第一部份為跨地區橫斷面樣本的實證分析；另一部分則是使用多期公司-年樣本進行單一地區的實證分析。對於跨地區橫斷面樣本的實證分析，主要在探討不同地區，股東保護機制在代理問題II所扮演的角色；對於多期公司-年的實證分析則是了解代理問題II所產生的現象，並加以陳述。然而，若從投資者投資決策觀點，其主要決策投資標的對象係以公司為主，並非僅考量單年度單家公司的基本資料。因此本研究試圖從公司角度重新檢視代理問題II所產生的現象。

本研究的推論過程主要分為三大部分，第一部份在探討公司在代理問題II的情況下，控制股東是否會透過本身的控制權的控制影響公司的盈餘資訊亦即透過盈餘管理的方式報導盈餘資訊。更進一步，探討公司在代理問題II的情況下，是否控制股東會因為本身控制權及誘因的不連結，而非以公司價值極大化決策為首要考量，並使公司價值降低。最後，則探討當公司在代理問題II的情況下，控制股東是否會因為本身控制權及誘因的不連結，控制股東為了獲取私有利益以自我利益極大化之決策為決策，透過盈餘管理的方式隱瞞公司真實績效掠奪小股東之利益並使公司價值降低。本研究透過台灣資本市場的實證分析皆依序的支持了上述三點假說推論。本研究的主要貢獻在於首度跳脫公司-年層級的分析概念，直接從公司角度透過橫斷面分析，提出在面臨代理問題II的情況下，控制股東的控制權及現金流量分配權分離時，控制股東的盈餘管理行為及後續對組織價值產生的影響。再者，本研究所提出的二階段盈餘管理指標，跳脫出過去僅使用平均數或是橫斷面分析的觀念，其包含了公司經理人過去年度中使用盈餘管理的行為及所使用盈餘管理的程度。

本研究實證的實務意涵，在於首度從公司角度分析代理問題II下，控制股東在控制權及現金流量權分離時對公司價值的影響。對於小股東而言，其所關注的是公司過去年度所經營的狀況，並對未來可能產生的結果進行投資決策判斷，因此本研究認為透過公司層級的分析將更能使小股東了解當控制權及現金流量權分離，控制股東對組織價值的影響。另外，就學術意涵而言，過去研究在探討盈餘管理大多會使用有方向性或是無方向性的裁決性應計數做為代理變數，但該觀念皆停留在公司-年的觀點。因此本研究試圖從損失函數的觀念提出的公司層級的盈餘管理指標，其將能同時具有盈餘管理的方向性亦保有無方向性的程度。本研究主要研究限制主要在於僅使用台灣資本市場為研究對

象，建議未來可以著重跨地區的研究。再者，本研究所使用盈餘管理或是公司財務變數皆是以公司為基本的衡量單位，因此並未考量時間序列所造成的結構變動影響，倘若未來若將該衡量指標轉換為公司-年為主的衡量單位時，則必須謹慎注意時間序列所造成的結構變動。最後，本研究僅建構在代理問題 II 下公司股權結構對盈餘管理及公司價值的研究，建議未來研究可以將本研究所推論的盈餘管理指標應用在相關橫斷面研究的相關領域。

參考文獻

- 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 42 期：15-31。
- 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(下)，貨幣觀測與信用評等，第 44 期：36-59。
- Adams, R. B., and J., Santos. 2006. Identifying the effect of managerial control on firm performance. *Journal of Accounting and Economics* 41, 55–85.
- Agrawal, A., and C., Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377–397.
- Anderson, R., and D., Reeb. 2003. Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58, 1301–1327.
- Ashbaugh, H., R., LaFond, and B. W., Mayhew. 2003. Do nonaudit services compromise auditor independence? Further evidence. *The Accounting Review* 78, 611-639.
- Bagnoli, M., and S., Watts. 2000. Chasing hot funds: The effects of relative performance on portfolio choice. *Financial Management* 29, 31–50.
- Banker, R.D., R., Huang, and R., Natarajan. 2009. Incentive contracting and value relevance of earnings and cash flows. *Journal of Accounting Research* 47, 647–678.
- 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.
- Beaver, W. H. 2002. *Financial Reporting: An Accounting Revolution 3/e*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, Inc.

- Beaver, W. H. 2002. Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review* 77, 453–47
- Bebchuk, L., R., Kraakman, and G., Triantis. 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity. In: Morck, R.K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, Chicago, IL, 295–315.
- Bennedsen, M., and K., Nielsen. 2010. Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking and Finance* 34, 2212–2229.
- Berle, A., and G., Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace, & World, New York, NY.
- Bona-Sánchez, C., J., Pérez-Alemán, and D.J., Santana-Martín. 2011. Ultimate ownership and earnings. Conservatism. *European Accounting Review* 20, 57-80.
- Bowen, R., D., Burgstahler, and L., Daley. 1986. Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. *The Accounting Review* 61, 713-725
- Bradshaw, M., S. A., Richardson, and R. G, Sloan. 2001. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Chang, R. D., C. J., Fang, and Y. C., Tseng. 2007. Central agency problem and earnings management: An investigation of board structure and external monitoring mechanism. *Journal of Management* 24, 17-39.
- Chang, S. H., D. B. K., Hwang, and T. S., Wang. 2009. The development of an indicator for measuring earnings management that has taken both central tendency and dispersion degree into consideration. *Working Paper*.
- Cheng, S., 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87, 157–176.
- Claessens, S., S., Djankov, J., Fan, and L.H.P., Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Coase, R. H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4, 386-405.
- Collins, D., and P., Hribar. 2000. Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? *Journal of Accounting and Economics* 29, 101–123.

