

# 代理問題與盈餘穩健性

高蘭芬

國立高雄大學金融管理學系

陳怡凱

國立高雄大學金融管理學系

陳美蓮

國立高雄大學金融管理學系

## 摘要

Watts (2003a, 2003b)指出穩健會計乃是為了解決公司契約各方面當事人間因資訊不對稱、報酬不對稱、有限期間與有限責任所導致的道德危機，所發展出的一種有效率的契約機制。本研究針對此論點，探討盈餘穩健性可以降低哪些企業利害關係人之間的代理問題，提高契約效率性，包括傳統股東與經理人之間因資訊不對稱造成的道德危機、控制股東對小股東剝奪的代理問題，以及債務契約相關的代理問題。

實證結果發現，經理人更換越頻繁、現金股利率愈低、控制股東控制權與盈餘分配權偏離程度愈大，以及長期負債比率愈高的企業，會計盈餘穩健性愈高，反映這些代理衝突引發外部投資人對盈餘品質的需求因而提高企業的盈餘穩健性。然而，當董監酬勞佔會計盈餘的比率愈高、自由現金流量愈高，以及董監事股權質押愈高時，企業的盈餘穩健性並未顯著提高，顯示穩健性也受到公司治理環境與經理人誘因影響。

**關鍵詞：**穩健會計、代理問題、公司治理

收稿日：2009 年 4 月

接受日：2010 年 12 月

三審後接受

# Agency Problems and Accounting Conservatism

**Lanfeng Kao**

Department of Finance  
National University of Kaohsiung

**Yi-Kai Chen**

Department of Finance  
National University of Kaohsiung

**Mei-Lian Chen**

Department of Finance  
National University of Kaohsiung

## Abstract

This paper investigates the effectiveness of conservatism in mitigating the agency problems among stakeholders. The empirical results indicate that conservative accounting reduces moral hazard caused by managers' limited horizons and limited liability, and agency problems due to deviation between control and cash flow rights and agency conflicts between bondholders and shareholders. However, conservative accounting cannot mitigate interest conflicts induced by free cash flows and directors' shares collateralization. Our results also show that firms tend to use less conservative accounting when there are other governance mechanisms in the firms to reduce agency conflicts, such as high cash dividend payout ratio.

**Keywords:** *Accounting conservatism, Agency problems, Corporate governance.*

Submitted April 2009  
Accepted December 2010  
After 3 rounds of review

## 壹、研究動機與目的

穩健性係指會計盈餘在反映當期經濟盈餘時，反映經濟損失之時效性較反映經濟利得之時效性高，也就是認列經濟損失與利得時存在時效不對稱。如存貨成本與市價孰低法之應用，商譽、長期股權投資或固定資產之價值減損測試，以及或有事項之會計處理等都是例子。Basu (1997)認為盈餘穩健性為會計準則對於利得或損失的認列的要求不一致，會計準則對於好消息之認列標準嚴於壞消息之認列標準，進而造成盈餘對於壞消息的反應快於好消息的現象，Basu 將此差異定義為不對稱之盈餘時效性且利用此差異衡量穩健性。

過去研究主要以契約論、訴訟論、稅務管制論的觀點說明公司對穩健性的需求(Basu 1997; Givoly and Hayn 2000; Shackelford and Shevlin 2001; Watts 2003a, 2003b)，其中以從契約論的角度探討對穩健性需求的文獻最為廣泛。Watts (2003a, 2003b)指出穩健會計乃是為了解決公司契約各方面當事人間因資訊不對稱、報酬不對稱(asymmetric payoffs)、有限期間(limited horizons)與有限責任(limited liability)所導致的道德危機(moral hazard)，所發展出一種有效率的契約機制。以債務契約為例，債務契約之限制條款大部分依據或限制於財務報表變數，及時認列經濟損失可以更迅速發動違反債務契約限制條例之債權保全程序，將決策權利及時移轉至債權人，以限制經理人從事過度股利發放、舉借新債、增加投資、購併或分割等可能損害債權人權益之行為(Ball and Shivakumar 2005; Watts 2003a, 2003b)，提高債務契約的效率性，降低股東與債權人間的代理問題，進而降低債務的資金成本 (Givoly and Hayn 2000; Ahmed, Billings, Morton and Harris 2002; Watts 2003a, 2003b; Ball and Shivakumar 2005; Ball, Robin and Sadka 2008; LaFond and Watts 2008; 姜家訓與葉鴻銘 2007)。另外一例是穩健性可以提高經理人獎酬契約的有效性，Basu (1997, 37)指出，因為企業未來獲利存在不確定性，管理者擁有有關企業營運狀況與資產價值的私有資訊，當管理者的酬勞連結於報導盈餘，管理者就有誘因隱藏不利於報導盈餘的訊息。面對這種道德危機，理性的投資人會降低管理者酬勞以反映該代理成本，管理者若採用穩健原則，有助於降低投資人的疑慮，提高獎酬契約效率性。

穩健性可以降低企業與利害關係人之間的代理問題，並提高契約效率性(Watts 2003a; LaFond and Watts 2008)。LaFond and Watts (2008)探討內部投資人與外部投資人之間因成長機會無法驗證所產生的資訊不對稱，是否會產生對穩健性的需求。其實證結果發現前期與當期資訊不對稱的變動與當年度盈餘穩健性的變動呈現正相關，表示資訊不對稱變動領先或同時於盈餘穩健性，而在資訊不對稱增加最多的群組中，當期資訊不對稱的增加，則下期資訊不對稱減少，說明資訊不對稱增加使盈餘穩健性增加，進而減少下期資訊不對稱，整體而言，LaFond and Watts (2008)支持穩健性降低經理人操縱盈餘的誘因與能力，進而降低資訊不對稱，最終提高公司價值。

以往對於穩健性與代理衝突相關性的研究，大部分放在企業內部人與外部人之間資訊不對稱，以及獎酬與債務契約效率性，歐美研究也大抵支持穩健性可以降低代理衝突，也就說代理衝突愈大，盈餘穩健性愈高。本研究延續 Watts (2003a, 2003b)、Basu (1997)與 LaFond and Watts (2008)有關穩健性可提升契約有效性之研究方向，探討穩健性可以或無法降低哪些利害關係人間的代理問題（例如：內部人 vs. 外部人，內部人 vs. 外部股東，債權人 vs. 經理或股東，控制股東（大股東）vs. 外部股東（小股東））？特別是針對台灣所存在的控制股東的代理問題，穩健性的效率契約角色否是否會產生與英美研究不同的結論？理論上，若盈餘穩健性有助於降低代理問題，則代理成本愈嚴重的企業，資金提供者對於穩健性的需求預期會愈高，經理人為了避免不利契約條件，會供給更穩健的會計盈餘。然而，Ball, Kothari and Robin (2000)認為，會計準則受到經理人與審計人員誘因影響。即使一般認為習慣法國家的會計準則相對於成文法國家的準則有更高的品質，Ball et al. (2000)卻發現，亞洲四個習慣法國家（香港、馬來西亞、新加坡與泰國）財務報導品質（盈餘穩健性）並不高於成文法國家，理由是在這些國家經理人缺乏提供高品質財務報導的誘因，因而造成較低的盈餘穩健性。誘因環境會決定各國盈餘的穩健程度，當企業發現投資人對於財務品質的需求低，其報導高品質財務報表的誘因也會降低，如果企業報導高品質財務資訊的誘因很低，最終盈餘品質將會很低(Ball et al. 2000; Ball, Robin and Wu 2003; Ball and Shivakumar 2005)。Basu, Huang, Mitsudome and Weintrop (2005)指出儘管台灣會計準則與審計準則與美國相近，但家族企業文化影響投資人對於會計資料的處理，使得台灣企業盈餘穩健性低於美國，反而接近 Ball et al. (2000)所探討的四個東亞家族企業型態的國家。這些研究都指出，制度面的差異會影響會計資訊品質的供給與需求，最終影響盈餘穩健程度。因此，本研究認為有必要加以探討台灣資本市場中常見的代理衝突是否產生對穩健性的需求與供給，以了解穩健會計在降低經理人道德危機及利害關係人間代理問題上的角色，以及台灣財務報導與歐美國家的異同。

本研究實證結果支持盈餘穩健性可以降低因經理人有限任期與有限責任所產生道德危機(H1)、因控制股東控制權與盈餘分配權偏離(H4)以及與債權人相關的代理問題(H6)，當企業經理人更換次數愈高、控制股東控制權與盈餘分配權偏離愈嚴重，以及公司長期負債比率愈高，股東與債權人對於盈餘品質需求提高，公司必須提高其盈餘穩健性以避免不利的契約條件。而當董監事薪酬佔盈餘比率較高時，因董監事缺乏監督財報品質的誘因，使得企業盈餘穩健性較差，支持 H2。至於董監事質押有關的代理問題是否提高企業穩健性的假說(H5)則獲得部分支持。

本研究也發現，自由現金流量愈高的公司，因有較嚴重的代理問題，理論上對盈餘品質的需求應愈高(H3a)，但結果並不支持該論點。尤其是自由現金流量愈高企業的穩健性愈低，反應台灣資本市場經理人缺乏誘因提供高品質財

報。不過本研究實證結果支持高現金股利發放率的公司，盈餘穩健性較低(H3b)，代表現金股利發放有助於降低自由現金流量，因而降低外部人對穩健性的需求。

整體而言，本研究的結果發現，台灣資本市場對高品質盈餘的需求不若歐美國家高，且經理人或董監事對高品質盈餘的供給誘因也不高，儘管穩健性可以解決經理人有限任期所產生道德危機及因資訊不對稱所造成債務契約無效率問題(Watts 2003a, 2003b)，但穩健性基本上無法有效解決東亞國家常見控制股東的代理問題及自由現金流量的代理問題。而董監酬勞連結於盈餘的機制也使得經理人缺乏提高財報品質的誘因。本研究以台灣企業為樣本，實證的結果與 Ball et al. (2000)的研究一致，如同亞洲四個習慣法國家（香港、馬來西亞、新加坡與泰國），台灣投資人對於財務品質的需求較低，且台灣經理人較歐美國家經理人缺乏提供高品質財務報導的誘因。

本研究的主要貢獻有三。首先，以往有關穩健性契約有用性的研究幾乎都將重點放在債務契約與經理人薪酬契約（例如，Ahmed et al. 2002; Ahmed and Duellman 2007; Khan and Watts 2009; LaFond and Watts 2008; 姜家訓與葉鴻銘 2007；許文馨與詹凌菁 2008），然而，LaFond and Watts (2008)指出資訊不對稱所造成的代理問題不只出現在債務契約與薪酬契約，因此本研究廣泛的探討各種代理問題與盈餘穩健性之關聯性，所探討的代理問題包括，經理人的有限期間與有限責任、董監事（或控制股東）薪酬契約連結於報導淨利時高估淨利的道德危機、自由現金流量假說、控制股東盈餘分配權與控制權偏離，以及股東與債權人之間的代理問題。其次，本研究延伸 Ball et al. (2003)探討四個亞洲國家（香港、馬來西亞、新加坡與泰國）投資人對財報品質需求與歐美國家投資人需求差異的相關研究，而以台灣企業為樣本，Basu et al. (2005)指出因為台灣的會計準則與審計準則與美國接近，而且台灣與美國市場皆具有效率性，因此相較於 Ball et al. (2003)所探討的四個東亞國家，以台灣市場為樣本來研究文化制度上差異對財報的影響，在實證上有更好的控制。最後，本研究延伸 Basu et al. (2005)探討台灣家族企業對於盈餘及時性與穩健性之研究，更深入探討家族企業中常見的各種代理問題，包括董監事股權質押、控制股東控制權與現金流量偏離、董監酬勞等問題對穩健性的影響。

## 貳、 相關文獻與研究假說建立

代理問題主要因資金提供者與資金使用者之間的資訊不對稱所產生的(Hart and Moore 1995)，公司的經理人與控制股東為資訊充分者，債權人與外部股東為資訊不充份者，當經理人（或控制股東）與外部股東、債權人的利益衝突愈高時，經理人在有限期間、有限責任與自利動機下，以及透過金字塔結構、交叉持股進而控制公司的控制股東在自利的動機下，可能為了追求私人利

益, 採取不利於公司整體利益目標的行為, 降低公司價值(Shleifer and Vishny 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer 1999; Claessens, Djankov and Lang 2000; Johnson, Boone, Breach and Friedman 2000; Wiwattanakantang 2001; Watts 2003a, 2003b; LaFond and Roychowdhury 2008)。而企業存在的代理衝突, 會影響企業內部人與外部投資人間對於高品質財務報導的供給與需求, 進而影響企業財務報導的穩健程度。

