

董監持股、盈餘平穩化與企業風險之關連性研究*

薛健宏

南台科技大學會計資訊學系

摘要

證期局試圖經由公司治理構面降低企業投資人與管理當局間的代理問題，規範董監持股的最低成數，故本研究採風險觀點，檢視董監持股率、盈餘平穩化與企業風險間的關係。盈餘平穩化可掩飾高層剽竊資產的事實，或影響外界的風險評價，進而降低資金成本。結果顯示董監持股愈高，愈傾向透過應計項目平穩營業利益，該平穩化行為亦可減緩企業風險，這意味著投資人僅基於若干會計盈餘指標進行決策，存在功能性的固著。研究結果亦顯示營業外損益減緩投資人認知風險的效果遠不如應計項目，故管理當局近來多不經由營業外損益平穩淨利。即使控制盈餘管理因素，董監持股仍與企業風險呈顯著負相關，這表示董監持股率確為反應企業風險本質的有效訊號。

關鍵詞：董監持股、盈餘平穩化、風險

* 作者由衷感謝三位評審的寶貴意見與蔡秋田教授的熱心協助。

收稿日：2006 年 11 月

接受日：2007 年 10 月

一審後接受

Research on the Interrelationship among Stock Ownership by Directors and Supervisors, Earnings Smoothing, and Enterprise Risk

Chien-Hung Hsueh

Accounting Information Department
Southern Taiwan University of Technology

Abstract

The Financial Supervisory Commission in Taiwan tries to reduce the agency problem between management and investors through the corporate governance by regulating the low limit of the stock ownership by directors and supervisors. From the angle of risk, the study tests the association between the stock ownership by directors and supervisors, earnings smoothing, and enterprise risk. Earnings smoothing may cover up the fact that the management does piracy, or reduce the cost of capital by influencing the risk evaluation. The results show that the firms with the more stock ownership by directors and supervisors tend to smooth the operating income through accrual items. Such smoothing which decreases the enterprise risk implies the function fixation, signifying that investors make decisions only by considering several indexes in accounting earnings. Research results also show that the effects of risk decrease recognized by investors by manipulating other gain or loss are less significant than the ones of accrual items. As a result, the management has not favored earnings smoothing by manipulating other gain or loss recently. Even controlling the effects of earnings management, the negative association exists between stock ownership by directors and supervisors and enterprise risk, which implies that the stock ownership by directors and supervisors is the valid signal for actual enterprise risk.

Keywords: *Stock ownership by directors and supervisors, Earnings smoothing, Risk.*

Submitted November 2006
Accepted October 2007
After 1 round of review

壹、緒論

財務報表中，最重要的資訊不外乎企業報酬及相關風險(Wahlen, Boatsman, Herz, Jennings, Jonas, Palepu, Petroni, Ryan and Schipper 1999; Cheney 2003)，其報酬、風險資訊的可靠性、攸關性即是重要的議題。在報酬層面上，自Ball and Brown (1968)起，盈餘反應係數、各揭露項目的價值攸關性一直是會計文獻的焦點，風險即指不確定性，或不利結果發生的機率與程度，即下方風險(downside risk)，然而，企業風險的探討極為有限。財務報表係管理當局與外界溝通的重要管道之一，但其間存在資訊不對稱，故管理當局極可能進行盈餘管理，平穩化盈餘，試圖影響外界對其企業的風險評價。

文獻指出公司治理因素或可減輕管理當局與外部投資人間的資訊不對稱，董事持股愈高，董事個人私利與一般股東的目標愈趨一致，存在較高的營運績效，此即利益收斂假說(Leland and Pyle 1977; Kesner 1987; Oswald and Jahera 1991)，我國證期局亦持此觀點，發佈「董事監察人股權成數及查核實施規則」，規範公開發行公司董監持股的下限，並頒定「公開發行公司治理實務守則」，其第26條明定：董事會之主要任務包括審閱公司之財務目標、營運結果、監督及處理公司所面臨之風險...等等。對此，文獻指出外部董事、非執行業務董事或審計委員會均可抑制盈餘管理行為(Reitenga and Teamey 2003; Williams and Tower 2004; Zahn and Tower 2004; Davidson, Goodwin-Stewart and Kent 2005; Peasnell, Pope and Young 2005)，但未有文獻檢視董監持股與盈餘平穩化的關連性。

Subramanyam (1996)、Bitner and Dolan (1998)均認為平穩的淨利有助於改善「會計盈餘反映公司未來的經濟價值」，即提升盈餘的持續性及可預期性，進而減少企業風險，降低資金成本，拉抬股價，是故，盈餘平穩化亦屬企業的財務目標之一。Suh (1990)與Bartov (1993)表示若企業原盈餘偏低，公司則傾向出售長期投資或固定資產，認列處份利益，平穩獲利¹。歐進士、李佳玲與詹茂昆(2004)以營業利益的變異性衡量經營風險，結果顯示經營風險與盈餘管理程度呈正向關係，即高風險企業經由盈餘管理，以減少各期盈餘的變動程度。

基於利益收斂假說，高董監持股的公司可能為減少資金成本，而平穩化盈餘，試圖影響外界的風險評估。相對地，於利益掠奪假說下，董監持股過高，企業無對應的制衡機制，易發生剽竊資產的行為，是故，該類企業亦可能透過盈餘管理，掩飾剽竊的事實²。綜上所述，兩假說均支持高董監持股的企業傾

¹ 2005年7月28日工商時報列示如下標題「...，聯電勝出，基本面好，聯電本季不再處分轉投資持股...」。

² 本研究探討的「盈餘平穩化」應屬「盈餘管理」的諸多目的之一。為配合研究議題，本研究採用歐進士等(2004)的模式，而非傳統的Jones模式或相關修正模式。

向進行盈餘平穩化，本研究即對此進行實證，並檢視盈餘平穩化對企業風險的影響。

路徑分析顯示董監持股愈高者，其透過「應計項目」平穩盈餘的可能性愈高，而平穩化行為確可減緩會計指標、市場指標的不確定程度。此外，本研究亦以同步迴歸、Heckman 模型、階段性線性模型 (piecewise-linear model)、平衡式追蹤資料模型 (balanced panel data model) 進行敏感性分析，亦支持上述結果。再者，結果亦顯示「營業外損益」平穩盈餘的效果不若應計項目，或因此而導致董監持股與「營業外損益的平穩化指數」未呈穩定關係，僅若干測試達顯著正相關。

過去文獻指出，執行長與董事的持股比率愈高，企業風險愈低 (Gadhoum and Ayadi 2003)，訊號理論更表示董事持股率可反應企業內部的私有訊息，故投資人亦以此為決策依據之一 (Datar, Feltham and Hughes 1991)，而實證顯示高董事持股的企業多採盈餘管理，平穩獲利，故本研究檢視高董監持股企業是否僅藉由盈餘管理，而導致偏低的企業風險。結果顯示經控制盈餘管理因素後，董監持股仍與企業風險存在顯著負相關，董監持股確為反應企業風險本質的有效指標。

相較於以往文獻，本文存在以下特點：第一，本研究檢視公司治理因素與盈餘平穩化的關係。管理當局試圖減少獲利的不確定程度，即屬風險範疇，與現有文獻關注於報酬層面的探討有所不同。第二，綜觀過去盈餘管理文獻，於公司治理構面，並未檢視董監持股、現金流量權對盈餘管理 (或盈餘平穩化) 的潛在影響，故本研究加以分析，以期彌補既有文獻之不足。第三，過去文獻多以「取絕對值的裁決性應計數」衡量企業盈餘管理的程度，然而，裁決性應計數的衡量往往存在第一類偏誤，即企業盈餘偏高 (低) 者多會呈現巨幅的裁決性應計數 (Dechow, Sloan and Sweeney 1995; Klein 2002)。是故，本研究不估計裁決性應計數，而參酌歐進士等 (2004) 的設計，另以兩項「盈餘平穩化指標」衡量之³。相較於裁決性應計數，盈餘平穩化指標融入盈餘管理的目的，此為本研究的另一個特點。