- DeAngelo, L. 1986. Accounting numbers as market value substitutes: a study of managerial buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61, 400–420.
- Dechow, P., and I., Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77, 35–59.
- Demsetz, H., and B., Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209–233.
- Demsetz, H., and K., Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Eisenberg, T., S., Sundgren, and M., Wells. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Fahlenbrach, R., and R.M., Stulz. 2009. Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics* 92, 342-361
- Fama, E., and M., Jensen. 1983a. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fama, E., and M., Jensen. 1983b. Agency problems and residuals claims. *Journal of Law and Economics* 26, 327-349,
- 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.
- Feltham, G., and J., Ohlson. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11, 689-731.
- Francis, J., K., Schipper, and L., Vincent. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39, 329–360.
- Gompers, P. A., J., Ishii, and A., Metrick. 2010. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the united states. *The Review of Financial Studies* 23, 1051-1088.
- Haw, I., Hu, B., L., Hwang, and W., Wu. 2004. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42, 423–462.

- 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.
- Helland, E., and M., Sykuta. 2005. Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *The Financial Review* 40, 155-172.
- Himmelberg, C., R., Hubbard and D., Palia. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership. *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Holderness, C., R., Kroszner, and D., Sheehan. 1999. Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. *Journal of Finance* 54, 435-470.
- Hribar, P., and C., Nichols. 2007. The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. *Journal of Accounting Research* 45, 1017-1053.
- Jensen, M. C. 1986. The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- 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. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.
- King, M. R., and E., Santor. 2008. Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance* 32, 2423-2432.
- Kothari, S. P., A. J., Leone, and C. E., Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.
- La Porta, R., F., Lopez-de-Silanes, A., Shleifer, and R. W., Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- La Porta, R., F., Lopez-de-Silanes, and A., Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471-518.

- Larcker, D., and S., Richardson. 2004. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research* 42, 625–658.
- Lemmon, M., and K., Lins. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
- Leuz, C., D., Nanda, and P., Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69, 505–528.
- Lin, C., Y., Ma, P., Malatesta, and Y., Xuan. 2011. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 100, 1–23.
- Lins, K. V. 2003. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159–184.
- Mao, C. W., and S. S., Jhuo. 2011. Earnings management and firm value- The application of simultaneous equation models. *Review of Accounting and Auditing Studies* 1(1), 61-99.
- Margaritis, D., and M., Psillaki. 2010. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance* 34, 621–632.
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12, 321–41.
- Millstein, I., and P., MacAvoy. 1998. The active board of directors and improved performance of the large publicly-traded corporation. *Columbia Law Review* 98, 1283-1322.
- Morck, R., A., Shleifer, and R., Vishny. 1988. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Myers, S., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Nissim, D., and S. H., Penman. 2001. Ratio analysis and equity valuation: from research to practice. *Review of Accounting Studies* 6,109–154.
- Nwaeze, E., S., Yang, and Q., Yin. 2006. Accounting information and CEO compensation: the role of cash flow from operations in the presence of earnings. *Contemporary Accounting Research* 23, 227–265.

- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11, 661–687.
- Othman, B. H., and D., Zhegal. 2006. A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: the Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting* 41, 406–435.
- Palepu, K., P., Healy, V., Bernard, and E., Peek. 2007. *Business analysis and valuation: Text and Cases (Original), IFRS Edition*. Mason: Thomson South-Western.
- Peasnell, K. V., P. F., Pope and S., Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 1311-1346.
- Raman, K., and H., Shahrur. 2008. Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers. *The Accounting Review* 83, 1041–1081.
- Rayburn, J. 1986. The association of operating cash flow and accruals with security returns. *Journal of Accounting Research* 24, 112–33.
- Rodríguez-Pérez G. R., and S. V., Hemmen. 2010. Debt, diversification and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy* 29, 138-159.
- Scott, W. R. 2006. *Financial accounting theory*, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, NJ.
- Shleifer, A., and R., Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
- Teoh, S. H., I., Welch, and T. J., Wong. 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50, 63–99.
- Villalonga, B., and R., Amit. 2006. How do family ownership control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Wang, Y. C., and C. P., Chang. 2012. An empirical study of core agency problem on earnings management. *Review of Accounting and Auditing Studies* 2, 69-113.