### 代理衝突影響會計穩健性的供給與需求

當所有權與控制權分離, 產生經理人與外部人之間的代理衝突, 一方面, 所有權分散企業的專業經理人存在誘因報導與經濟實質偏離的財務資訊, 犧牲股東與債權人權益, 以極大化其私人利益(Healy and Kaplan 1985; Leuz, Nanda and Wysocki 2003; Warfield, Wild and Wild 1995), 可見代理衝突會影響經理人對高財務報導品質的供給。但另一方面, 外部投資人對高品質財報的需求也會影響經理人對財報品質的供給。會計盈餘可作為降低代理問題的工具, 讓經理人與股東/債權人之間利益一致(Bushman and Smith 2001; Healy and Kaplan 1985; Watts and Zimmerman 1986), 因此財務報表的使用者, 包括股東與債權人, 為了效率契約與監督的目的, 產生對高財務報導品質的需求, 該需求也因而創造出企業提供高品質財務報導的誘因, 以取得較佳的契約條件。(Ball et al. 2000; Ball et al. 2003; Ball and Shivakumar 2005)。

這種對高品質財務報導的供給與需求也會影響企業的盈餘穩健性程度。穩健性一直以來即是財務報導重要的品質特性(Basu 1997), Watts (2003a, 2009)指出穩健性可以解決因為契約當事人之間因為資訊不對稱所造成的代理問題, 也就是說穩健性可以降低代理成本。當外部投資人認為企業存在的代理問題會使得財務報表的提供者投機性的操縱盈餘以圖利自己時, 如果穩健性有助於降低該代理衝突, 投資人就會要求更高的穩健性以降低代理衝突。Ball and Shivakumar (2005)以 UK 為樣本, 發現相較於公開發行公司, 私有企業認列經濟損失較不及時, 即使兩者必須遵循幾乎相同的會計準則。他們的結論是, 市場對公開發行公司要求較高的財務報導品質, 這個來自投資市場的需求會提高財務報導的品質。至於經理人是否因為外部人的需求而願意提高盈餘穩健性, 受到誘因的影響, 當契約條款與財務品質有關, 企業有誘因滿足投資人對財務報導品質較高的要求, 以換取較佳的契約條款, 例如較低的資金成本。

### 制度面差異影響對穩健性的供需

理論上, 與財務報導品質有關的代理衝突愈大, 投資人對穩健性的需求愈高, 經理人也因此會提供較高程度的穩健性, 以得到較佳的契約條款, 換言之, 與財務報導品質有關的代理衝突愈大, 企業的穩健性會愈高, 但事實上這樣關係式未必會成立(Ball et al. 2003; Basu et al. 2005)。穩健性受到財務報表準備者與審計人員的誘因、法規制度, 以及所有權結構所影響, 這些差異影響穩健性

的需求與供給。Ball et al. (2000)與 Ball et al. (2003)曾經利用跨國性資料，並運用 Basu (1997)模型研究影響各國盈餘穩健程度的制度性因素(institutional factors)。Ball et al. (2000)援引資訊不對稱的論述，證實習慣法系（英大法系）國家之盈餘較成文法系（大陸法系）國家穩健，顯示法律制度的異同（即習慣法 vs. 成文法）對各國盈餘數字的穩健程度之差異有深遠的影響，換言之，面對相同的代理問題，也未必得到一樣程度的穩健性。

然而，即使一般認為習慣法國家對投資人保護高於成文法國家(La Porta et al. 1999)，Ball et al. (2003)卻也發現，亞洲四個習慣法國家（香港、馬來西亞、新加坡與泰國）財務報導品質並不高於成文法國家，誘因環境會決定各國的盈餘穩健程度，也就是說財務報表準備者的誘因對是否報導高品質財務資訊扮演重大角色。當企業發現投資人對於財務品質的需求低，其報導高品質財務報表的誘因也會降低，如果企業報導高品質財務資訊的誘因很低，盈餘品質將會很低(Ball et al. 2000; Ball et al. 2003; Ball and Shivakumar 2005)。

Basu et al. (2005)研究台灣市場的盈餘穩健性與及時性，其結果發現，即使台灣資本市場遵循的會計準則與審計準則大抵跟隨美國，且與美國市場相同具效率性，但台灣的企業型態以家族企業為主，所有權與控制權結構明顯與美國不同，這種差異使得台灣企業盈餘的穩健性比美國低。其研究也發現，台灣受到家族控制的企業穩健性較差。

東亞國家對於少數股權的法律保護及財務報導的透明度均較美國資本市場為差，此外，因為東亞國家財務報表的使用者可以透過私有管道取得資訊，因此對於盈餘品質的需求較美國報表使用者來的低(Ball et al. 2000)，因此投資人面對各種潛在的代理衝突是否引發對穩健性的需求，以及經理人是否有誘因提供較高程度的穩健性，值得進一步探討。本研究探討各種台灣資本市場中常見的代理問題，討論盈餘穩健性是否有助於降低各類代理問題。探討的代理問題包括(1)傳統的代理問題(H1 至 H3)，主要探討面對所有權與經營權分離後所引發股東與經理人之間的衝突，是否產生對盈餘穩健性的需求與供給；(2)核心代理問題(H4 與 H5)，面對控制股東控制權與現金流量權偏離所引發相關的代理問題，外部小股東是否增加對盈餘穩健性的需求；(3)股東與債權人之間的代理問題與穩健性的關係(H6)。

## 一、傳統的代理問題與盈餘穩健性

當所有權與經營權分離後，經理人相對於股東有較佳的資訊，因此有動機提供偏誤的資訊，並選擇會對公司產生無謂損失的行為，造成企業價值的降低(Jensen and Meckling 1976; Watts and Zimmerman 1986)。而穩健性要求利得認列需要更高的驗證性，可以減輕經理人高估盈餘與淨資產的動機與能力，也可以降低經理人隱瞞預期損失的資訊(Watts 2003a, 2003b)。因此當經理人與股東之間代理問題產生的損失愈大，預期對穩健性的需求也愈高。這部份所探討的代

理問題包括：經理人的有限期間與有限責任(H1)、董監事薪酬連結於會計盈餘(H2)、自由現金流量假說(H3)。分述如下：

經理人的有限期間與有限責任會產生經理人與股東的代理問題(Watts 2003a; LaFond and Roychowdhury 2008)。經理人在有限的任期與有限責任下，經理人可能無法享受提升公司價值之投資計畫帶來的獲利，而公司無法在經理人卸任後追溯經理人於任期內所有投資決策、融資決策、股利政策的責任或無法獲得全額的賠償，因公司對經理人之求償部分應遠低於投資決策錯誤導致的損失。當經理人愈不需承擔錯誤決策、或損害公司價值之決策的責任時，經理人愈可能執行對自身較有利的決策。Denis, Denis and Sarin (1997)和 Knezevic and Pahor (2004)認為當經理人的任期愈長、異動次數愈低時，經理人對於公司環境與目標均較為熟悉，能夠掌握公司的運作，且其忠誠度與向心力較強，此時經理人與股東間的代理問題應較低。

而以往研究也發現，公司績效（包括會計盈餘與股價績效）對 CEO 替換有顯著預測能力(Coughlan and Schmidt 1985; Engel, Hayes and Wang 2003; Gibson 2003; Tsai, Hung, Kuo and Kuo 2006)，也就說經理人更換與前期績效不佳有關。當經理人的去留連結到會計盈餘時，經理人有提高盈餘的動機避免績效不佳被更換，因此面對經理人更換頻繁的公司，投資人會產生經理人提高盈餘的疑慮，這種疑慮會對經理人聘任契約產生負面影響。從穩健性的效率契約角度而言，經理人若採用穩健性將可以降低投資人對此的疑慮，提升經理人聘任契約的有效性。基於此，本研究認為，經理人更換愈頻繁的公司，投資人對穩健性的需求會更高，經理人也願意採用穩健性來提升契約效率性，以避免不利的契約條件。

其次，一旦經理人更換發生，以往研究發現，繼任經理人在更換年度從事更多洗大澡(take a bath)行為，將公司可能存在資產損失儘速認列，以提高未來績效表現(Elliott and Shaw 1988; Francis, Hanna and Vincent 1996)。基於此，因為繼任經理人的洗大澡行為，會使公司資產潛在的損失提前認列，經理人更換當年度的盈餘穩健性會較沒有發生經理人更換的公司更高，本研究預期更換經理人愈頻繁的公司對於沖銷資產愈積極。

不管是經理人為了避免績效不佳被更換而產生高估盈餘的動機，或是新上任經理人的洗大澡行為，都代表企業的盈餘品質無法反映企業真正的績效。當外部投資人對盈餘品質產生疑慮，認為經理人存在誘因報導與經濟實質偏離的財務資訊，可能犧牲股東與債權人權益，以極大化其私人利益時，投資人對高品質財務報導產生需求，而經理人必須提高財務品質以降低投資人的疑慮，並避免聘雇契約的不利條件。基於上述理由，本研究提出下列假說：

**H1：經理人的替換次數愈高的公司，則公司盈餘穩健性程度愈高。**



董監酬勞連結於會計盈餘對盈餘穩健性的影響來自於多方面。首先，董監事是公司治理重要一環，董監酬勞佔盈餘的比重愈高，使得董監事與企業的利益愈一致，董監事愈有意願監督經理人，有助於公司價值的提高，而好的董監事監督也會降低經理人投機性盈餘管理的行為(Klein 2002)，預期盈餘品質較佳。此外，當企業的公司治理佳，股東也愈不需要依賴盈餘資訊來監督經理人以降低代理問題，因此對高品質財務報導的需求將下降（需求面）。

但另一方面，上述監督可能無法發揮。當董監事薪酬以會計盈餘為基礎時，董監事可能放縱經理人高估公司盈餘，藉此提高董監薪酬。儘管台灣董監事大部分為控制股東，但當控制股東（董監事）因經理人的盈餘管理行為獲利程度高於極大化公司價值所產生的利益時，控制股東（董監事）是可能放縱經理人圖利自身之行為。鍾志杰 (2007)指出董監事薪酬水準愈高時，董監事從事盈餘管理的行為愈大。理論上，面對上述經理人存在高列盈餘的動機，以及董監事缺乏監督經理人高估盈餘的誘因時，理性的投資人會要求降低董監事薪酬佔報導淨利的比率以反映該代理成本。從契約效率性而言，若董監事要求經理人採用穩健會計，董監事將可避免該代理問題對其薪酬契約產生的負面影響，這種對穩健性的需求理論上將使得盈餘的穩健性提高。但相對於美國與英國公司存在由獨立董事組成的薪酬委員會以設定正式且資訊公開的每位董事薪酬，並平衡長短期誘因，台灣薪酬委員會制度並不健全，董監事薪酬佔報導盈餘的比率愈大，讓董監事重視短期財務績效，忽略長期發展，使得董監事決策未必符合股東的利益，加上以往董監酬勞皆視為盈餘的分配，不會影響報導盈餘，這更使董監事放任經理人高估盈餘領取超額酬勞的效果不會影響損益表，使得董監事並不要求經理人提供高品質盈餘，而經理人也缺乏提供較高程度穩健性。

綜合上述分析，如果董監酬勞連結於會計盈餘，其結果可能提高董監事監督意願以提升公司經營績效，使得投資人對財務報導的需求降低，但另一種可能性是，董監酬勞連結於會計盈餘反而使董監事缺乏監督財報品質的意願，連帶使得管理階層也缺乏提供穩健性的誘因，本研究認為後者的可能性較高，理由是，會計穩健性受到經理人與會計師所面臨來自股東的訴訟風險所影響(Basu 1997; Ball et al. 2000)，在台灣股東對管理階層提起訴訟的情形不多，因此董監面臨的訴訟風險不高，因此放任經理人高估盈餘。基於此，本研究預期，董監事薪酬佔盈餘的比率愈高的企業其盈餘穩健性愈低。

## **H2：董監事薪酬佔盈餘的比率愈高，盈餘穩健性程度愈低。**

股利政策一直是財務學上爭論的主題之一，財務學者發展不同的理論嘗試來解釋為何公司發放或不發放股利會影響股價。其中一個普遍的觀點是代理理論（例如 Rozeff (1982)與 Easterbrook (1984)），也就是股利可以有效降低管理當局與股東之間的代理成本，進而提昇股價。因為支付大額股利降低經理人可