本文以下六節，包括第二節研究假說，第三節研究設計、第四節實證結果與分析，第五節為其他測試，最後一節為結論與建議。

貳、研究假說

根據利益收斂假說，董事持股愈高，董事個人私利與一般股東目標愈趨一致 (Leland and Pyle 1977; Kesner 1987; Oswald and Jahera 1991)，而會計資訊係

³ 過去文獻指出裁決性應計數、營業外損益係企業盈餘管理的兩個主要途徑 (金成隆、林修葳與黃書楣 2000; Ayres 1994; Bricker, Previts, Robinson and Young 1995; Dechow, Richardson and Tuna 2003)，歐進士等 (2004) 以「營業利益」、「淨利」間的相對變異程度衡量「盈餘平穩化的程度」，故本研究將平穩化因子分為「應計項目的平穩化指數」、「營業外損益的平穩化指數」。

企業透露內部私有訊息的重要管道之一，故本研究推論高董監持股的企業為降低資金成本或其他目的，極可能窗飾盈餘，以維持淨利的平穩性，進而引導外部人士建立低風險的評價，例如：企業財務預測若偏離歷史資料，TEJ 信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index, TCRI)會調降其評等。相對地，「利益掠奪假說」(entrenchment hypothesis)指出，隨著董事的持股比率增加，在公司的地位相對鞏固時，公司缺乏制衡機制，企業董事反而會優先追求自身效用的極大化，例如：侵佔、浪費公司資源，以致公司的獲利能力反而下滑(Jensen and Ruback 1983; Pound 1988; Stulz 1988)，故本研究預期，董監高持股的公司較傾向虛增獲利，以平穩化盈餘，致力維持低風險的表徵。

過去文獻指出企業盈餘管理主要存在兩個途徑，一為裁決性應計數(金成隆、林修葳與黃書楣 2000; Dechow, Richardson and Tuna 2003)，另則透過營業外損益影響淨利(Ayres 1994; Bricker, Prebits, Robinson and Young 1995)。裁決性應計數即檢視「來自營業活動淨現金流量」與「營業淨利」的相對關係，而營業外損益則考慮「營業損益」與「淨利⁴」間的相對關係。是故，本研究預期高董監持股的企業經由應計項目(營業外損益)降低營業利益(淨利)的變異性，並建立如下假說：

H1：董監持股愈高，公司愈傾向經由應計項目降低營業利益的變異性。

H2：董監持股愈高，公司愈傾向經由營業外損益降低淨利的變異性。

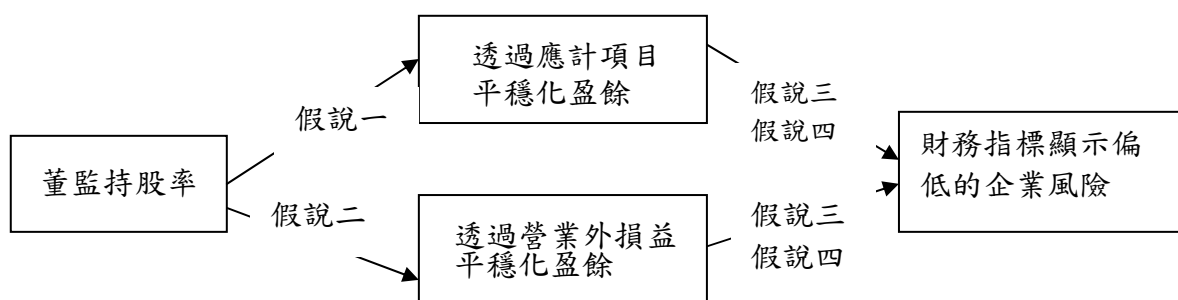
Strong and Walker (1993) 將公司淨利分為營業利益、營業外損益及非常損益三大類，本研究樣本多不存在非常損益項目，而營業利益係「來自營業活動淨現金流量」加計「應計項目」的結果，故本研究將淨利的變異性分為三大因子，包括營業活動淨現金流量的變異性、應計項目的平穩化指數、營業外損益的平穩化指數。Cotton (2005) 指出裁決性應計項目愈高者，股票報酬率愈高，這顯示市場並無法偵知裁決性應計數的存在。據此，本研究預期平穩化的盈餘管理有助於減緩會計指標、市場指標的不確定程度，並建立如下假說：

H3：經由應計項目、營業外損益進行平穩化盈餘可減緩財務結果的變異性。

相較於營業利益或營業活動的淨現金流量，營業外損益較不具持續性(Ramakrishnan and Thomas 1991)，且營業外損益的操弄較易被偵知，張仲岳(2001)亦表示營業外損益的盈餘反應係數低於營業利益，故本研究預期「營業外損益的平穩化指數」對企業風險的影響程度顯著小於「應計項目的平穩化指數」，假說列示如下，並將 H1 至 H4 的相對關係繪製於圖一。

H4：「經由應計項目平穩獲利」可減緩的企業風險幅度顯著大於營業外損益。

⁴ 本研究亦採「營業損益」與「稅前淨利」間的相對變異關係衡量「營業外損益的平穩化指數」，進行敏感性分析。



圖一 董監持股透過盈餘平穩化對企業風險評價的影響

Datar et al. (1991) 透過分析性模式指出，在資訊不對稱的環境下，投資人會以「原股東的持股數」作為投資決策的訊號，若董事的持股較高，投資人的認股意願也相對較高。此外，Gadhoum and Ayadi (2003) 亦指出董事持股與企業風險呈反向關係。上述 H1 至 H3 預期董監持股偏高的企業經由盈餘管理，而減緩企業風險，本議題即在檢視除盈餘管理因素外，是否依然存在「高董監持股、低風險」的推論。企業董監亦屬投資人，董監事亦追求高報酬、低風險的投資組合，並隨時調整，例如：近年來，聯電（代號 2303）營運績效下滑，經歷嚴重的下方風險，其董監持股比率自民國 90 年 3 月起皆低於 10%，可見董監事的投資行為可能傳遞企業內部對風險的預期，此外，本研究亦不排除高董監持股企業進行內部風險管理，而存在較低的不確定性。本研究預期經控制盈餘管理因素後，高董監持股的企業仍具偏低的企業風險，並建立如下假說：

H5：經控制盈餘平穩化的因素後，董監持股比率仍與企業風險呈顯著負相關。

參、研究設計

一、資料來源與樣本選取

本研究測試民國 85 年至 94 年的上市、上櫃公司，全部資料均取自台灣經濟新報資料庫，經排除金融業後，具完整觀察值者計 5,390 筆。惟刪除具遺漏值的樣本恐存在自我選擇的偏誤，故本研究再以 Heckman 模式重行檢視，此外，本研究期間長達 10 年，所以，本研究基於經濟成長率與周檢定 (Chow Test)，將樣本期間分為前後各五年，於「伍、其他測試」進行敏感性分析。

二、研究模式與變數定義

1. 董監持股透過盈餘平穩化對企業風險的影響

本研究預期高董監持股的企業較可能操弄應計項目、營業外損益，以平穩獲利 (H1、H2)，降低外界認知的風險水準 (H3)。早期文獻多以系統性風險衡量企業風險，並將系統性風險拆解為營運槓桿度、財務槓桿度兩項 (Hamada