以自由支配的內部現金，這迫使公司必須尋求更多的外部資金，當公司尋求成本較高的外部資金時，必須通過資本市場對新資金的檢驗，可以降低經理人選擇次佳投資(suboptimal investment)的可能性(Easterbrook 1984)。因為來自外部資金提供者的監督也可以確保經理人依照外部股東的利益來決策，因此股利支付應可以作為監督經理人的工具。Rozeff (1982)也發現對於存在控制股東之公司，股利可以降低經理人與少數股東之間的代理成本，進而影響股價。

另外，Jensen (1986)提出自由現金流量假說，定義自由現金流量為公司投資全部淨現值為正的投資方案後所剩餘的現金，當公司管理權與經營權分離時，在自利動機下經理人通常有過度投資的傾向，投資於淨現值為負的投資計畫或浪費在無效率的組織上，引起股東與經理人間的代理問題。當自由現金流量愈多，則管理者與股東之間的代理問題愈嚴重。Jensen (1986)與 Fluck (1999)指出股利政策可以降低公司內部股東與外部股東之間的代理衝突。如果公司的盈餘並沒有以股利的方式發放給股東，而被保留在公司裡，那麼內部股東或經理人將可以有更多的資源來從事個人花費，或者是投資於對公司不是很有利，但是對個人卻有利的投資計畫。因此，外部股東會偏好公司發放股利而非將盈餘保留在公司裡，這樣的說法主要是認為自由現金流量(free cash flow)容易導致浪費或是沒有效率的投資，因而會損及外部股東的利益。

基於上述分析，在其他條件相同情況下，自由現金流量愈高的公司代理問題較嚴重，因會計穩健性可有效降低公司管理者與投資人間因資訊不對稱造成的無謂損失(Watts 2003a)，預期自由現金流量愈高的公司，股東對於公司盈餘穩健性的需求應較高。而股利發放率提高可以降低自由現金流量所產生的代理問題，預期可以降低對穩健性的需求。

**H3(a)：自由現金流量愈高的公司，則公司盈餘穩健性程度愈高。**

**H3(b)：現金股利率愈高的公司，則公司盈餘穩健性程度愈低。**

## 二、核心代理問題與盈餘穩健性

東亞國家大部分公司由家族公司控制，控制家族通常使用金字塔結構<sup>1</sup>與交叉持股<sup>2</sup>的方式增強其控制力(La Porta et al. 1999)，加深控制股東控制權與所有權的偏離<sup>3</sup>。Claessens et al. (2000)<sup>4</sup>指出東亞國家主要的代理問題不是經理人與所有權人間的利益衝突，而是控制股東與外部股東間的利益衝突。Yeh and

<sup>1</sup> La Porta et al. (1999)將金字塔結構定義為控制股東至少透過一家上市公司掌控被控制公司。

<sup>2</sup> La Porta et al. (1999)將交叉持股定義為控制公司持有控公司的股權，或控股公司在被控公司控制範圍。

<sup>3</sup> Claessens et al. (2000)以“現金流量權/ 控制權”，La Porta et al. (1999)以“控制權－現金流量權”衡量控制權與現金流量權的偏離程度。

<sup>4</sup> Claessens et al. (2000)以東亞 9 個國家為對象，探討最終控制權者之所有權與控制權的分離，國家為香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣和泰國。

Lee (2001)發現台灣上市公司有 76%為家族控股公司，且董事會有 66.45%被控制家族所完全掌握，台灣的公司也存在 Claessens et al. (2000)所指出控制股東代理問題（核心代理問題）。此節探討台灣控制股東代理問題是否產生對盈餘穩健性的需求，包括控制股東盈餘分配權與控制權偏離(H5)與董監事質押行為(H6)與穩健性的相關性。分述如下：

過去研究發現當控制權與現金流量權偏離程度越大，控制股東越會追求自身利益極大化，侵害小股東的財富，使公司價值降低 (Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Johnson et al. 2000; Wiwattanakantang 2001; 高蘭芬、陳振遠與李焮慈 2006)。如 Claessens et al. (2000)針對東亞國家的上市公司進行研究，實證結果顯示最終控制者的現金流量權愈大，公司的市價淨值比愈高；最終控制者的控制權與現金流量權偏離程度愈大，公司的市價淨值比卻愈低。Lee and Yeh (2004)同樣也發現控制股東所擔任的董事席次佔全體董事比率愈高，以及控制股東投票權偏離現金流量權比率愈大的公司，其下一年度發生財務危機的機率將會提高。基於上述推論，本研究推論當企業的控制股東控制權（包括股份控制權或席次控制權）與現金流量權偏離程度愈高時，外部人對於公司盈餘穩健性的需求愈高。

**H4：當企業控制股東控制權與現金流量權偏離程度愈高，則公司盈餘穩健程度愈高。**

董監事的質押行為在台灣相當普遍，以往研究大抵支持董監質押比率對公司績效有負面影響(Kao, Chiou and Chen 2004; Lee and Yeh 2004; Kao and Chen 2007)。董監事將個人持股進行抵押獲得資金，可使董監事資金使用的活絡度提高，但也衍伸董監事實質持股降低的問題。當董監事實質持股下降，董監事監督經理人的誘因下降，也使董監事個人利益與企業利益不一致程度提高，因此對公司價值有負面影響。理論上，若穩健性可以降低此類代理問題，則預期當董監事質押比率愈高，投資人對穩健性需求也將提高。另一方面，董監事將持股高度質押後可能為了避免股價下跌帶來補提擔保品的壓力，有誘因讓經理人高估企業盈餘，造成盈餘品質下降，如果投資人了解董監事質押行為產生高估盈餘的風險，應該會提高對穩健性的需求，但當董監事因為盈餘高估所帶來的利益高於其因為企業缺乏穩健性的損失，必然沒有誘因要求經理人提高穩健性，使得董監質押與穩健性未能出現預期的正相關。

**H5：當董監事的質押比率愈高，則公司盈餘穩健性程度愈高。**

### 三、債權人對穩健性的需求

上市櫃公司皆為股份有限公司，代表公司股東為有限責任，當公司面臨經營危機或破產時不須以個人資產做為賠償，此時會傷害權人之權益。當公司淨資產高於舉債之資金成本時債權人只獲得本利和，但在公司淨資產低於舉債之本利和時，公司股東有權選擇倒閉使債權人承受損失。因此債權人相對重視公司最低可償還之淨資產價值，以保障債權人權益(Watts 2003b)。然而，債務契約的設定大部分依據或限制於財務報表變數，因此債權人可藉由債務契約來降低公司過度舉債，降低債權人面臨之風險過高且減緩內部人與債權人利益衝突和股利政策問題。但經理人為了自身利益與避免公司違反契約限制條款而使用盈餘管理時，使債務契約限制條款無效率、超額股利發放、幫助股東損害債權人對資產的請求權、發行債務時高估債務價值，進而損害債權人之權益(Jensen and Meckling 1976)，因此債權人較傾向公司使用較穩健會計原則以避免經理人高估公司淨資產（盈餘）誤導債權人之判斷及預先了解經理人之決策。Ahmed et al. (2002)指出當債權人與股東間因股利政策（過度支付股利）衍生的利益衝突愈大，其會計政策愈趨於穩健。Ball et al. (2008)指出債券市場對財務報表之需求程度高於權益市場，主要因許多的債務契約依據或限制財務報表變數，例如利息保障倍數與財務槓桿比率。這些研究支持盈餘穩健性提高契約的效率性。

過去文獻衡量債權人代理問題的代理變數大部分為負債比率（LaFond and Watts 2008; Khan and Watts 2009; 許文馨與詹凌菁 2008），本研究同時考慮長短期債權人對穩健性的需求，分別探討長期負債比率與公司淨現金循環天數對盈餘穩健性的影響。當長期負債比率愈高時，債權人面臨經理人為了避免違反債務契約執行的盈餘管理可能性愈高，負債愈高也表示股東出資愈低，股東可能有道德風險從事高風險的投資策略，當公司投資失利時債權人承擔損失部分較高，增加債權人之風險。而股東為有限責任，在公司淨資產低於舉債之本利和時，公司股東有權選擇倒閉使債權人承受巨額損失。上述理由皆說明長期負債比率愈高，債權人的風險愈高，預測債權人愈傾向使用盈餘穩健性以降低此類代理問題。而當公司的淨現金循環天數愈長，表示公司現金短缺可能性愈高，增加公司的短期償債風險、流動性風險，進而影響公司短期償還債權人的利息與本金的能力，因此當公司淨現金循環天數愈長，債權人對於公司盈餘穩健性的需求愈高。

**H6(a)：長期負債比率愈高，則公司盈餘穩健性程度愈高。**

**H6(b)：淨現金循環天數愈長，則公司盈餘穩健性程度愈高。**

## 參、研究設計

本研究探討各種代理問題對穩健性的需求，這一節說明穩健性的衡量、企業利害關係人代理衝突的衡量，以及檢測假說的實證模型。

### 一、資料來源與樣本選取

本研究以台灣上市櫃公司為研究對象，分析 1998 年到 2007 年台灣企業盈餘穩健性，以及代理問題對於盈餘穩健性的影響。資料來源為台灣經濟新報 (TEJ) 財務、股價與公司治理資料庫。本研究排除金融業、保險業與證券業，並移除股價或財務及非財務資料遺漏值和各變數每一年最極端的 0.1% 觀察值，以減少極端值的影響，以 1 年期為基準的總樣本數為 5847 個觀察值，以 3 年期為基準的總樣本數為 4601 個觀察值。

### 二、穩健性的衡量

穩健性定義為會計準則對於利得或損失的認列、變化的要求不一致，會計準則對於好消息之認列標準嚴於壞消息之認列標準，進而造成盈餘對於壞消息的反應較為及時、敏感 (Basu 1997; Watts 2003a, 2003b)。根據以往文獻，本研究使用 Basu 提出的盈餘不對稱時效性模型做為條件穩健性的衡量<sup>5</sup> (Roychowdhury and Watts 2007; LaFond and Watts 2008; 許文馨與詹凌菁 2008; 姜家訓與葉鴻銘 2007)。Basu (1997) 利用市場報酬做為研究期間內的好、壞消息代理變數。股價包含了所有已公開資訊，因此使用股價變動 (報酬) 做為市場上好、壞消息的指標。(1) 式為 Basu (1997) 盈餘不對稱時效性模型：

$$X_{i,t} / P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} \times DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中  $X/P$  為公司在第  $t$  年非常項目前 (繼續營業項目) 的稅後淨利除以第  $t$  年年初股價， $R$  為公司第  $t$  年 5 月到  $t+1$  年 4 月買入並持有報酬率， $DR$  則是虛擬變數，當  $R$  為負值時，其值為 1，反之則為 0。

<sup>5</sup> 另一個穩健性的衡量是市價與淨值比 (MB ratio)。Basu 係數強調利得與損失認列時效性不對稱，時效不對稱程度愈大，淨資產低估的程度也愈大，而 MB ratio 除了包含穩健性所定義的淨資產低估外，也包含未驗證的成長機會 (Roychowdhury and Watts 2007)，該成長機會包含於市價中，但淨值通常並未包含此部份，這使得以 MB ratio 來衡量資產低估時產生誤差。Roychowdhury and Watts (2007) 發現以 MB ratio 衡量穩健性，相對於以長期估計區間下的 Basu coefficient 更易有誤差。本研究衡量期間為一年及三年，採用 Basu coefficient 應較為適當。因此本研究仿照 LaFond and Watts (2008) 的方式，以 Basu Coefficients 衡量穩健性。

報酬為正（好消息）時，盈餘對於正報酬（好消息）的反應為  $\beta_2$ ，當報酬為負（壞消息）時，盈餘對壞消息的反應為  $\beta_2 + \beta_3$ ，其中盈餘對好消息與壞消息之反應差異為  $\beta_3$ ，若公司會計準則存在盈餘穩健性，則  $\beta_3$  大於 0。

此外，以往研究發現當(1)式中盈餘與股價報酬的期間僅為一年期，則估計出的 Basu 係數會低估穩健性程度(Pae, Thornton and Welker 2005)，但當衡量期間拉長至三年則上述低估問題可獲得解決(Roychowdhury and Watts 2007)，因此本研究分別採用一年期與三年期來衡量盈餘穩健性。