1972; Mandelker and Rhee 1984)，其中，營運槓桿度係衡量營業利益相對於銷貨收入的變異程度，而財務槓桿度則捕捉企業融資的相關風險。

本研究檢視董監持股對損益項目的窗飾影響，預期營業利益、淨利皆屬企業窗飾後的結果，即槓桿度係基於窗飾後的數值加以評估，故本研究不採兩槓桿度（營運槓桿度、財務槓桿度）為控制變數，而以「營業活動現金流量的變異性」衡量企業風險的本質，並控制負債比率、企業規模、產業別與年度虛擬變數等因子，測試董監持股、平穩化因子與企業風險間的關係，本研究分別採路徑分析、平衡式追蹤資料模型進行檢視，建立模式如下：

$$Acc = a_1 + b_1 \times Hold + c_1 \times VOpCash + d_1 \times Debt + e_1 \times Size + f_1 \times Ind + \Sigma g_1 \times Year \quad (1)$$

$$Other = a_2 + b_2 \times Hold + c_2 \times VOpCash + d_2 \times Debt + e_2 \times Size + f_2 \times Ind + \Sigma g_2 \times Year \quad (2)$$

$$Risk = a_3 + b_3 \times Acc + c_3 \times Other + d_3 \times VOpCash + e_3 \times Debt + f_3 \times Size + g_3 \times Ind + \Sigma h_3 \times Year \quad (3)$$

本研究亦採同步迴歸、階段式線性迴歸對上式進行敏感性分析，各變數定義如下：

(1) 來自營業活動淨現金流量的變異性 (VOpCash)

本研究將淨利的變異性分為「來自營業活動淨現金流量」的變異性、應計項目、營業外損益的平穩化指數等三因素，(3)式即以此分析企業風險。參酌 Healy, Palepu and Ruback (1992)，本研究以「『來自營業活動淨現金流量』的變異性」衡量未經盈餘管理的營運成果。來自營業活動淨現金流量的變異性係當年度四季「營業活動淨現金流量」的變異係數取絕對值 ($|CV(OpCash)|$)⁵，變異係數係標準差除以平均值，負數的平均值會導致變異係數小於0，然而，營運活動的淨現金流量為負並不代表企業的風險偏低，風險即不確定性，正向或負向變動均屬風險，故本研究取其絕對值，歐進士等(2004)亦有類似設計。相對地，營業活動淨現金流量的變異性若改以標準差衡量之，未除以平均數，則無法控制規模因素的影響。本變數定義如下：

$$VOpCash = |CV(OpCash)| \quad (4)$$

「來自營業活動淨現金流量的變異性」代表企業的風險本質，歐進士等(2004)指出企業風險愈高者愈可能進行盈餘平穩化，故本研究預期(1)式、(2)式的 c_1 、 c_2 大於0。(3)式的應變數為企業風險，預期其與「營業活動淨現金流量的變異性」呈正向關係，即 d_3 顯著為正。

⁵ 企業管理當局基於自利(例如：紅利誘因)，可能操弄盈餘，掩飾真實的獲利能力或企業風險，而誤導財報外部使用者的投資決策(歐進士等 2004)。該真實的企業風險係屬「已發生的事實」，因管理當局隱匿該事實，可能誤導財報使用者進行錯誤決策(逆選擇)，故本研究「企業的真實風險」(營業活動現金流量的變異性)不採「未來獲利的變異性」衡量之。

(2) 應計項目的平穩化指數 (Acc)

本研究中，營業外損益的盈餘管理另以變數衡量之，故應計數的衡量僅限於營業活動。然而，Dechow et al. (1995) 與 Klein (2002) 指出裁決性應計數的估計存在第一類偏誤，是故本研究參酌歐進士等 (2004)，以「應計項目的平穩化指數」捕捉應計項目對營業淨利平穩化的潛在影響。應計項目為「來自營業活動淨現金流量」、「營業利益」間的差異，是故，應計項目的平穩化指數係「取絕對值的『營業活動淨現金流量』之變異係數」除以「取絕對值的『營業利益』變異係數」，風險係指不確定程度，故採變異程度為衡量指標。本研究以「來自營業活動淨現金流量」與「營業利益」的變異程度捕捉應計數影響前、影響後的營運風險，惟變異係數係標準差除以平均值，可能造成負數的變異係數，而負數的變異係數導因於負數的營業利益或營業活動的淨現金流量，負數的財務指標（營利利益、營業活動的現金流量）並不意味著其企業風險偏低，是故本研究參酌歐進士等 (2004)，取其絕對值。為排除企業規模的潛在影響，同「營業活動淨現金流量的變異性」，本研究取其變異係數，而非變異數或標準差。應計項目的平穩化指數愈高者，則意味著企業營業利益的平穩性遠高於營業活動的淨現金流量，此即可能為裁決性應計數的操弄結果，模式如下所述：

$$Acc = \frac{|CV(OpCash)|}{|CV(OI)|} \quad (5)$$

其中，

Acc : 應計項目的平穩化指數。

| CV(OpCash) | : 以當年度四季「來自營業活動的淨現金流量」估算其變異係數，並取絕對值。

| CV(OI) | : 以當年度四季的「營業利益」估算其變異係數，並取絕對值。

本研究以當年度四季的數值評估該年應計項目的平穩化程度，惟會計上的分攤過程會導致營業利益的平穩化程度高於來自營業活動的淨現金流量，但各觀察值之間仍具比較性。H1 預期董監持股與應計項目的平穩化行為呈顯著正相關，即 b_1 顯著為正，H3 預期盈餘平穩化可減緩財務績效的變異性，即應計項目的平穩化指數與企業風險呈負向關係，故預期 (3) 式的 b_3 顯著為負。

(3) 營業外損益的平穩化指數 (Other)

營業外損益的平穩化指數即營業利益取絕對值、變異係數 ($| CV(OI) |$) 後，除以「稅後淨利取絕對值與變異係數後的數值」($| CV(NI) |$)，營業外損益的平穩化指數愈高，意味著企業透過營業外損益平穩淨利的可能性愈高。本

研究以當年度四季的資料衡量該年營業外損益對獲利平穩化的影響⁶，模式如下：

$$Other = \frac{|CV(OI)|}{|CV(NI)|} \quad (6)$$

H2、H3 預期董監持股愈高，盈餘平穩化愈加明顯，減緩企業風險的程度愈大，即 b_2 、 c_3 分別呈正數、負數。營業外損益即營業利益與稅前淨利間的差異數，(6) 式分母採稅後淨利的變異性，淨利與營業利益間尚摻雜所得稅項目的影響，故本研究亦以「稅前淨利」衡量之，進行敏感性分析。

(4) 董監持股率 (Hold)

董監持股率係年末董監持股佔流通在外發行股數的比率。基於利益收斂假說、利益掠奪假說 (Leland and Pyle 1977; Jensen and Ruback 1983; Kesner 1987; Pound 1988; Stulz 1988; Oswald and Jahera 1991)，本研究預期高董監持股的企業為降低資金成本，或掩飾其剽竊公司資產的事實，而進行盈餘管理，減少獲利的變異程度，即董監持股率與兩途徑（應計項目、營業外損益）的平穩化指數呈正向關係， b_1 、 b_2 均大於 0。此外，本研究亦以企業主的現金流量權進行敏感性分析。

(5) 企業風險 (Risk)

風險即指不確定性，向上成長、向下變動均屬風險，然而，當事者較在意發生不利結果的機率與程度，故有下方風險的衡量，本研究使用系統性風險及三項財務指標（資產報酬率、股東權益報酬率、股票報酬率）的標準差衡量企業報酬的不確定程度，並採資產報酬率、股東權益報酬率、股票報酬率的半標準差衡量企業的下方風險。上述七項風險變數經主成分分析彙總為「企業風險」變數⁷，其包含會計指標、市場指標的變異性，故本研究另以股票報酬率的標準差、半標準差及系統性風險彙總為「市場風險指標」，進行敏感性分析。