### 三、利害關係人代理衝突之衡量

本研究探討的代理問題包括(1)傳統的代理問題 (H1 至 H3)，主要探討面對所有權與經營權分離後所引發股東與經理人之間的衝突，股東是否產生對盈餘穩健性的需求；(2)核心代理問題 (H4 與 H5)，面對控制股東控制權與現金流量權偏離及董監事股權質押所引發相關的代理問題，外部小股東是否增加對盈餘穩健性的需求；(3)股東與債權人之間的代理問題與穩健性的關係(H6)。各變數的操作性定義敘述如下。

有關股東與經理人之間利益衝突的衡量變數有四：(1)*CHANGE*：近三年 ( $t-t-2$ ) 總經理異動次數，異動次數愈高表示因經理人有限任期/責任所引發道德危機愈高，股東與經理人之間利益衝突愈大；(2)*COM2E*：第  $t$  年董監事薪酬/稅前淨利，比率愈高，股東與經理人之間利益衝突愈大；(3)*FCF*：第  $t$  年自由現金流量/總資產。比率愈高，股東與經理人之間利益衝突愈大；(4)*DIV*：第  $t$  年現金股利率。該比率愈低，表示經理人可操縱自由現金流量愈高，代理問題愈高。

有關控制股東與外部小股東之間代理衝突的衡量有二：(1)*DEVIA*：第  $t$  年控制股東股份盈餘偏離差=控制股東股份控制權－控制股東盈餘分配權<sup>6</sup>；(2)*PLEDGE*：第  $t$  年董監事質押比率。上述兩個比率愈高代表控制股東與小股東部分之間的代理衝突愈高。

有關債權人與經理人（或股東）之間代理衝突的衡量有二：(1)*LLTIO*：長期負債比率（第  $t$  年底長期負債除以總資產），該比率愈高，債權人與股東的代理衝突愈大；(2)*CYCLE*：第  $t$  年淨現金循環天數。天數愈長，代表短期債權人與股東的代理衝突愈大。

<sup>6</sup> 股份盈餘偏離差=股份控制權－盈餘分配權。其中股份控制權又稱投票權，係最終控制者所控制之持股率，公式=（直接持股+間接持股），採 La Porta et al. (1999)作法，以控制鏈最末端持股率為間接持股。盈餘分配權又稱現金流量請求權，即最終控制者所享有之盈餘分配權，公式=（直接盈餘分配權+ $\sum$ 各控制鏈之間持股率乘積），直接盈餘分配權=（家族個人持股%+家族未上市公司持股%）。

#### 四、實證模型

為檢測 H1 到 H6，本研究採用下列模型：

$$\begin{aligned}
 X/P &= \beta_0 + \beta_1 DR + \beta_2 R + \beta_3 R \times DR \\
 &+ \sum_a (\beta_{a,1} Demand + \beta_{a,2} Demand \times DR + \beta_{a,3} Demand \times R + \beta_{a,4} Demand \times R \times DR) \\
 &+ \sum_a (\gamma_{a,1} Control + \gamma_{a,2} Control \times DR + \gamma_{a,3} Control \times R + \gamma_{a,4} Control \times R \times DR) \\
 &+ \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

(2)式中因變數  $X/P$  ( $=X/P_1$  或  $X/P_3$ ) 為累計期間（一年期或三年期）的繼續營業項目的稅後淨利除以累計期間期初的股票市值，而  $R$  ( $=R_1$  或  $R_3$ ) 則是累計期間（一年期或三年期）的買入並持有的報酬率，定義如下：

$X/P_1$  = 第  $t$  年 ( $t=1998-2007$ ) 繼續營業項目的稅後淨利除以第  $t$  年期初公司股票市值；

$X/P_3$  = 自第  $t-2$  年至第  $t$  年累積三年 ( $t=2000-2007$ ) 之繼續營業項目的稅後淨利除以  $t-2$  年期初公司股票市值；

$R_1$  = 年度買入並持有的報酬率 ( $t$  年 5 月至  $t+1$  年 4 月)；

$R_3$  = 3 年累積之買入並持有的股票報酬 ( $t-2$  年 5 月到  $t+1$  年 4 月)；

$DR$  = 虛擬變數，當  $R$  ( $=R_1$  或  $R_3$ ) 為負時， $DR=1$ ，反之  $DR=0$ 。

(2)式中  $Demand$  代表 H1 至 H6 中各類代理問題之代理變數，當  $Demand$  為  $CHANGE$ 、 $FCF$ 、 $DEVIA$ 、 $PLEDGE$ 、 $LLTIO$  及  $CYCLE$  時，該變數的值愈高代表利害關係人之間代理問題愈大，如果穩健性可以降低該方面的代理衝突，則(2)式中  $Demand \times R \times DR$  的迴歸係數  $\beta_{a,4}$  應顯著為正，代表對穩健性的需求增加；當  $Demand$  為  $COM2E$  時因穩健性供給減少，預期  $\beta_{a,4}$  應顯著為負；當  $Demand$  為  $DIV$  時，因為  $DIV$  提高可降低代理衝突，預期  $\beta_{a,4}$  應顯著為負。定義如下：

$CHANGE$  = 近三年總經理異動次數。

$COM2E$  = 董監事薪酬/稅前淨利。

$FCF$  = 自由現金流量比率 = (繼續營業部門純益 + 折舊費用 + 攤銷費用 - 固定資產購置 - 營運資金變動) / 總資產。自由現金流量義依 Copeland, Koller and Murrin (2000) 在 *Valuation—Measuring and Managing the Value of Companies* 一書所列之計算法，將資本支出全額視為「維持競爭力之必要資本支出」。

$DIV$  = 現金股利率 = 普通股現金股利/市值 \* 100%。

$DEVIA$  = 股份盈餘偏離差, 股份控制權 - 盈餘分配權。

$PLEDGE$  = 董監事質押比率。

$LLTIO$  = 長期負債比率。

$CYCLE$  = 淨現金循環天數，平均銷售天數 + 應收帳款收現天數 - 應付帳款付現天數。

(2)式中 *Control* 為控制變數, 包括市價與淨值比(Market-to-book ratio, *MB*) 與公司規模 (以總資產對數值衡量)。

## 肆、實證結果與分析

### 一、敘述統計分析

表一為主要變數的敘述統計,  $X/P_1$  與  $X/P_3$  分別為公司當年度 (第  $t$  期,  $t=1998-2007$ ) 及累積三年 (第  $t-2$  期至第  $t$  期,  $t=2000-2007$ ) 繼續營業項目的稅後淨利佔期初公司股票市值的比重,  $R_1$  與  $R_3$  分別為當年度及累積三年股票報酬。 $X/P_1$  與  $X/P_3$  的平均數為 4.36%與 18.31%,  $R_1$  與  $R_3$  平均數分別為 13.03%與 46.43%。有限任期/責任、超額薪酬、自由現金流量部分, 近 3 年來總經理更換次數平均為 0.49 次, 董監事薪酬佔稅前盈餘的比重平均為 1.17%, 自由現金流量佔總資產比率平均為 12.5%, 現金股利率的平均為 2.69%; 大股東 (控制股東) 與小股東部分, 控制股東股份控制權與盈餘分配權偏離差平均為 5.24%、董監質押比率平均為 12.79%; 債權人代理衝突部分, 長期負債比率平均為 8.64%、淨現金循環天數平均值為 117 天。長期負債比率低於國外(Ahmed and Duellman 2007, 21.9%), 表示台灣長期資金需求對於權益的依賴可能高於美國。

### 二、台灣 1997~2007 年盈餘穩健性程度

本研究使用 Basu (1997)提出的盈餘不對稱時效性模型 (式(1)) 衡量穩健性程度, 當報酬為正 (好消息) 時, 盈餘對於正報酬 (好消息) 的反應為  $\beta_2$ , 當報酬為負 (壞消息) 時, 盈餘對壞消息的反應為  $\beta_2+\beta_3$ , 其中盈餘對好消息與壞消息之反應差異為  $\beta_3$ , 若公司會計準則存在盈餘穩健性, 則  $\beta_3$  大於 0 或  $(\beta_2+\beta_3)/\beta_2$  大於 1。表二列示 1997-2007 各年度盈餘對於正報酬與負報酬的反應程度, 除了 2003 年之外, 各年  $\beta_3$  皆顯著為正, 且大部分年度的  $(\beta_2+\beta_3)/\beta_2$  大於 1, 顯示台灣會計系統存在盈餘穩健性。



表一 敘述統計量

Variable	N	Mean	Std	Min	Max
$X/P_1$ (%)	5,847	4.361	17.251	-325.412	199.914
$R_1$ (%)	5,847	13.025	70.735	-89.653	2,220.810
$X/P_3$ (%)	4,601	18.307	42.889	-551.855	501.394
$R_3$ (%)	5,524	46.434	119.212	-201.524	2,157.000
<u>Agency Problem Proxy</u>					
<i>CHANGE</i>	5,847	0.493	0.766	0.000	5.000
<i>COM2E</i> (%)	5,847	1.166	1.471	-8.170	28.410
<i>FCF</i>	5,847	0.125	0.158	-0.969	0.941
<i>DIV</i> (%)	5,847	2.688	2.851	0.000	30.910
<i>DEVIA</i> (%)	5,847	5.237	9.189	0.000	76.140
<i>PLEDGE</i> (%)	5,847	12.793	21.115	0.000	100.000
<i>LLTIO</i> (%)	5,847	8.643	9.471	0.000	57.378
<i>CYCLE</i> (Day)	5,847	117.323	175.985	-888.000	1,774.000
<u>Control Variable</u>					
<i>MB</i> (%)	5,847	158.956	123.273	-96.361	1,968.260
<i>ASST</i>	5,847	14,792,409	40,901,068	221,895	620,941,755
<u>Corporate Governance proxy</u>					
<i>OBOARD</i>	5,847	0.375	0.219	0.000	0.917
<i>INDBOARD</i>	5,847	0.092	0.146	0.000	0.625
<i>BOARDOWN</i> (%)	5,847	24.083	13.383	0.610	95.330
<i>INSTI</i> (%)	5,847	35.146	21.504	0.000	98.850
<u>Khan and Watts (2009)穩健性衡量</u>					
<i>C_SCORE</i>	5,847	0.185	0.440	-9.768	3.126
<i>G_SCORE</i>	5,847	0.040	0.200	-0.756	7.557

註： $X/P_1$ =非常項目前（繼續營業項目）的1年稅後淨利/期初股票市值的比重。 $X/P_3$ =非常項目前（繼續營業項目）的3年累積稅後淨利/期初股票市值。 $R_1$ =每年度買入並持有的報酬（t年5月至t+1年4月）。 $R_3$ =3年買入並持有的報酬（t-2年5月到t+1年4月）。*CHANGE*=近三年總經理異動次數。*COM2E*=董監事薪酬/稅前淨利。*FCF*=自由現金流量比率=(繼續營業部門純益+折舊費用+攤銷費用-固定資產購置-營運資金變動)/總資產。*DIV*=現金股利率。*DEVIA*=股份盈餘偏離差，股份控制權-盈餘分配權。*PLEDGE*=董監事質押比率。*LLTIO*=長期負債比。*CYCLE*=淨現金循環天數，平均銷售天數+應收帳款收現天數-應付帳款付現天數。*MB*=市值淨值比。*ASSET*=總資產。*OBOARD*=外部董監事比率。*INDBOARD*=獨立董監事比率。*BOARDOWN*=董監事持股比率。*INSTI*=法人持股比率。*C\_SCORE*=Khan and Watts (2009)穩健性之衡量。*G\_SCORE*=Khan and Watts (2009)好消息及時性之衡量。

表二 台灣公司盈餘穩健性趨勢

$$X_{i,t} / P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} \times DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
$\beta_1$	-1.577	2.076	4.166	2.652	11.190	-4.545	-3.192	6.029	-0.627	-0.082	2.963
$\beta_2$	0.022	0.020	0.007	-0.360	-0.105	-0.124	0.019	0.130	0.038	0.058	0.031
$\beta_3$	0.067*	0.091**	0.261***	0.676***	1.015***	0.501**	0.199	0.264***	0.295***	0.165**	0.284***
$\beta_2 + \beta_3$	0.089	0.112	0.268	0.316	0.910	0.378	0.218	0.394	0.333	0.223	0.315
$(\beta_2 + \beta_3) / \beta_2$	4.019	5.529	39.669	-0.879	-8.675	-3.049	11.607	3.023	8.764	3.830	10.249
Adj $R^2$	0.267	0.087	0.235	0.179	0.061	0.093	0.030	0.249	0.163	0.102	0.180
F-value	18.66***	7.96***	32.26***	24.89***	4.22***	19.09***	3.44**	59.31***	31.7***	22.99***	22.6***
N	189	285	333	409	435	634	710	785	773	742	801