A. 系統性風險

早期文獻指出經由投資組合可規避非系統性風險，而多採系統性風險衡量企業風險 (Rubinstein 1973; Mandelker and Rhee 1984)。本研究以當年度 52 週（約一年）的股票報酬率估算系統性風險，其代表個股股價與大盤間的共變關係⁸。

⁶ 本研究採一年度的四季資料衡量「應計項目的平穩化指數」、「營業外損益的平穩化指數」，季節性的因素嚴重左右實證結果，故本研究亦採兩年度的數值進行敏感性分析。

⁷ 企業風險的七個衡量變數的同質性，結果顯示其 Cronbach α 係數為 0.831，這顯示企業風險的各衡量變數具高度同質性。

⁸ 本研究以市場模式估計系統性風險，模式如下： $R_i = \alpha + \beta \times R_m + \varepsilon$

其中， R_i 為 i 公司的週報酬， R_m 為市場（市場加權指數）的週報酬率， β 為系統性風險， ε 為殘差項。

B. 財務結果的標準差

近期研究多採報酬、股價的標準差或變異係數捕捉企業風險⁹ (Baginski and Wahlen 2003; Liu, Ryan and Tan 2004), 故本研究亦以當年度四季的資產報酬率標準差衡量企業報酬的不確定程度, 定義如下:

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^4 (ROA_t - \overline{ROA_t})^2}{4-1}} \quad (7)$$

其中,

- $\hat{\sigma}$: 資產報酬率的標準差, 即不確定程度的風險指標。
- ROA_t : 第 t 季的資產報酬率。
- $\overline{ROA_M}$: 該公司當年度的平均資產報酬率。

本研究亦採當年度四季的股東權益報酬率估算其標準差, 而股票報酬率的標準差則以當年度 12 個月份的資料估計之。

C. 財務結果的半標準差

風險指標分為兩類, 包括不確定程度、發生不利結果的可能性, 前述標準差為企業不確定性的衡量指標, 而各財務指標的半標準差則可捕捉企業發生不利結果的可能性, 即下方風險, 風險值 (VAR, Value at Risk) 亦屬此類。以資產報酬率的半標準差為例, 半標準差係衡量財務結果低於特定標準的變異程度, 投資人的投資標的非侷限於特定企業, 故本研究以各年度大盤各股資產報酬率的平均數為基準, 其式如下:

$$ROA_t = ROA_b, \quad \text{if } ROA_t \leq ROA_M \quad (8)$$

$$ROA_t = ROA_M, \quad \text{if } ROA_t > ROA_M \quad (9)$$

$$\hat{\sigma}_S = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^4 (ROA_t - ROA_M)^2}{4-1}} \quad (10)$$

其中,

- $\hat{\sigma}_S$: 資產報酬率的半標準差。
- ROA_M : 當年度大盤各股資產報酬率的平均數。

ROA_t 的定義如 (7) 式所述。本研究亦分別以大盤的股東權益報酬率、股票報酬率平均數為基準, 衡量股東權益報酬率、股票報酬率的半標準差¹⁰。

⁹ 財務指標的變異係數可能為負, 資產報酬率、股東權益報酬率、股票報酬率已排除規模因素的影響, 故取其標準差衡量之。

¹⁰ 本研究的「企業風險」變數包含市場風險因子, 市場風險受到「盈餘管理」的影響, 故「企業風險」變數恐呈現遞延反應, 本研究另採當年及未來一年度的資料衡量「企業風險」, 重行敏感性測試。

(6) 負債比率 (Debt)

負債比率為總負債除以總資產，財務槓桿係企業風險的成因之一 (Hamada 1972; Mandelker and Rhee 1984)，高負債的公司風險較高，為避免違反借款契約，存在較高的盈餘管理誘因，故本研究預期 d_1 、 d_2 、 e_3 皆顯著為正。

(7) 企業規模 (Size)

本研究以總資產期初帳面價值，取自然對數，衡量企業規模。Logue (1973) 指出大公司、低風險，其平穩盈餘的誘因較低，故本研究預期 e_1 、 e_2 、 f_3 皆顯著為負。

(8) 產業別 (Ind)

慮及產業間可能存在差異，電子業、通訊業、軟體業均屬電子類產業，該產業的虛擬變數為 1，其他為 0。Chen and Hsueh (2003) 指出電子產業的產品生命週期較短，存在較高的不確定性，是故本研究預期電子公司存在較高的企業風險，盈餘平穩化的誘因較高，即 g_3 大於 0。

(9) 年度虛擬變數 (Year)

為控制年度因素，本研究設立年度虛擬變數。

H3 預期企業風險的迴歸式 (3 式) 中，兩盈餘平穩化指標的係數為負，H4 預期「應計項目平穩化指標」減緩企業風險的程度顯著大於營業外損益的影響，即 (3) 式中，「應計項目的平穩化指標」之係數小於「營業外損益的平穩化指標」¹¹，本研究並以「兩係數間的信賴區間重疊與否」判定二者是否存在顯著差異。

2. 經控制盈餘平穩化因素後，董監持股與企業風險間的關係

H1 至 H3 預期董監持股透過盈餘平穩化減緩企業風險，惟文獻指出董事高持股的企業存在偏低的企業風險 (Gadhoun and Ayadi 2003)，對此本研究進一步探討高董監持股的企業是否全因盈餘管理之故，而導致低風險的結果，是故，本研究控制兩個盈餘平穩化變數 (應計項目、營業外損益的平穩化指數)，採下式檢視董監持股比率是否仍與企業風險呈負向關係。

$$Risk = a_{11} + b_{11} \times Acc + c_{11} \times Other + d_{11} \times Hold + e_{11} \times VOpCash + f_{11} \times Debt + g_{11} \times Size + h_{11} \times Ind + \sum i_{11} \times Year \quad (11)$$

各變數定義同上述 (1) 至 (3) 式，H5 預期經控制盈餘管理因素後，高董監持股公司仍存在偏低的企業風險，即 (11) 式的 d_{11} 顯著為負。

¹¹ 「應計項目的平穩化指標」之係數小於「營業外損益的平穩化指標」，即「應計項目的平穩化指標」之係數絕對值大於「營業外損益的平穩化指標」。

肆、研究結果與分析

一、基本統計量分析

各變數的基本統計量列於表一，企業風險係七項觀察指標經主成分分析的彙總結果，故平均值為 0.000。應計項目的平穩性指標係「營業活動淨現金流量的變異程度」比對「營業利益」的結果，結果顯示其平均數、中位數均大於 1，這意味著相較於現金基礎，營業利益具獲利平穩化的結果，其可能與配合原則、分期攤銷成本等會計實務有關。應計項目平穩性指標的極大值 (22,973) 係中國鋼鐵結構股份有限公司 (股票代號：2013) 民國 93 年的數據，遠大於其平均數 (21)、中位數 (2.9)，其可能係產業特性影響所致，是故本研究亦採產業別進行敏感性分析。

此外，營業外損益的平穩化指數亦存在極端的極大值 (2,488)，此為大同公司 (代號：2371) 民國 88 年的資料，大同公司該年第四季遽然呈現大量的營業損失，但同期亦認列巨額的投資收入與處分固定資產利得，惟其數值過大，恐嚴重影響實證結果，故本研究所有變數均採排序後的序號進行檢視，其值置於 0 至 1 之間，本研究後續再以原始數值重行分析。結果亦顯示營業外損益的平穩化指數中位數為 0.858，小於 1，即營業利益的變異程度尚小於淨利的變異性，這意味著公司多不藉由營業外損益平穩企業淨利。

董監持股率的極小值為 3.250%，為和旺聯合實業 (代號 5505) 民國 91 年的數據，遠低於證期局規範的持股成數，經查股市觀測資訊站該數據無誤，而負債比率係以總負債除以總資產，其極大值高於 100%，係四個觀察值的股東權益為負，而有此結果。

表一 基本統計量分析

變數	觀察值	平均數	中位數	標準差	極大值	極小值
企業風險指數	5,390	0.000	-0.380	0.023	38.706	-1.874
應計項目的平穩化指數	5,390	21.442	2.882	5.109	22,973	0.001
營業外損益的平穩化指數	5,390	3.810	0.858	0.773	2,488	0.001
營業活動淨現金流量的變異性	5,390	0.500	0.500	0.003	1.000	0.000
董監持股率(%)	5,390	24.899	22.360	0.180	95.330	3.250
負債比率(%)	5,390	40.827	40.580	0.226	143.700	1.550
企業規模	5,390	15.203	15.079	0.016	19.962	11.553

註：應計項目的平穩化指數係「營業活動現金流量的變異係數」除以「營業利益的變異係數」，取絕對值，而應計項目的平穩化指數係「營業利益的變異係數」除以「淨利的變異係數」，取絕對值。營業活動淨現金流量的變異性為「營業活動現金流量的變異係數」取絕對值。企業規模以「總資產期初帳面價值」取自然對數衡量之。

二、董監高持股的企業透過盈餘平穩化對企業風險的影響

表二採路徑分析，檢視董監高持股的公司透過應計項目、營業外損益對企業風險的影響。基於利益收斂假說、利益掠奪假說(Leland and Pyle 1977; Jensen and Ruback 1983; Kesner 1987; Pound 1988; Stulz 1988; Oswald and Jahera 1991)，本研究預期高董監持股的企業為降低資金成本，或掩飾其剽竊公司資產的事實，而進行盈餘管理，減少獲利的變異程度，即董監持股率與兩途徑（應計項目、營業外損益）的平穩化指數呈正向關係。表二 Panel A、Panel B 的實證結果與 H1、H2 的預期一致，相較於低董監持股，高董監持股企業其「營業利益（淨利）的變異程度」遠小於「營業活動的淨現金流量（營業利益）的變異性」，即相較於低持股公司，高董監持股企業平穩營業淨利（淨利）的可能性偏高。

表二 Panel C 將淨利的變異性分為營業活動淨現金流量的變異性、應計項目與營業外損益的平穩化指數，檢視各因子與企業風險間的關係，結果顯示營業活動淨現金流量的變異性與企業風險呈正向關係，風險指標反應了企業營業活動的不確定因素，此與邏輯一致，而應計項目、營業外損益的平穩化指數可減緩企業風險，與 H3 相符。這意味著盈餘平穩化行為確實可減緩會計指標與市場指標的不確定程度，其中，應計項目不影響現金流量，卻降低市場投資人認知的企業風險，可見投資人存在功能性的固著，與張文瀾與黃惠專（2005）的發現一致。此外，本研究另以「市場風險」進行敏感性分析。

本研究檢視兩盈餘平穩化指標的信賴區間是否重疊，結果顯示二者達顯著差異，即「應計項目的平穩化指數」減緩企業風險的程度顯著大於營業外損益，與 H4 的預期一致，上段顯示投資人存在功能性的固著，可能係市場認知應計項目為營業利益的一部份，較營業外損益更具持續性（張仲岳 2001；Ramakrishnan and Thomas 1991），而有此現象。

關於控制變數，Watts and Zimmerman（1978）提出負債/權益假說，即企業的負債比率愈高，管理人員愈可能選擇增加會計盈餘的會計方法，以避免違反借款合同，故表二 Panel A、Panel B 顯示負債比率與平穩化指數呈正向關係。表二 Panel C 顯示負債比率與企業風險呈顯著正向關係，亦與過去財務槓桿的文獻相符（Hamada 1972; Mandelker and Rhee 1984）。Logue（1973）指出大公司、低風險，可見大公司平穩盈餘的誘因較低，故表二顯示公司規模與盈餘平穩化、企業風險均呈顯著負相關。再者，Chen and Hsueh（2003）指出電子業的產品生命週期較短，存在較高的不確定性，結果表二顯示電子公司的風險遠高於其他產業，其盈餘平穩化的程度亦高於其他產業，可見電子業的風險特質與傳統產業存在顯著差異。

表二 高董監持股的企業透過應計項目、營業外損益對盈餘平穩化的影響

Panel A：高董監持股的企業是否傾向以應計項目進行盈餘平穩化

應變數：應計項目的平穩化指數					
自變數	預期符號	係數	P 值		VIF
截距項	?	0.329	0.000	***	0.000
董監持股率	+	0.043	0.001	***	1.048
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.223	0.000	***	1.006
負債比率	+	0.065	0.000	***	1.050
公司規模	-	-0.053	0.000	***	1.087
產業別	+	0.046	0.000	***	1.056
觀察值個數	5,390				
F 檢定的 p 值	0.000				
R ² _{adj}	0.064				

Panel B：高董監持股的企業是否傾向以營業外損益進行盈餘平穩化

應變數：營業外損益的平穩化指數					
自變數	預期符號	係數	P 值		VIF
截距項	?	0.501	0.000	***	0.000
董監持股率	+	0.043	0.002	***	1.048
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.007	0.591		1.006
負債比率	+	0.030	0.031	**	1.050
公司規模	-	-0.002	0.850		1.087
產業別	+	0.042	0.000	***	1.056
觀察值個數	5,390				
F 檢定的 p 值	0.000				
R ² _{adj}	0.011				

Panel C：盈餘平穩化對企業風險的影響

應變數：企業風險					
自變數	預期符號	係數	P 值		VIF
截距項	?	0.413	0.000	***	0.000
應計項目的平穩化指數	-	-0.224	0.000	***	1.185
營業外損益的平穩化指數	-	-0.160	0.000	***	1.121
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.043	0.000	***	1.067
負債比率	+	0.267	0.000	***	1.053
公司規模	-	-0.116	0.000	***	1.054
產業別	+	0.151	0.000	***	1.070
觀察值個數	5,390				
F 檢定的 p 值	0.000				
R ² _{adj}	0.235				

註：1.0.05 < p 值 ≤ 0.10 為*，0.01 < p 值 ≤ 0.05 為**，p 值 ≤ 0.01 為***。

2. 為簡化表達，該表未列示年度虛擬變數的實證結果。

3. 企業規模以「總資產期初帳面價值」取自然對數衡量之。

4. Panel C 中，「應計項目的平穩化指數」、「營業外損益的平穩化指數」95%的信賴區間並未重疊，即兩係數間達顯著差異。

三、經控制盈餘管理因素，董監持股與企業風險間的關係

經控制平穩化因素後，表三顯示董監持股比率仍與企業風險呈顯著負相關，這意味著董監持股並非全藉由盈餘管理，而呈現偏低的風險，可能尚存在其他低風險的因子，例如：成立風險管理部門。企業董監亦屬投資人，亦追求

高報酬、低風險的投資組合，或因此而導致低風險企業存在偏高的董監持股。表三其他變數的符號方向均與表二 Panel C 一致，不再贅述。

表三 經控制盈餘管理因素後，董監持股與企業風險間的關係

應變數：企業風險					
自變數	預期符號	係數	P 值		VIF
截距項	?	0.525	0.000	***	0.000
應計項目的平穩化指數	-	-0.213	0.000	***	1.189
營業外損益的平穩化指數	-	-0.150	0.000	***	1.124
董監持股率	-	-0.175	0.000	***	1.053
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.039	0.000	***	1.067
負債比率	+	0.256	0.000	***	1.057
公司規模	-	-0.149	0.000	***	1.090
產業別	+	0.145	0.000	***	1.073
觀察值個數	5,390				
F 檢定的 p 值	0.000				
R ² _{adj}	0.262				