註：1. 上述結果由 OLS 方式迴歸估計得知，由於 OLS 估計結果存在異質變異，因此本研究使用 Huber-White 變異數共變數異數矩陣修正變異數不齊一問題。

2. 變數定義請參考表一。

3. \*、\*\*、\*\*\*分別代表達到 10%、5%、1%顯著水準。

### 三、盈餘穩健性程度與衡量期間

在這一節我們合併所有樣本年度重新估計(1)式，以衡量整體樣本期間盈餘穩健程度，因變數包含累積 1 年及累積 3 年的稅後淨利/期初股票市值 ( $X_{i,t}/P_{i,t-1}$  及  $X_{i,t-2}/P_{i,t-3}$ ，之後簡稱  $X/P_1$ 、 $X/P_3$ ) 兩種衡量，自變數部份，好、壞消息也對應分別以累積 1 年及累積 3 年股價報酬來定義。(1)式的估計分別採用 pooling regression (傳統 OLS) 以及 Fama-MacBeth regression (Fama and MacBeth 1973) 兩種方式，其結果列示於表三，表三前兩欄為(1)式的 pooling regression estimates，後兩欄為 Fama-MacBeth estimates (Fama and MacBeth 1973)。

(1)式迴歸模型中考慮累積三年的盈餘與股價報酬，主要是避免 Roychowdhury and Watts (2007)所提出衡量偏誤的問題，Roychowdhury and Watts (2007)認為 Basu 模型中以股價變動做為消息衡量基準，而股價變動已反應經濟租(rent)，但會計盈餘未如預期反應經濟租的變動，經濟租(rent)變動與淨資產價值變動無關，也就是報酬由經濟租變動所引起時，不管好、壞消息之盈餘時效性皆是低的，而此問題在時效性估計期間較短的情況下較為嚴重，當時效性估計期間較長時，經濟租預期最後可能轉換為資產或消失，因此 Roychowdhury and Watts (2007)認為應延長估計穩健性的期間，以累積期間衡量盈餘穩健性減輕 Basu 測量偏誤。本研究也依循 Roychowdhury and Watts (2007)的論點，納入長期間估計期(3 年)研究盈餘穩健性。

表三 台灣公司盈餘穩健性程度

$$X_{i,t} / P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} \times DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dependent variable		OLS				Fama-MacBeth (Fama and MacBeth 1973)			
		X/P <sub>1</sub>		X/P <sub>3</sub>		X/P <sub>1</sub>		X/P <sub>3</sub>	
variables	pred. sign	Y=1		Y=3		Y=1		Y=3	
		coeff.	p-value	coeff.	p-value	coeff.	p-value	coeff.	p-value
intercept	?	6.859	0	16.978	0	7.109	0	14.208	0
DR ( $\beta_1$ )		2.075	0	-4.608	0.017	-1.671	0.312	0.184	0.868
R ( $\beta_2$ )	+	0.012	0.002	0.104	0	-0.030	0.511	0.092	0.021
R×DR ( $\beta_3$ )	+	0.256	0	0.099	0.001	0.353	0.004	0.212	0.010
Adj R <sup>2</sup>		0.080		0.129		0.144		0.237	
F value		169.43***		228.36***					
N		5,847		4,601		10		10	

註：1. 第一、二欄結果由 pooling 方式迴歸估計得知，第一欄以 1 年期的買入並持有的報酬為基準衡量穩健性，第二欄以 3 年期的買入並持有的報酬為基準衡量穩健性，追溯過去 2 年的報酬。第一、二欄結果中的 t 值經過 Huber-White 變異數共變數矩陣修正變異數不齊一問題。

2. 第三、四欄結果由 Fama-MacBeth 迴歸(Fama and MacBeth 1973)估計得知(1998-2007 共 10 年)，第三欄為以 1 年期的買入並持有的報酬為基準衡量穩健性，第四欄以 3 年期的買入並持有的報酬為基準衡量穩健性，追溯過去 2 年的報酬。第三、四欄結果中的 t 值經過 Newey-West 估計式修正序列相關的問題。

3. 變數定義請參考表一。

4. \*、\*\*、\*\*\*分別代表達到 10%、5%、1%顯著水準。

表三中發現不論使用 pooling 或 Fama-MacBeth (Fama and MacBeth 1973) 方法，估計期為 1 年及 3 年的迴歸結果皆顯示台灣 1998~2007 年整體期間存在盈餘穩健性。此外，由表三中可以發現三年期累積之會計盈餘對於好消息的反應程度( $\beta_2=0.104$  for pooling、 $0.092$  for Fama-MacBeth)高於一年期盈餘對好消息的反應程度( $\beta_2=0.012$ 、 $-0.030$ )，且 adj R<sup>2</sup> 較高( $0.129 > 0.080$  for pooling、 $0.237 > 0.144$  for Fama-MacBeth)，此外，三年期累積盈餘對好、壞消息反應程度差異( $\beta_3=0.099$  for pooling、 $0.212$  for Fama-MacBeth)低於一年期盈餘對好、壞消息反應程度的差異( $\beta_3=0.256$ 、 $0.353$ )。長期間(3 年)估計的盈餘穩健性程度小於短期間(1 年)的估計，主要的原因是好消息的驗證要求相對壞消息高，使好消息相對壞消息較具有持續性，因此當延長估計期間時，累積的會計盈餘對於好消息的認列( $\beta_2$ )相對短期高，進而當以長期間估計盈餘對於好、壞消息之反應程度時，好、壞消息的差異( $\beta_3$ )應縮小。整體而言，拉長時間後好消息對盈餘的解釋力增加，使得好消息與壞消息之間的迴歸係數差距縮小。

#### 四、代理問題與盈餘穩健性之關聯性

H1 至 H6 探討各種代理問題是否產生對盈餘穩健性的需求，實證結果列示於表四。表四報導(2)式的迴歸結果，包括估計之迴歸係數(coeff.)、傳統 OLS

t-statistics 與 Petersen t-statistics<sup>7</sup>。表四左(右)半部為估計期 1 年(3 年)的結果。

表四 代理問題與穩健性

variables <sup>b</sup>	pred. sign	X/P <sub>1</sub>			X/P <sub>3</sub>		
		coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>	coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>
Intercept	?	0.289	0.06	0.04	-14.619	-1.19	-0.85
<i>DR</i>		8.212	1.03	1.12	2.430	0.10	0.13
<i>R</i>	+	-0.168	-3.00 ***	-1.00	-0.334	-3.37 ***	-1.32
<b><i>R×DR</i></b>	+	<b>1.151</b>	<b>5.82 ***</b>	<b>4.15 ***</b>	<b>0.874</b>	<b>2.50 **</b>	<b>2.53 ***</b>
<i>CHANGE</i>		-0.650	-1.31	-0.85	-1.576	-1.24	-1.16
<i>CHANGE×DR</i>		0.559	0.70	0.57	-0.702	-0.31	-0.41
<i>CHANGE×R</i>	-	-0.013	-2.29 **	-1.29 -	-0.032	-3.30 ***	-1.16 -
<b><i>CHANGE×R×DR</i></b>	+	<b>0.078</b>	<b>4.32 ***</b>	<b>2.49 **</b>	<b>0.077</b>	<b>2.91 ***</b>	<b>2.27 **</b>
<i>COM2E</i>		0.762	2.98 ***	2.26 **	1.863	2.82 ***	2.72 ***
<i>COM2E×DR</i>		-0.046	-0.10	-0.12	0.107	0.09	0.11
<i>COM2E×R</i>	+	0.005	1.83 *	1.23	0.014	2.32 **	1.08
<b><i>COM2E×R×DR</i></b>	-	<b>-0.022</b>	<b>-1.76 *</b>	<b>-2.76 ***</b>	<b>-0.018</b>	<b>-0.82</b>	<b>-1.29</b>
<i>FCF</i>		6.796	2.73 ***	1.81 *	36.663	5.96 ***	3.28 ****
<i>FCF×DR</i>		-14.544	-3.55 ***	-5.43 ***	1.659	-0.13	0.10
<i>FCF×R</i>		-0.036	-1.33	-1.01	-0.006	-0.14	-0.08
<b><i>FCF×R×DR</i></b>	+	<b>-0.66</b>	<b>-7.08 ***</b>	<b>-5.80 ***</b>	<b>-0.268</b>	<b>-1.54</b>	<b>-1.05</b>
<i>DIV</i>		1.189	8.70 ***	7.03 ***	2.557	7.52 ***	9.00 ***
<i>DIV×DR</i>		-0.015	-0.06	-0.06	0.867	1.21	1.43
<i>DIV×R</i>	+	0.012	5.88 ***	11.96 ***	0.026	9.80 ***	4.12 ***
<b><i>DIV×R×DR</i></b>	-	<b>-0.019</b>	<b>-2.69 ***</b>	<b>-3.49 ***</b>	<b>-0.005</b>	<b>-0.38</b>	<b>-0.37</b>
<i>DEVIA</i>		-0.027	-0.81	-1.18	0.081	0.88	0.67
<i>DEVIA×DR</i>		-0.012	-0.18	-0.42	0.166	0.85	0.98
<i>DEVIA×R</i>	-	-0.000	-0.35	-0.27	-0.002	-3.35 ***	-1.76 *
<b><i>DEVIA×R×DR</i></b>	+	<b>-0.001</b>	<b>-0.77</b>	<b>-1.13</b>	<b>0.006</b>	<b>2.09 **</b>	<b>1.72 *</b>
<i>PLEDGE</i>		-0.004	-0.18	-0.19	-0.168	-3.59 ***	-1.70 *
<i>PLEDGE×DR</i>		-0.050	-1.55	-1.36	0.014	0.17	0.17
<i>PLEDGE×R</i>	-	-0.001	-3.30 ***	-1.12	0.0006	1.64	0.71
<b><i>PLEDGE×R×DR</i></b>	+	<b>0.001</b>	<b>1.49</b>	<b>1.80 *</b>	<b>-0.002</b>	<b>-1.91 *</b>	<b>-1.04</b>
<i>LLTIO</i>		0.052	1.24	0.52	0.101	0.96	0.44
<i>LLTIO×DR</i>		-0.014	-0.20	-0.13	-0.065	-0.34	-0.24
<i>LLTIO×R</i>	-	-0.002	-3.32 ***	-0.72	-0.003	-3.80 ***	-1.04
<i>LLTIO×R×DR</i>	+	0.005	3.08 ***	1.74 *	0.005	1.80 *	1.31
<i>CYCLE</i>		-0.005	-2.55 **	-1.49	-0.014	-2.58 ***	-1.54
<i>CYCLE×DR</i>		0.005	1.35	1.25	0.009	0.94	0.69
<i>CYCLE×R</i>	-	-0.000	-0.70	-0.32	0.0001	3.53 ***	1.45

<sup>7</sup> The Petersen t-statistics are based on standard errors double-clustered by year and firm to control for cross-sectional and time-series correlation (Petersen 2009).

表四 代理問題與穩健性 (續)

variables <sup>b</sup>	pred. sign	X/P <sub>1</sub>			X/P <sub>3</sub>		
		coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>	coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>
<b>CYCLE×R×DR</b>	+	<b>0.000</b>	<b>1.37</b>	<b>1.01</b>	<b>-0.0002</b>	<b>-1.38</b>	<b>-1.51</b>
<i>MB</i>		0.014	5.11 ***	2.04 **	0.024	2.74 ***	1.43
<i>MB×DR</i>		-0.013	-2.25 **	-1.86 *	0.021	1.15	0.93
<i>MB×R</i>	+	0.000	0.20	0.17	0.000	1.35	1.03
<b>MB×R×DR</b>	-/+	<b>-0.0005</b>	<b>-2.82 ***</b>	<b>-2.61 ***</b>	<b>0.0007</b>	<b>2.03 **</b>	<b>2.65 ***</b>
<i>SIZE</i>		-0.132	-0.44	-0.28	0.773	0.95	0.72
<i>SIZE×DR</i>		-0.218	-0.41	-0.40	-0.444	-0.29	-0.38
<i>SIZE×R</i>	+	0.013	3.46 ***	1.08	0.025	3.86 ***	1.56
<b>SIZE×R×DR</b>	-	<b>-0.063</b>	<b>-4.76 ***</b>	<b>-3.56 ***</b>	<b>-0.061</b>	<b>-2.65 ***</b>	<b>-2.82 ***</b>
ADJ R <sup>2</sup>		0.2467			0.3392		
F		45.53			55.90		
N		5,847			4,601		

註：1.a.按照資料橫斷面(公司)與時間序列(年度)群聚現象調整後標準誤所計算之t值(請參閱 Petersen 2009)。

2.粗體字為本研究主要研究之變數，標示粗體以便讀者閱讀。

3.因變數  $X/P_1$ =非常項目前(繼續營業項目)的1年稅後淨利/期初股票市值的比重。 $X/P_3$ =非常項目前(繼續營業項目)的3年累積稅後淨利/期初股票市值。 $R_1$ =每年度買入並持有的報酬(t年5月至t+1年4月)。 $R_3$ =3年買入並持有的報酬(t-2年5月到t+1年4月)。 $DR$ 則是虛擬變數,當 $R$ ( $R_1$ 或 $R_3$ )為負時,其值為1,反之則為0。代理問題之代理變數  $CHANGE$ =近三年總經理異動次數。 $COM2E$ =董監事薪酬/稅前淨利。 $FCF$ =自由現金流量比率=(繼續營業部門純益+折舊費用+攤銷費用-固定資產購置-營運資金變動)/總資產。 $DIV$ =現金股利率。 $DEVIA$ =股份盈餘偏離差,股份控制權-盈餘分配權。 $PLEGGE$ =董監事質押比率。 $LLTIO$ =長期負債比率。 $CYCLE$ =淨現金循環天數,平均銷售天數+應收帳款收現天數-應付帳款付現天數。控制變數  $MB$ =市值淨值比。 $SIZE$ =總資產取對數值。

4.\*、\*\*、\*\*\*分別代表達到10%、5%、1%顯著水準。

若 H1 成立,則當總經理異動次數( $CHANGE$ )愈高,盈餘穩健性會愈高,也就說  $CHANGE \times R \times DR$  的係數應顯著大於零。表四中不管是1年期與3年期迴歸結果皆發現, $CHANGE \times R \times DR$  的係數顯著為正,表示近三年總經理更動次數( $CHANGE$ )與盈餘穩健性呈現正相關,結果說明盈餘穩健性可以降低總經理異動帶來的代理問題,符合 H1:經理人的替換次數愈高的公司,則投資人對公司盈餘穩健性需求愈高。

其次,表四顯示在一年期迴歸結果  $COM2E \times R \times DR$  的係數顯著為負(在三年期迴歸結果係數為負,但不顯著),代表董監事薪酬佔盈餘比率( $COM2E$ )與盈餘穩健性呈現負相關,穩健性非但無法降低因董監事薪酬連結於盈餘造成盈餘品質可能下降的代理問題,相反的,當董監事薪酬佔盈餘的比率愈高,盈餘反而愈不穩健,實證結果支持 H2。Basu (1997, 37)指出,當管理者的酬勞連結於報導盈餘,管理者就有誘因隱藏不利於報導盈餘的訊息。面對這種道德危機,理性的投資人會降低管理者酬勞以反映該代理成本,管理者若採用穩健原則,有助於降低投資人的疑慮,提高獎酬契約效率性。然而本研究結果發現,

儘管董監酬勞佔盈餘的比重愈高，董監事放任經理人高估盈餘的所獲得的利益愈高，因此缺乏監督報表品質的誘因，此時理性投資人會降低監酬勞佔盈餘的比率，而董監事會迫使經理人提高盈餘穩健性以避免獎酬契約條件變差。然而，本研究實證結果反而支持，董監事酬勞連結報導盈餘的比率愈高，因為高估盈餘之後所得的利益高於獎酬契約條件惡化的成本，因此董監缺乏監督財務報導誘因，最終使得企業的會計盈餘穩健性反而愈差。本研究的結果與許文馨與詹凌菁 (2008)一致，其研究發現，當董監酬勞金額的決定依照盈餘的一定比率，董監事將缺乏誘因監督經理人盈餘品質，使得董監酬勞愈高的公司其盈餘的穩健性愈低。也與鍾志杰 (2007)所發現董監事薪酬水準愈高時，董監事從事盈餘管理的行為愈大的結果相符。

在自由現金流量假說部分，從表四可看出  $FCF \times R \times DR$  的係數在估計期為 1 年的情況下顯著為負，在估計期為 3 年的情況下不顯著，兩者都不支持 H3a，也就是當企業現金流量愈多，企業的穩健性未如理論所預期應愈高，反而愈差，換言之，面對自由現金流量所產生的代理問題，投資人並未產生對穩健性的需求，且經理人也因訴訟風險不高缺乏誘因提高穩健性。此外  $DIV \times R \times DR$  的係數在估計期為 1 年的情況下顯著為負，在估計期為 3 年的情況下也為負(但不顯著)，支持 H3b：現金股利發放率愈高的公司愈不需要穩健性，這個結果可以部份說明上述為何自由現金流量與穩健性未如預期存在正相關，理由是站在股東立場，將多餘的自由現金流量發放給股東，可有效降低經理人手上多餘資源，當公司需要額外資金時，經理人便要到資本市場去籌措，這種來自於資本市場的監督比穩健性更有效監督經理人。整體而言，面對自由現金流量代理問題，投資人並未產生對穩健性的需求，但因為現金股利發放可以有效自由降低現金流量，因此對穩健性的需求也降低。

至於與控制股東有關的代理問題部份，H4 有關控制股東控制權與現金流量權偏離與穩健性需求部份，儘管估計期一年情況下， $DEVI \times R \times DR$  的係數不顯著為零，但估計期拉長到三年情況下  $DEVI \times R \times DR$  的係數則顯著為正，表示如果以三年累積盈餘與報酬來衡量穩健性，可以看出投資人面對股份控制權與盈餘分配權偏離會產生對盈餘穩健性的需求，而管理當局為了降低投資人疑慮所造成資金成本的提高，也願意提供較高的盈餘品質，這使得控制股東控制權與現金流量權偏離與穩健性呈現正相關。不過在董監質押部分的結論則出現不一致狀況，一年期情況下，董監質押比率與穩健性正相關，但三年期情況反而負相關，這個不一致在控制公司治理環境後獲得改善，但也無法得到明確結論，在控制公司治理環境後(在下一節將提供實證結果)，一年期情況下  $PLEDGE \times R \times DR$  的係數轉正為不顯著，而三年期情況仍然維持顯著為負(但以 Petersen (2009) 方法估計則不顯著)，整體而言，本研究實證結果無法支持 H5，質押對穩健性的影響不明顯，儘管投資人已知董監高度質押後可能有誘因讓經理人高估企業盈餘，以避免股價下跌其個人補提擔保品的壓力，因而產生對穩

健性的需求，但當董監事因為盈餘高估所帶來的利益高於其因為企業缺乏穩健性的損失，必然沒有誘因要求經理人提高穩健性，使得董監質押與穩健性未出現預期的正相關。

在 H6 債權人代理問題對穩健性的需求部份， $LLTIO \times R \times DR$  的係數在各個衡量期間基本上皆顯著為正，但  $CYCLE \times R \times DR$  的係數皆不顯著，顯示長期債權人才是穩健性需求的來源，企業長期負債比率愈高，產生對穩健性的需求，企業為提高債務契約的效率性，因此也提供較高程度的穩健性，實證結果支持 H6 (a)，與以往研究一致。不過，淨現金循環天數長短與穩健性無關，顯示短期債權人並未產生對穩健性產生需求。

## 五、代理問題與盈餘穩健性之關聯性再檢驗—控制公司治理環境

以往公司治理機制與穩健性關係的相關研究，大部分以內部（外部）董事比率、董事長是否兼任 CEO、董事會規模、董事持股比率（外部董事持股比率）、獨立董事比率、機構法人持股等變數衡量公司治理品質。然而，實證結果並不一致，有些研究發現公司治理品質與盈餘穩健性呈現正相關(Beekes, Pope and Young 2004; Ahmed and Duellman 2007; García Lara, García Osma and Peñalva 2007)，有些則發現呈現負相關(Bushman, Chen, Engel and Smith 2004; LaFond and Roychowdhury 2008)，有些特性則無關。例如，Beekes et al. (2004)發現若外部董事席次比率愈高，則公司盈餘穩健性程度愈高；Ahmed and Duellman (2007)指出內部董事比率與穩健性呈現負相關，外部董事持股比率與穩健性呈現正相關，但若以應計基礎衡量盈餘穩健性，則發現外部董監事席次與盈餘穩健性呈現負相關，此外控制其他特性，董事會規模、董事長與 CEO 分離與盈餘穩健性無顯著相關；LaFond and Roychowdhury (2008)指出董監事持股比率與穩健性呈現負相關以及外部董事所有權與穩健性無顯著相關。

儘管過去文獻對於公司治理機制與穩健性之關聯性的研究，呈現相當不一致性的結果，但這些研究也穩含公司治理機制有可能影響穩健性，基於此，本研究在這一節對公司治理機制可能對穩健性可能的影響加以控制，重新估計(2)式，實證結果列示於表五。表五中考慮四個公司治理變數—外部董監事比率(OBOARD)、獨立董監事比率(INDBOARD)、董監事持股(BOARDOWN)以及機構法人持股比率(INSTI)。

表五 代理問題與穩健性—控制公司治理

variables <sup>b</sup>	pred. sign	X/P <sub>1</sub>			X/P <sub>3</sub>		
		coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>	coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>
Intercept	?	-1.202	-0.21	-0.12	-14.861	-0.99	-0.46
<i>DR</i>		9.450	0.95	1.16	-11.759	-0.42	-0.33
<i>R</i>	+	-0.235	-3.31 ***	-1.04	-0.525	-4.27 ***	-1.18
<b><i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>1.276</b>	<b>5.33 ***</b>	<b>2.71 ***</b>	<b>0.937</b>	<b>2.37 **</b>	<b>1.81 *</b>
<i>CHANGE</i>		-0.708	-1.42	-0.98	-1.905	-1.51	-1.44
<i>CHANGE</i> × <i>DR</i>		0.593	0.74	0.58	-0.704	-0.31	-0.41
<i>CHANGE</i> × <i>R</i>	-	-0.012	-1.93 *	-1.23 -	-0.027	-2.82 ***	-1.16
<b><i>CHANGE</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>0.077</b>	<b>4.26 ***</b>	<b>2.65 ***</b>	<b>0.069</b>	<b>2.63 **</b>	<b>2.28 **</b>
<i>COM2E</i>		0.772	2.97 ***	2.10 **	1.943	2.95 ***	2.63 ***
<i>COM2E</i> × <i>DR</i>		-0.006	-0.01	-0.11	0.178	0.15	0.17
<i>COM2E</i> × <i>R</i>	+	0.005	1.77 *	1.10	0.013	2.31 **	1.17
<b><i>COM2E</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	-	<b>-0.021</b>	<b>-1.61</b>	<b>-2.25 **</b>	<b>-0.016</b>	<b>-0.74</b>	<b>-1.03</b>
<i>FCF</i>		7.264	2.88 ***	1.79 *	32.851	5.31 ***	2.84 ****
<i>FCF</i> × <i>DR</i>		-14.892	-3.59 ***	-4.79 ***	3.566	0.29	0.21
<i>FCF</i> × <i>R</i>	-	-0.054	-1.86 *	-1.45	0.013	0.32	0.15
<b><i>FCF</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>-0.626</b>	<b>-6.54 ***</b>	<b>-4.31 ***</b>	<b>-0.308</b>	<b>-1.76 *</b>	<b>-1.18</b>
<i>DIV</i>		1.225	8.62 ***	8.41 ***	2.683	7.68 ***	7.91 ***
<i>DIV</i> × <i>DR</i>		-0.061	-0.25	-0.25	0.533	0.73	0.86
<i>DIV</i> × <i>R</i>	+	0.010	4.74 ***	6.36 ***	0.021	7.78 ***	3.44 ***
<b><i>DIV</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	-	<b>-0.017</b>	<b>-2.27 **</b>	<b>-3.29 ***</b>	<b>0.000</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0</b>
<i>DEVIA</i>		-0.009	-0.23	-0.19	0.159	1.49	0.85
<i>DEVIA</i> × <i>DR</i>		-0.036	-0.48	-0.78	-0.042	-0.19	0.20
<i>DEVIA</i> × <i>R</i>	-	-0.001	-2.18 **	-1.03	-0.004	-5.62 ***	-3.01 ***
<b><i>DEVIA</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>0.000</b>	<b>0.11</b>	<b>0.22</b>	<b>0.008</b>	<b>2.52 **</b>	<b>2.41 **</b>
<i>PLEDGE</i>		-0.009	-0.44	-0.44	-0.170	-3.59 ***	-1.46
<i>PLEDGE</i> × <i>DR</i>		-0.045	-1.36	-1.40	0.041	0.51	0.55
<i>PLEDGE</i> × <i>R</i>	-	-0.001	-2.09 **	-0.79	0.001	2.68 ***	0.97
<b><i>PLEDGE</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>0.001</b>	<b>0.86</b>	<b>1.10</b>	<b>-0.002</b>	<b>-2.07 **</b>	<b>-1.01</b>
<i>LLTIO</i>		0.044	1.04	0.47	0.024	0.23	0.12
<i>LLTIO</i> × <i>DR</i>		-0.001	-0.01	-0.01	-0.001	-0.00	-0.00
<i>LLTIO</i> × <i>R</i>	-	-0.002	-2.93 ***	-0.71	-0.002	-2.44 ***	-0.91
<b><i>LLTIO</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>0.005</b>	<b>3.11 ***</b>	<b>1.80 *</b>	<b>0.003</b>	<b>1.32</b>	<b>1.12</b>
<i>CYCLE</i>		-0.005	-2.52 **	-1.55	-0.016	-3.08 ***	-1.67 *
<i>CYCLE</i> × <i>DR</i>		0.005	1.38	1.23	0.012	1.28	0.95
<i>CYCLE</i> × <i>R</i>	-	-0.000	-0.71	-0.32	0.0001	4.04 ***	1.58
<b><i>CYCLE</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	+	<b>0.000</b>	<b>1.50</b>	<b>1.08</b>	<b>-0.0001</b>	<b>-1.38</b>	<b>-1.39</b>