註：1. $0.05 < p \text{ 值} \leq 0.10$ 為*， $0.01 < p \text{ 值} \leq 0.05$ 為**， $p \text{ 值} \leq 0.01$ 為***。

2. 為簡化表達，該表未列示年度虛擬變數的實證結果。

3. 企業規模以「總資產期初帳面價值」取自然對數衡量之。

4. 「應計項目的平穩化指數」、「營業外損益的平穩化指數」99%的信賴區間並未重疊，即兩係數間達顯著差異。

四、平穩化的追蹤資料模型

以往研究指出董事持股與營運績效呈正向關係，支持利益收斂假說(Leland and Pyle 1977; Kesner 1987; Oswald and Jahera 1991)，而 Himmelberg, Hubbard and Palia (1999) 改採追蹤資料模型對「經理人及董事的持股比率」重行檢視，結果未呈顯著關係，進而推論可能係內生性因素同時影響兩變數（經理人及董事的持股比率、營運績效），而呈現假性相關。是故，本研究亦採平衡式的追蹤資料模型，唯樣本期間頗長，而存續整個樣本期間的企業有限，故本研究僅取民國 90 年至 94 年各年均具完整觀察值的企業，計 503 家樣本公司。基於 Hausman 檢定，本研究採隨機估計模式。表四顯示表二、表三的結論仍然成立，惟董監持股未與營業外損益平穩化指數呈顯著關係，即高董監持股企業多不透過營業外損益平穩企業盈餘，可能係營業外損益平穩盈餘的效果不若應計項目，而有此結果。此外，表四 Panel A 中，負債比率與應計項目的平穩化指數呈顯著負相關，與前述的測試結果不同。該表經排除「營業活動現金流量的變異係數」變數，重行檢測，結果顯示兩者（負債比率、應計項目的平穩化指數）改呈顯著正相關。其他變數符號則與表二、表三一致，不再行說明。

表四 高董監持股的企業透過盈餘平穩化對企業風險的影響-平衡式的追蹤資料模型

Panel A：高董監持股的企業是否傾向以應計項目進行盈餘平穩化				
應變數：應計項目的平穩化指數				
自變數	預期符號	係數	P 值	
截距項	?	0.138	0.000	***
董監持股率	+	0.064	0.003	***
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.674	0.000	***
負債比率	+	-0.100	0.000	***
公司規模	-	0.074	0.000	***
產業別	+	0.016	0.250	
觀察值個數	2,515			
R^2_{adj}	0.400			
Panel B：高董監持股的企業是否傾向以營業外損益進行盈餘平穩化				
應變數：營業外損益的平穩化指數				
自變數	預期符號	係數	P 值	
截距項	?	0.452	0.000	***
董監持股率	+	0.015	0.555	
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.028	0.194	
負債比率	+	0.017	0.500	
公司規模	-	-0.017	0.546	
產業別	+	0.047	0.002	***
觀察值個數	2,515			
R^2_{adj}	0.004			
Panel C：盈餘平穩化對企業風險的影響				
應變數：企業風險				
自變數	預期符號	係數	P 值	
截距項	?	0.540	0.000	***
應計項目的平穩化指數	-	-0.375	0.000	***
營業外損益的平穩化指數	-	-0.197	0.000	***
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.316	0.000	***
負債比率	+	0.162	0.000	***
公司規模	-	-0.114	0.000	***
產業別	+	0.131	0.000	***
觀察值個數	2,515			
R^2_{adj}	0.165			
Panel D：經控制盈餘管理因素，董監持股與企業風險間的關係				
應變數：企業風險				
自變數	預期符號	係數	P 值	
截距項	?	0.626	0.000	***
應計項目的平穩化指數	-	-0.373	0.000	***
營業外損益的平穩化指數	-	-0.196	0.000	***
董監持股率	-	-0.136	0.000	***
營業活動淨現金流量的變異性	+	0.314	0.000	***
負債比率	+	0.163	0.000	***
公司規模	-	-0.142	0.000	***
產業別	+	0.124	0.000	***
觀察值個數	2,515			
R^2_{adj}	0.177			

註：1. $0.05 < p \text{ 值} \leq 0.10$ 為*， $0.01 < p \text{ 值} \leq 0.05$ 為**， $p \text{ 值} \leq 0.01$ 為***。

2. 基於 Hausman 檢定，本研究採隨機估計模式。

3. 該表採民國 90 年至 94 年各年度具完整資料的樣本公司進行檢視。

4. 企業規模以「總資產期初帳面價值」取自然對數衡量之。

5. Panel C、Panel D 中，「應計項目的平穩化指數」、「營業外損益的平穩化指數」99%的信賴區間均未重疊，即兩係數間達顯著差異。

伍、其他測試

其他測試包括三大部分，第一部份將樣本依產業別、前後期間重行切割，並分別檢測，第二部分改採其他計量模型衡量之，包括階段式線性迴歸、Heckman 模型、同步迴歸，第三部分則重新定義衡量變數，例如：增列企業規模與其他變數的交乘項，檢視上述實證結果是否因企業規模不同，而有所差異，再者，本研究亦改採原始數值、市場風險指標、企業主的現金流量權，變更變數的衡量期間，並修正「營業外損益的平穩化指數」進行敏感性分析。

一、樣本分類

1. 產業別的檢測

參酌林宛瑩、許崇源與鄭桂蕙（2003）、洪振虔、吳欽杉與陳安琳（2003），本研究將上市櫃公司重分類為六大產業，包括傳統民生類（食品業、紡織業、造紙業）、塑化類（塑膠業、化工業、橡膠業）、機電類（電機業、電器業、汽車業）、電子類（電子業、通訊業、軟體業）、營建類（水泥業、玻璃業、鋼鐵業、營建業）及服務類（運輸業、觀光業、百貨業、其他產業）。結果顯示部分產業的測試未達顯著水準，結果達顯著水準者其係數符號皆與前節一致。

2. 分前後兩期進行檢測

經濟部網頁顯示，2000 年的經濟成長率尚達 5.77%，隔年的經濟成長率卻跌至 -2.17%，即 2000 年底（民國 90 年底）可能是一個重大的轉折點，是故，本研究將樣本分為兩組—前五年（1996 年至 2000 年）、後五年（2001 年至 2005 年），並對各迴歸式進行周檢定。結果顯示，除（2）式外，其他模式於 2000 年底存在結構性的變動。經個別檢視兩期間的實證結果，其結論多與前述相符，惟後期的董監持股率與「營業外損益的平穩化指數」未呈顯著關係，但與表四 Panel B 的實證結果相符，可能係管理當局以營業外損益平穩獲利，其意圖過於明顯，且其效果不若應計項目，而有此結果。

二、其他模型

1. 階段式線性迴歸

過去文獻中，Morck, Shleifer and Vishny（1988）指出各區段董事持股對企業報酬的影響各有所不同。董事低持股時，其與企業報酬呈正向關係，超過臨界點時，兩者則呈負向關係。於最後一個區段，董事持股反而與企業報酬呈正向關係。本研究估計階段式模型的轉折點，結果顯示董監持股的轉折點位於限制式的極大值（100%），即不存在明顯的轉折點。此外，本研究亦將董監持股分為四組，分別檢視其對兩類盈餘（應計項目、營業外損益）平穩化的影響，其式如下：

$$\begin{aligned}
Acc = & a_{12} + b_{12} \times Hold0\%-25\% + c_{12} \times Hold25\%-50\% + d_{12} \times Hold50\% \\
& -75\% + e_{12} \times Hold75\%-100\% + f_{12} \times VOpCash + g_{12} \times Debt + h_{12} \times Size + i_{12} \times Ind \\
& + \sum j_{12} \times Year
\end{aligned} \tag{12}$$

$$\begin{aligned}
Other = & a_{13} + b_{13} \times Hold0\%-25\% + c_{13} \times Hold25\%-50\% + d_{13} \times Hold50\% \\
& -75\% + e_{13} \times Hold75\%-100\% + f_{13} \times VOpCash + g_{13} \times Debt + h_{13} \times Size \\
& + u_{13} \times Ind + \sum j_{13} \times Year
\end{aligned} \tag{13}$$