表五 代理問題與穩健性—控制公司治理 (續)

variables <sup>b</sup>	pred. sign	X/P <sub>1</sub>			X/P <sub>3</sub>		
		coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>	coeff.	OLS t-statistics	Petersen (2009) t-statistics <sup>a</sup>
<i>MB</i>		0.014	4.93 ***	2.05 **	0.019	2.15 **	1.42
<i>MB</i> × <i>DR</i>		-0.013	-2.14 **	-1.90 *	0.020	1.09	0.91
<i>MB</i> × <i>R</i>	+	-0.000	-0.86	-0.62	-0.000	-0.06	-0.05
<b><i>MB</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	—	<b>-0.0004</b>	<b>-2.34 **</b>	<b>-2.55 **</b>	<b>0.0008</b>	<b>2.27 **</b>	<b>2.65 ***</b>
<i>SIZE</i>		-0.026	0.07	0.04	1.155	1.21	0.69
<i>SIZE</i> × <i>DR</i>		-0.379	-0.61	-0.74	-0.270	-0.15	-0.14
<i>SIZE</i> × <i>R</i>	+	0.014	3.16 ***	1.06	0.027	3.59 ***	1.12
<b><i>SIZE</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>	—	<b>-0.065</b>	<b>-4.31 ***</b>	<b>-2.57 **</b>	<b>-0.057</b>	<b>-2.27 **</b>	<b>-2.01 **</b>
<i>OBOARD</i>		-2.347	-1.14	-0.86	-9.990	-1.94 *	-1.05
<i>OBOARD</i> × <i>DR</i>		1.595	0.46	0.56	13.549	1.46	1.20
<i>OBOARD</i> × <i>R</i>		0.073	3.02 ***	1.13	0.198	5.12 ***	1.60
<b><i>OBOARD</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>		<b>-0.158</b>	<b>-1.95 *</b>	<b>-1.07</b>	<b>-0.120</b>	<b>-0.98</b>	<b>-0.73</b>
<i>INDBOARD</i>		1.430	0.50	1.05	15.341	1.97 *	1.59
<i>INDBOARD</i> × <i>DR</i>		-1.714	-0.35	-0.47	-11.307	-0.70	-1.06
<i>INDBOARD</i> × <i>R</i>		0.019	0.55	0.66	-0.031	-0.52	-0.41
<b><i>INDBOARD</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>		<b>0.005</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.177</b>	<b>-0.61</b>	<b>-1.12</b>
<i>BOARDOWN</i>		0.015	0.46	0.32	-0.011	-0.13	-0.06
<i>BOARDOWN</i> × <i>DR</i>		0.011	0.19	0.25	0.230	1.47	1.10
<i>BOARDOWN</i> × <i>R</i>		0.001	1.17	0.43	0.001	2.83 ***	1.08
<b><i>BOARDOWN</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>		<b>-0.000</b>	<b>-0.29</b>	<b>-0.19</b>	<b>-0.001</b>	<b>-0.46</b>	<b>-0.43</b>
<i>INSTI</i>		-0.020	-0.95	-0.56	-0.055	-1.06	-0.88
<i>INSTI</i> × <i>DR</i>		0.017	0.47	0.43	0.076	0.72	0.98
<i>INSTI</i> × <i>R</i>		0.000	1.59	0.54	0.001	3.49 ***	2.33 **
<b><i>INSTI</i>×<i>R</i>×<i>DR</i></b>		<b>-0.001</b>	<b>-1.29</b>	<b>-1.32</b>	<b>-0.001</b>	<b>-1.15</b>	<b>-1.50</b>
ADJ R <sup>2</sup>		0.2467			0.3392		
F		45.53			55.90		
N		5,847			4,601		

註：1.a.按照資料橫斷面(公司)與時間序列(年度)群聚現象調整後標準誤所計算之t值(請參閱 Petersen 2009)。

2.粗體字為本研究主要研究之變數，標示粗體以便讀者閱讀。

3.因變數  $X/P_1$ =非常項目前(繼續營業項目)的1年稅後淨利/期初股票市值的比重。 $X/P_3$ =非常項目前(繼續營業項目)的3年累積稅後淨利/期初股票市值的比重。 $R_1$ =每年度買入並持有的報酬(t年5月至t+1年4月)。 $R_3$ =3年買入並持有的報酬(t-2年5月到t+1年4月)。 $DR$ 則是虛擬變數，當 $R$ ( $R_1$ 或 $R_3$ )為負時，其值為1，反之則為0。代理問題之代理變數  $CHANGE$ =近三年總經理異動次數。 $COM2E$ =董監事薪酬/稅前淨利。 $FCF$ =自由現金流量比率=(繼續營業部門純益+折舊費用+攤銷費用-固定資產購置-營運資金變動)/總資產。 $DIV$ =現金股利率。 $DEVIA$ =股份盈餘偏離差，股份控制權-盈餘分配權。 $PLEDGE$ =董監事質押比率。 $LLTIO$ =長期負債比率。 $CYCLE$ =淨現金循環天數，平均銷售天數+應收帳款收現天數-應付帳款付現天數。控制變數  $MB$ =市值淨值比。 $SIZE$ =總資產取對數值。公司治理之代理變數  $OBOARD$ =外部董監事比率。 $INDBOARD$ =獨立董監事比率。 $BOARDOWN$ =董監事持股比率。 $INSTI$ =機構法人持股比率。

4.\*、\*\*、\*\*\*分別代表達到10%、5%、1%顯著水準。

比較表五(控制公司治理變數)結果與表四(未控制公司治理變數)結果, 兩個模型的結論極為類似, 表五中  $CHANGE \times R \times DR$  的係數顯著為正(一年期與三年期)、 $COM2E \times R \times DR$ 、 $FCF \times R \times DR$ 、 $DIV \times R \times DR$  與  $LLTIO \times R \times DR$  的係數皆顯著為負(一年期),  $CYCLE \times R \times DR$  的係數不顯著, 這些結果皆與表四相同。在控制股東代理問題上, 控制股東控制權與現金流量權偏離與穩健性呈正相關(三年期), 但董監質押與穩健性無關, 該結果與表四類似。基本上, 本研究結論不受公司治理環境差異而改變。

## 六、額外的測試—其他穩健性的衡量

儘管 Basu (1997) 的估計方法是目前估計盈餘穩健性最普遍使用的方法 (Ryan 2006), 但 Basu 盈餘穩健性估計量有其限制, 因為其估計過程假設同一年度內所有公司的穩健性具同質性或是假設同一家公司財務報導穩健性不隨時間改變 (Khan and Watts 2009)。Khan and Watts (2009) 放寬 Basu (1997) 估計過程中所隱含的同質性假設限制, 估計每家公司每一年的盈餘穩健性 (firm-year conservatism measure)  $C\_Score$ 。除了採用 Basu (1997) 的估計方法外, 本研究也採用 Khan and Watts (2009) 所提出的  $C\_Score$  做為穩健性的衡量。

Khan and Watts (2009) 的估計方法也是以 Basu (1997) 盈餘不對稱時效性模型(1)式為基礎, 盈餘對於正報酬(好消息)的反應為(1)式中的  $\beta_2$ , 盈餘對壞消息的反應為  $\beta_2 + \beta_3$ , 其中盈餘對好消息與壞消息之反應差異(穩健性)為  $\beta_3$ 。為計算個別公司在估計年度對好消息的反應及時性 ( $G\_Score$ ) 及穩健性 ( $C\_Score$ ), 首先定義  $G\_Score$  及  $C\_Score$  為公司三個特性變數的線性函數:

$$G\_Score = \beta_2 = \mu_1 + \mu_2 SIZE + \mu_3 MB + \mu_4 LEV \quad (3a)$$

$$C\_Score = \beta_3 = \lambda_1 + \lambda_2 SIZE + \lambda_3 MB + \lambda_4 LEV \quad (3b)$$

其中  $SIZE$  為公司總資產取對數值,  $MB$  為公司股價淨值比,  $LEV$  為負債比率(本研究採用長期負債比率), 同一年度所有公司都有相同的  $\mu_i$  與  $\lambda_i$ , 但允許各年度  $\mu_i$  與  $\lambda_i$  不相同。將(3a)式與(3b)式帶入(1)式 Basu (1997) 模型, 對於每一個樣本年度得到:

$$\begin{aligned} (X/P)_i = & \alpha_0 + \beta_1 DR_i + R_i(\mu_1 + \mu_2 SIZE_i + \mu_3 MB_i + \mu_4 LEV_i) \\ & + DR_i \times R_i(\lambda_1 + \lambda_2 SIZE_i + \lambda_3 MB_i + \lambda_4 LEV_i) \\ & + (\delta_1 SIZE_i + \delta_2 MB_i + \delta_3 LEV_i + \delta_4 DR_i \times SIZE_i + \delta_5 DR_i \times MB_i + \delta_6 DR_i \times LEV_i) \\ & + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

(4)式經整理後, 得到估計迴歸式如下:

$$\begin{aligned}
(X/P)_i = & \alpha_0 + \beta_1 DR_i \\
& + \mu_1 R_i + \mu_2 (R_i \times SIZE_i) + \mu_3 (R_i \times MB_i) + \mu_4 (R_i \times LEV_i) \\
& + \lambda_1 (R_i \times DR_i) + \lambda_2 (R_i \times DR_i \times SIZE_i) + \lambda_3 (R_i \times DR_i \times MB_i) + \lambda_4 (R_i \times DR_i \times LEV_i) \\
& + \delta_1 SIZE_i + \delta_2 MB_i + \delta_3 LEV_i \\
& + \delta_4 (DR_i \times SIZE_i) + \delta_5 (DR_i \times MB_i) + \delta_6 (DR_i \times LEV_i) \\
& + \varepsilon_i
\end{aligned} \tag{5}$$

為了計算  $G\_Score$  與  $C\_Score$ ，需針對每一年樣本估計(5)式，得到每一年所有公司適用的估計值  $\mu_i$  與  $\lambda_i$  ( $i=1-4$ )，再帶回(3a)式與(3b)式，結合各年度各公司的特性變數  $SIZE$ 、 $MB$  與  $LEV$ ，得到每家公司每年的穩健性  $G\_Score$  與  $C\_Score$ 。(5)式估計結果列示於表六，所估計出每家公司各年度穩定性  $G\_Score$  與  $C\_Score$  的敘述統計量列示於表七。