其中，

- Hold0%-25% : 董監持股百分位數 0 至 25%。若持股百分位數低於 25%，該變數為董監持股比率，否則皆設定為 25%。
- Hold25%-50% : 董監持股百分位數 25% 至 50%。若持股百分位數低於 25%，該變數設定為 0；若持股百分位數位於 25% 至 50%，該變數為董監持股比率減 25%；若持股百分位數高於 50%，該變數則設定為 25%。
- Hold50%-75% : 董監持股百分位數 50% 至 75%。若持股百分位數低於 50%，該變數則設定為 0；若持股百分位數位於 50% 至 75%，該變數為董監持股比率減 50%；若持股百分位數高於 50%，該變數則設定為 25%。
- Hold75%-100% : 董監持股百分位數 75% 至 100%。若持股百分位數低於 75%，該變數則設定為 0，否則，設為董監持股比率減 75%。

(12)、(13) 式於六個產業分別加以檢視，結果顯示高持股組別的係數多高於低持股的樣本，與前述結果一致，惟持股百分位數 25% 至 50% 的服務業，董監持股對營業外損益平穩化指數存在正向關係（係數 0.541；p 值 0.055），而持股百分位數 50% 至 75% 的群組中，其係數為 -0.393（p 值 0.037），兩係數的信賴區間並未重疊，即相較於低持股企業，高董監持股的服務業多不透過營業外損益平穩化盈餘，此與整體樣本的測試結果不同。實證亦顯示服務業的董監持股率與企業規模間存在顯著負向關係，可能係服務產業的小公司可供操弄的固定資產、轉投資交易較為有限，而有此結果。

2. Heckman 模型

為確認選樣偏誤對研究結果的影響，本研究採最大概似估計法以 Heckman 模型重行檢測，結果仍與上述一致，即董監持股與兩類盈餘平穩化呈正向關係，而盈餘平穩化亦會影響企業風險的評估。

3. 同步迴歸

本研究採同步迴歸重行檢視 (1) 至 (3) 式，為達滿秩需求，故刪除 (1) 式中的年度控制變數，結果仍與前述發現一致。

4. 企業規模的影響

大公司較受關注，資訊的透明度較高，企業規模係解釋股票報酬的重要變數之一（Banz 1981），故本研究於 (1) 至 (3) 式添加企業規模虛擬變數的交乘項，結果皆未達顯著水準，即企業規模對實證結論不具重大影響。

三、變數衡量

1. 修正「營業外損益的平穩化指數」

前述營業外損益的平穩化指數係比對營業淨利與淨利間的相對變異性，然而，其尚包含所得稅費用，是故，本研究再以「營業淨利與稅前淨利的相對變異性」重新衡量「營業外損益的平穩化指標」，經重行測試後，實證結果仍與前述發現一致。

2. 市場風險

上述測試取系統性風險、三項獲利指標（股票報酬率、資產報酬率、股東權益報酬率）的標準差及半標準差等七變數彙總為「企業風險」變數，惟資產報酬率、股東權益報酬率的標準差及半標準差為會計風險指標，故本研究進一步以系統性風險、股票報酬率的標準差及半標準差彙總為「市場風險指標」，重行檢視，實證結果與前述結論一致，均支持平穩化行為有助於市場風險的調降，可見管理當局的盈餘管理行為確可影響投資人的決策。經控制盈餘管理因素，高董監持股企業仍具較低的市場風險，這顯示董監持股率確為可信的訊號，反應企業的風險本質。

3. 現金流量權

前述測試皆採董監持股率衡量企業的公司治理構面，本研究再以企業主的現金流量權檢視研究結果的可靠性。現金流量權係企業控制者的盈餘分配請求權，即直接盈餘分配權加計間接盈餘分配權（各控制鏈間持股率的乘積）。企業主（企業控制者）對公司決策具有最大影響力，通常為公司之大股東、董事長、總經理或其家族、經營團隊（林宛瑩與許崇源 2007）。結果顯示現金流量權愈高者，透過應計項目平穩營業利益的可能性愈高，與董監持股的實證結果相似，但現金流量權未與營業外損益的平穩化指數呈顯著關係。

4. 原始數值的檢測

上述測試皆以排序後的序號數值進行檢視，此法可避免極端值的影響。本研究亦採原始資料重行檢視，最高、最低各 5% 的樣本使用 winsorized 的方法處理之，經刪除迴歸式殘差絕對值較高的觀察值，實證結果多與前述發現一致，惟董監持股雖仍與應計項目平穩化指數呈正向關係，但未達顯著水準。若未採 winsorized 的方法處理極端值，直接刪除迴歸式殘差絕對值較高的觀察值，董監持股則與應計項目平穩化指數呈顯著正相關，與前述結論一致。

5. 以二年度的資料衡量各關鍵變數

上述測試以一年度的四季資料衡量多數變數，季節性的因素嚴重左右實證結果，故本研究亦採二年度的數值衡量企業風險、應計項目的平穩化指數、營

業外損益的平穩化指數、董監持股率、負債比率¹²。實證結果與前述研究發現一致，惟公司規模、負債比率變數未呈現穩定的結果。

6. 以當期及未來一期的資料衡量「企業風險」

市場風險受到「企業的真實風險」、「盈餘管理」的影響，本研究的「企業風險」變數包含市場風險因子，即「企業風險」變數恐呈現遞延反應，故本研究另採當年及未來一年度的資料衡量「企業風險」，重行檢視。除負債比率外，實證結果皆與前述發現相符。

陸、研究結果與建議

公開發行公司中，管理當局與外部投資人間存在資訊不對稱，為減緩代理問題，證期局由公司治理構面著手，發佈「董事監察人股權成數及查核實施規則」，是故有不少文獻探討公司治理因子於減少道德風險、逆向選擇所扮演的角色 (Leland and Pyle 1977; Kesner 1987; Oswald and Jahera 1991)。Wahlen et al. (1999) 與 Cheney (2003) 指出企業報酬、風險均屬財務報告傳遞的關鍵資訊，然而，既有文獻多檢視其報酬面，卻忽視其風險意涵，故本研究檢視董監持股與盈餘平穩化的關係，並實證平穩化指數對企業風險的影響。

基於過去文獻 (金成隆等 2000; Ayres 1994; Bricker et al. 1995)，本研究將盈餘管理分為兩大途徑 (應計項目、營業外損益)，結果顯示高董監持股的企業多透過應計項目平穩盈餘，應計項目雖不影響現金流量，但該平穩化的行為仍可影響外界的風險認知，評定較低的風險，這顯示投資人習慣僅以若干會計績效指標進行決策，存在功能性的固著，與張文瀾與黃惠專 (2005) 的發現相符。

相對地，研究結果顯示於早期，董監持股與營業外損益的平穩化指數呈正向關係，與應計項目的測試一致，然而，近期的測試結果不甚穩定，這顯示近來管理當局多不以營業外損益作為平穩化的工具，可能係營業外損益的平穩化指數減緩企業風險的程度遠不如應計項目，其較易被偵知，意圖過於明顯，而有此現象。

Gadhoun and Ayadi (2003) 指出董事持股與企業風險呈顯著負相關，但本研究證實董監持股與盈餘平穩化呈正向關係，是故本研究進一步測試是否全因盈餘管理行為而導致「高董監持股、低風險」的結果。本研究經控制盈餘管理因素後，結果仍顯示董監持股與企業風險呈顯著負相關，即董監持股為可靠的訊號，可傳遞企業低風險的本質，與 Datar et al. (1991) 的論點一致。

本研究以風險觀點檢視公司治理與盈餘管理間的關係，結果顯示僅提高董監持股並無法有效提升盈餘品質，可能尚需其他的管理機制，例如：設立獨立

¹² 董監持股率、負債比率皆以兩年底的數值取平均數。

董事 (Reitenga and Teamey 2003; Williams and Tower 2004; Zahn and Tower 2004; Davidson et al. 2005; Peasnell et al. 2005)、加重查核會計師的法律責任。受限於研究資料，本研究未能分析企業平穩化盈餘的真正目的，其僅為降低企業成本，或為掩飾營運受挫、剽竊資產等事實，對此有賴未來研究者進一步加以剖析。

參考文獻

- 工商時報, 2005.7.28, 晶圓雙雄第二季超級比一比 90 奈米冠軍賽 聯電勝出 基本面好聯電本季不再處分轉投資持股 第三季比一比 全面復甦 雙雄同聲 (4 版)。
- 金成隆、林修葳與黃書楣, 2000, 國內現金增資企業盈餘管理之實證研究, 中山管理評論, 第 8 卷第 4 期 (冬季): 709-744。
- 林宛瑩與許崇源, 2007, 台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議, 交大管理學報, 即將出版。
- 林宛瑩、許崇源與鄭桂蕙, 2003, 公司治理結構對庫藏股購回誘因之影響, 2003 年會計理論與實務研討會, 成功大學與中華會計教育學會。
- 洪振虔、吳欽杉與陳安琳, 2003, 新上市公司股票刻意偏低定價之影響因素—隨機前緣模式的運用, 管理學報, 第 20 卷第 1 期 (2 月): 113-141。
- 張文瀾與黃惠專, 2005, 處分投資、盈餘平穩化與市場評價, 當代會計, 第 6 卷第 2 期 (11 月): 29-62。
- 張仲岳, 2001, 損益表之分類與獲利能力之預測, 當代會計, 第 2 卷第 1 期 (5 月): 1-16。
- 歐進士、李佳玲與詹茂昆, 2004, 我國企業盈餘管理與經營風險關聯之實證研究, 風險管理學報, 第 6 卷第 2 期 (7 月): 181-206。
- Ayres, F. L. 1994. Perceptions of earnings quality: What managers need to know. *Management Accounting* 75 (March): 27-29.
- Baginski, S. P., and J. M. Wahlen. 2003. Residual income risk, intrinsic values, and share prices. *The Accounting Review* 78 (January): 327-351.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn): 159-177.
- Banz, R. W. 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9 (March): 3-18.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68 (October): 840-855.

- Bitner, L. N., and R. Dolan. 1998. Does smoothing earnings add value? *Management Accounting* 76 (October): 44-47.
- Bricker, R., G. Previts, T. Robinson, and S. Young. 1995. Financial analyst assessment of company earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 10 (Summer): 541-554.
- Chen, Y. C., and C. H. Hsueh. 2003. Testing the information quality on the degree of operating leverage listed in the financial report. The Fifteenth Asian-Pacific Conference on International Accounting Issue, Bangkok, California State University.
- Cheney, G. 2003. In quick compromise, FASB issues tighter rules on SPEs'. *Accounting Today* 17 (February): 14-15..
- Cotton, B. D. 2005. Stock return, earnings management, and discretionary accruals: An examination of the accrual anomaly. Working paper, the Florida University, Florida.
- Datar, S. M., G. A. Feltham, and J. H. Hughes. 1991. The role of audits and audit quality in valuing new issues. *Journal of Accounting and Economics* 14 (March): 3-49.
- Davidson, R., J. Goodwin-Stewart, and P. Kent. 2005. Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance* 45 (July): 241-267.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (April): 193-225.
- Dechow, P. M., S. A. Richardson, and A. I. Tuna. 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies* 8 (June-September): 355-384.
- Gadhoun, Y., and M. A. Ayadi. 2003. Ownership structure and risk: A Canadian empirical analysis. *Quarterly Journal of Business and Economics* 42 (Winter): 19-39.
- Hamada, R. S. 1972. The effect of the firm's capital structure on the market efficiency. *Journal of Finance* 27 (May): 435-458.
- Healy, P. M., K. P. Palepu, and R. S. Ruback. 1992. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economic* 31 (April): 135-175.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, and D. Palia. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and

- performance. *Journal of Finance Economics* 53 (February): 353-384.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (April): 5-50.
- Kesner, I. F. 1987. Directors' stock ownership and organizational performance: An investigation of fortune 500 companies. *Journal of Management* 13 (Fall): 499-507.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August): 375-400.
- Leland, H. E., and D. H. Pyle. 1977. Information asymmetries, financial structure and finance intermediation. *Journal of Finance* 32 (May): 371-387.
- Liu, C. C., S. G. Ryan, and H. Tan. 2004. How banks' value-at-risk disclosures predict their total and priced risk: Effects of bank technical sophistication and learning over time. *Review of Accounting Studies* 4 (June-August): 265-294.
- Logue, D. E. 1973. On the pricing of unseasoned equity offerings: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8 (January): 91-141.
- Mandelker, G. N., and S. G. Rhee. 1984. The impact of the degrees of operating and financial leverage on systematic risk of common stock. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19 (March): 45-57.
- Morck R., A. Shleifer, and R. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 293-316.
- Oswald, S. L., and J. S. J. Jahera. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12 (May): 321-326.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accrual? *Journal of Business Financial and Accounting* 32 (September): 1311-1342.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20 (Jane-March): 237-265.
- Ramakrishnan, R., and J. Thomas. 1991. Valuation of permanent, transitory and price-irrelevant components of reported earnings. Working paper, Columbia University.
- Reitenga, A. L., and M. G. Teamey. 2003. Mandatory CEO retirements, discretionary accruals, and corporate governance mechanisms. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 18 (Spring): 255-280.

- Rubinstein, M. E. 1973. A mean-variance synthesis of corporate financial theory. *Journal of Finance* 28 (March): 167-182.
- Strong, N., and W. Walker. 1993. The explanatory power of earnings and stock returns. *The Accounting Review* 68 (April): 385-399.
- Stulz, R. M. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 25-54.
- Subramanyam, K. R. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22 (August-December): 249-281.
- Suh, Y. S. 1990. Communication and income smoothing through accounting method choice. *Management Science* 36 (June): 704-723.
- Wahlen, J. M., J. R. Boatsman, R. H. Herz, R. G. Jennings, G. J. Jonas, K. Palepu, K. R. Petroni, S. G. Ryan, and K. Schipper. 1999. Comment letter to the FASB: Liability and equity'. *Accounting Horizons* 13 (September): 305-307.
- Watts, L. W., and J. L. Zimmerman. 1978. Toward a positive accounting theory of determination of accounting standards. *Accounting Review* 53 (January): 112-134.
- Williams, S. M., and G. Tower. 2004. Corporate governance: Earnings management linkages: Impact of audit committee composition and operational characteristics. *International Journal of Accounting, auditing and Performance Evaluation* 1 (November): 401-431.
- Zahn, J. M. V., and G. Tower. 2004. Audit committee features and earnings management: Further evidence from Singapore. *Business Governance and Ethics* 1 (November): 233-258.