表六 平均係數

Indep. Variable	pred. sign	N. obs	$X/P_i$	
			coeff.	t-value
Intercept		10	12.90	1.12
$DR$		10	-8.281	-0.67
$R$	$\mu_1$	10	-0.517	-1.29
$R \times SIZE$	$\mu_2$	10	0.032	1.34
$R \times MB$	$\mu_3$	10	0.0006	1.50
$R \times LEV$	$\mu_4$	10	-0.0006	-0.28
$R \times DR$	$\lambda_1$	10	0.953	1.68
$R \times DR \times SIZE$	$\lambda_2$	10	-0.065	-1.83
$R \times DR \times MB$	$\lambda_3$	10	-0.002	-2.80
$R \times DR \times LEV$	$\lambda_4$	10	0.012	2.62
$SIZE$		10	-0.188	-0.28
$MB$		10	-0.004	-0.34
$LEV$		10	-0.119	-2.24
$DR$		10	0.953	1.68
$DR \times SIZE$		10	0.549	0.63
$DR \times MB$		10	-0.009	-0.67
$DR \times LEV$		10	0.090	0.89

註：1. 本表係採用 Fama-MacBeth 迴歸(Fama and MacBeth 1973)所估計出平均係數。

2.  $X/P_i$ =非常項目前(繼續營業項目)的1年稅後淨利/期初股票市值的比重； $R_i$ =每年度買入並持有的報酬( $t$ 年5月至 $t+1$ 年4月)； $DR$ 則是虛擬變數，當 $R$ ( $R_1$ 或 $R_3$ )為負時，其值為1，反之則為0； $SIZE$ =總資產取對數； $MB$ =市價淨值比； $LEV$ =長期負債比率。

表七 *C\_SCORE* 與 *G\_SCORE* 之敘述統計量

	N	Mean	Std Dev	Q1	Median	Q3
<i>C_SCORE</i>	5,847	0.185	0.440	0.001	0.174	0.339
<i>G_SCORE</i>	5,847	0.040	0.200	0.007	0.035	0.098

註： *C\_SCORE*= Khan and Watts (2009)穩健性之衡量； *G\_SCORE*= Khan and Watts (2009)好消息及時性之衡量。

以 Khan and Watts (2009) *C\_Score* 來衡量穩健性，檢測各種代理衝突對穩健性的影響之實證結果列示於表八，表八左半部與右半部分別為未控制公司治理與已控制公司治理的迴歸結果，就表八本身而言，控制公司治理與否都得到一致結論，支持 H1 (*CHANGE*)、H2 (*COM2E*)、H3b (*DIV*)、H5 (*PLEDGE*)，H6a,b (*LLTIO*、*CYCLE*)，但不支持 H3a (*FCF*)與 H4 (*DEVIA*)。

表八 代理問題與穩健性—採用 Khan and Watts (2009)穩健性衡量 *C\_SCORE*

variables <sup>b</sup>	pred. sign	<i>C_SCORE</i>		<i>C_SCORE</i>	
		coeff.	OLS <i>t</i> -value	coeff.	OLS <i>t</i> -value
Intercept	?	1.285	20.16 ***	1.301	16.40 ***
<i>CHANGE</i>	+	0.027	4.12 ***	0.025	3.93
<i>COM2E</i>	-	-0.009	-2.63 **	-0.009	-2.49 **
<i>FCF</i>	+	-0.150	-4.60 ***	-0.157	-4.79 ***
<i>DIV</i>	-	-0.007	-4.02 ***	-0.008	-4.47 ***
<i>DEVIA</i>	+	0.001	1.40	0.0004	0.75
<i>PLEDGE</i>	+	0.002	6.20 ***	0.002	6.26 ***
<i>LLTIO</i>	+	0.005	8.87 ***	0.005	8.83 ***
<i>CYCLE</i>	+	0.0002	7.45 ***	0.0002	7.53 ***
<i>MB</i>	-	-0.002	-37.55 ***	-0.002	-36.99 ***
<i>SIZE</i>	-	-0.059	-13.82 ***	0.061	-12.09 ***
<i>OBOARD</i>				-0.001	-0.04
<i>INDBOARD</i>				0.092	2.34 **
<i>BOARDOWN</i>				-0.0003	-0.78
<i>INSTI</i>				0.0006	2.13 **
ADJ R <sup>2</sup>		0.2763		0.2789	
F		224.20		161.15	
N		5,847		5,847	

註：1. *C\_SCORE*= Khan and Watts (2009)穩健性衡量。代理問題之代理變數 *CHANGE*=近三年總經理異動次數。

*COM2E*=董監事薪酬/稅前淨利。*FCF*=自由現金流量比率=(繼續營業部門純益+折舊費用+攤銷費用-固定資產購置-營運資金變動)/總資產。*DIV*=現金股利率。*DEVIA*=股份盈餘偏離差，股份控制權-盈餘分配權。*PLEDGE*=董監事質押比率。*LLTIO*=長期負債比率。*CYCLE*=淨現金循環天數，平均銷售天數+應收帳款收現天數-應付帳款付現天數。控制變數 *MB*=市值淨值比。*SIZE*=總資產取對數值。公司治理之代理變數 *OBOARD*=外部董監事比率。*INDBOARD*=獨立董監事比率。*BOARDOWN*=董監事持股比率。*INSTI*=機構法人持股比率。

2.\*、\*\*、\*\*\*分別代表達到 10%、5%、1%顯著水準。

表五與表六以 Basu (1997)模型為基礎衡量穩健性，分別為未控制公司治理與已控制公司治理的迴歸結果，表八以 Khan and Watts (2009) *C\_Score* 來衡量穩健性，將表八結果與表五表六比較，對於 H1 (*CHANGE*)、H2 (*COM2E*)、H3 (*FCF*、*DIV*)、H6a (*LLTIO*)，兩種衡量方法的結論相同，至於 H6b (*CYCLE*)，由表五與表六的無法支持 (t-statistics 不顯著) 轉為支持 (*CYCLE* 的係數顯著為正)，代表短期債權人也產生對穩健性的需求。整體而言，就傳統經理人與股東間的代理問題以及與債權人代理問題部份，兩種方法結論幾乎相同，但以 Khan and Watts (2009) *C\_Score* 來衡量穩健性時顯著性更高。至於核心代理問題部份，表八顯示 *DEVIA* 的係數不顯著異於零，這個結果與表五(或表六)以一年期 Basu (1997)模型為基礎衡量穩健性下所得到的結論一致，但表八中 *PLEDGE* 的係數顯著為正，明顯支持 H5，相反的，表五 (或表六) 的結果對 *PLEDGE* 的效果無法得到明確的結論。綜合來說，以 Khan and Watts (2009) *C\_Score* 來衡量穩健性時顯著性更高。

## 伍、 結論與建議

LaFond and Roychowdhury (2008)認為穩健性可以降低資訊充份股東與資訊不充份股東間資訊不對稱。本研究檢測盈餘穩健性可以降低企業利害關係人之間哪些代理問題。研究結果發現，在 1998~2007 年期間台灣公司存在盈餘穩健性，而盈餘穩健性可以降低經理人有限任期/責任的代理問題(總經理異動)、大股東(控制股東)與小股東之間的代理問題(控制股東控制權與盈餘分配權偏離)與債權人的代理問題(長期負債比率)，實證結果僅部份支持盈餘穩健性可以降低董監事質押相關代理問題，但自由現金流量相關的代理問題卻無法產生較高的盈餘穩健性。此外，但當董監事薪酬連結到報導盈餘時，董監事與經理人因個人利益直接連結到盈餘，即使投資人存在較高對穩健性的需求，但企業的穩健性反而更差。

## 參考文獻

- 姜家訓與葉鴻銘，2007，債權人監督、公司治理、會計師公費依賴度與盈餘穩健性之關係，中華會計學刊，第 6 卷第 2 期 (4 月)：173-208。
- 高蘭芬、陳振遠與李焮慈，2006，資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響—以台灣電子業為例，臺灣管理學刊，第 6 卷第 2 期 (2 月)：81-104。
- 許文馨與詹凌菁，2008，會計盈餘反應訊息時效性之不對稱與董監酬勞關係，中山管理評論，第 16 卷第 4 期 (12 月)：851-884。

- 鍾志杰, 2007, 董監酬勞與會計資訊品質—從盈餘管理與資訊揭露的角度探討, 中原大學會計研究所碩士論文。
- Ahmed, A., and S. Duellman. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 43 (February-March): 411-437.
- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, and M. S. Harris. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77 (April): 867-890.
- Ball, R., A. Robin, and G. Sadka. 2008. Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies* 13 (September): 168-205.
- Ball, R., A. Robin, and J. Wu. 2003. Incentives versus standards: Properties of accounting income in four east asian countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 (June): 235-270.
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in U.K. private firms. *Journal of Accounting and Economics* 39 (February): 83-128.
- Ball, R., S. Kothari, and A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (February): 1-51.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (December): 3-37.
- Basu, S., A. Huang, T. Mitsudome, and J. Weintrop. 2005. Timeliness and conservatism of Taiwanese earnings. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 12 (February): 113-134.
- Beekes, W., P. Pope, and S. Young. 2004. The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: Evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review* 12 (January): 47-59.
- Bushman, R., and A. Smith. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (December): 237-351.
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith. 2004. Financial accounting information, organizational complexity, and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 (June): 167-201.

- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (January-February): 81-112.
- Copeland, T., T. Koller, and J. Murrin. 2000. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3<sup>rd</sup> ed. New York, McKinsey & Company Inc.
- Coughlan, A., and R. Schmidt. 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 43-66.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin. 1997. Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics* 45 (February): 193-221.
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economics Review* 74 (April): 650-659.
- Elliott, J., and W. Shaw. 1988. Write-offs as accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 91-119.
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36 (December): 197-226.
- Fama, E. F., and J. MacBeth. 1973. Risk return and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy* 81 (March): 607-636.
- Fluck, Z. 1999. The dynamics of management-shareholder conflict. *Review of Financial Studies* 12 (Summer): 347-377.
- Francis, J., J. D. Hanna, and L. Vincent. 1996. Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement): 117-134.
- García Lara, J. M., B. García Osma, and F. Peñalva. 2007. Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. *European Accounting Review* 16 (April): 727-755.
- Gibson, M. S. 2003. Is corporate governance ineffective in emerging markets? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (March): 231-250.
- Givoly, D., and C. Hayn. 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics* 29 (June): 287-320.

- Hart, O., and J. Moore. 1995. Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review* 85 (March): 567-585.
- Healy, P., and R. Kaplan. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 85-108.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76 (February): 323-329.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (April): 305-360.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58 (January-February): 141-186.
- Kao, L. F., and A. Chen. 2007. Directors' share collateralization, earnings management and firm performance. *Taiwan Accounting Review* 6 (February): 153-172.
- Kao, L. F., J. R. Chiou, and A. Chen. 2004. The agency problems, firm performance and monitoring mechanisms: The evidence from collateralized shares in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review* 12 (March): 389-402.
- Khan, M., and R. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48 (December): 132-150.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August): 375-400.
- Knezevic, L., and M. Pahor. 2004. The influence of management turnover on enterprise performance and corporate governance: The case of Slovenia. *Economic and Business Review for Central and South-Eastern Europe* 6 (April): 297-324.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (April): 471-517.
- LaFond, R., and R. Watts. 2008. The information role of conservatism. *The Accounting Review* 83 (February): 47-478.



- LaFond, R., and S. Roychowdhury. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 46 (January): 101-135.
- Lee, T. S., and H. Y. Yeh. 2004. Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review* 12 (March): 378-388.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (September): 505-527.
- Pae, J., D. Thornton, and M. Welker. 2005. The link between earnings conservatism and the price to book ratio. *Contemporary Accounting Research* 22 (Fall): 693-717.
- Petersen, M. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies* 22 (January): 435-480.
- Roychowdhury, S., and R. Watts. 2007. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 44 (January-February): 2-31.
- Rozeff, M. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5 (Fall): 249-259.
- Ryan, S. 2006. Identifying conditional conservatism. *European Financial Review* 15 (December): 511-525.
- Shackelford, D., and T. Shevlin. 2001. Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (September): 321-387.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (June): 737-783.
- Tsai, W. H., J. H. Hung, Y. C. Kuo, and L. Kuo. 2006. CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: An agency theory perspective. *Family Business Review* 19 (January): 11-28.
- Warfield, T., J. Wild, and K. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (July): 61-92.
- Watts, R. L. 2003a. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (March): 207-221.

- Watts, R. L. 2003b. Conservatism in accounting part II: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (April): 287-301.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Wiwattanakantang, Y. 2001. Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal* 9 (August): 323-362.
- Yeh, Y. H., and T. S. Lee. 2001. Corporate governance and performance: The case of Taiwan. The Seventh Asia Pacific Finance Association Annual Conference, Shanghai.