

家族企業、盈餘平穩化與權益資金成本之相關性

林嬌能*

摘要：本研究以臺灣1997至2006之上市櫃企業為研究對象，探討企業之盈餘平穩化行為，是否對權益資金成本產生影響，並探討家族企業之盈餘平穩化行為及其權益資金成本。本研究將人為的盈餘平穩化行為分為來自裁決性應計項目及非營業項目之盈餘管理。研究結果發現，臺灣上市櫃公司確實可透過提高企業長期之盈餘平穩性降低權益資金成本。雖然，企業採用非營業項目有高於裁決性應計項目達成之盈餘平穩效果，市場也會察覺兩種盈餘管理行為之風險，導致權益資金成本的提高。但是，當此兩種行為有平穩盈餘時又可達到降低權益資金成本的目的。不管有無考慮家族因素，比較兩種盈餘管理工具對權益資金成本之影響並無太大差異，意即市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之盈餘平穩化之效果。

關鍵詞：盈餘平穩化、非營業項目、裁決性應計項目、權益資金成本、家族企業

* 逢甲大學會計系副教授

The Relationship between Family Firms, Income Smoothing and Cost of Equity Capital

Gai-Neng Lin*

Abstract: This study uses Taiwan listed companies between 1997 and 2006 to examine the effect of the firm's income smoothing behaviors on the firm's cost of equity. This study explores the family firm's income smoothing behavior and cost of equity, which the former is divided into two earnings management tools: discretionary accruals and non-operational items. The findings indicate that for Taiwan listed companies, elevating long-term income smoothing does reduce the firm's cost of equity. Study results suggest that although firms tend to prefer non-operational items to discretionary accruals for achieving the income smoothing effect, the market can detect the associated risks with the two earning management tools, and thus the firm's cost of equity increases. However, using the two earnings management tools for income smoothing can achieve the purpose of reducing the firm's cost of equity. Finally, whether or not family factor is considered, no difference is found from comparing the effect of the two earnings management tools on the cost of equity, that is, the market cannot differentiate the income smoothing effect amongst different earnings management tools.

Keywords: income smoothing, non-operating items, discretionary, cost of equity, family firms

* Associate Professor, Department of Accounting, Feng Chia University

壹、前言

企業所揭露之財務資訊，尤其是盈餘，直接影響資本市場之市場交易量、企業的資金成本與企業股價等。根據 Leuz and Verrecchia (2004) 的研究，企業個別的資訊風險是一不可分散的風險因子，低品質的財務報導會影響缺乏資訊一方（投資者、債權人）的遲疑而減少交易，進而要求較高的風險貼水，導致企業資金成本提高。Graham, Harvey, and Rajgopal (2005) 針對 400 位美國企業財務主管的訪談中，有 96.9% 的受訪者偏愛盈餘平穩化，認為盈餘變動性會提高風險，有 78% 的受訪者甚至表示即使危及長期企業價值也要維持盈餘平穩。

自 Hepworth (1953) 提出盈餘平穩化這項觀點後，後續已有許多學者支持盈餘平穩化可降低企業風險，進而減少公司的資金成本，Gordon (1964) 基於理性行為假設股東滿意度與股價會隨盈餘的成長與平穩化而增加，但因為市場無效率，投資者對盈餘有功能性固著的現象，無法區分企業所為之會計選擇；Moses (1987) 也提到經理人瞭解到市場的無效率，所以會平穩化盈餘以降低風險。從正面來看，Chaney and Lewis (1995)、Demski (1998) 及 Francis, LaFond, Olsson, and Schipper (2004) 一致認為盈餘平穩化是導因於管理當局具有個人對未來企業獲利之私有資訊，在將暫時性波動盈餘平穩化後，獲得更具使用價值及代表性的報導盈餘，Francis et al. (2004, 2005) 進而證實具有較佳盈餘特質企業之資金成本較低。但若從另一面來看，在諸多的盈餘管理實證研究認為盈餘管理活動主要是為了達成盈餘平穩化（Buckmaster, 2001; Copeland, 1968; Trueman and Titman, 1988），以符合財務市場的偏好，避免違反債務條款（林嬋娟、薛敏正與蘇逸穎，2002；DeFond and Jiambalvo, 1994; Jaggi and Lee, 2002; Sweeney, 1994; Watts and Zimmerman, 1986）或者極大化經理人的薪酬（Healy, 1985; Gaver, Gaver, and Austin, 1995）等為達成管理者短暫利益所為之盈餘管理，則會造成盈餘資訊的雜訊效果。

基本上，盈餘平穩化除了企業經營所得真實的盈餘平穩外，亦存在人為的盈餘平穩。要達到人為的盈餘平穩化係透過盈餘管理，經理人可能運用會計政策的選用或實質活動的操弄（例如，選擇資產購置與處分時點、研究發展與廣告支出水準等），達到特定盈餘水準的目標。現有國內外有關盈餘管理之文獻，大部分以討論應計項目或裁決性應計項目盈餘管理之相關研究為主。但是，如同歐進士、李佳玲與詹茂昆（2004）所言，我國關係企業型式普遍存在，企業很容易利用關係企業間互相買賣股票或土地等非營業項目，以達到虛飾或美化盈餘之情事。應計項目或者裁決性應計項目變動由多項交易管理或者統計數理模型推導而得，一般投資者較不容易察覺；而非營業項目損益則用單一會計科目列示在損益表經常利益之後，其可能金額相當重大，不僅容易引起外部人之注意，投資人對其是否具暫時性的解讀不同，對企業財務報導所呈現的不確定性風險，實有必要加以探討。是故，本研究以我國公開公司為樣本，驗證其是否亦如國外研究結果相同，投資者對於長期盈餘平穩企業

會給予較低的風險評價，而要求較低權益資金成本 (Francis et al. 2004)；同時，當盈餘管理為達成盈餘平穩時，盈餘管理工具本身是否為一項「風險因素」進而對盈餘平穩化與資金成本之間的關聯性有不同的影響效果？

另一方面，公司治理除了肇因其他非會計資訊因素（例如，公司聲譽）直接影響資金成本，也會與盈餘資訊揭露品質有重要的相關性，間接影響資金本。根據 La Porta (1996) 的研究指出臺灣所屬的法制體系（歐陸法系），對投資者保護較弱，也導致股權集中現象普遍存在的現象。目前在臺灣的上市櫃公司家族企業的比重偏高，再加上控制股東在董事會席次偏高現象普遍存在的狀況下，以致於控制股東與非控制股東間的代理問題相當嚴重，對投資人而言，是一項不利風險警訊，影響權益資金成本。本研究第二個問題即探討家族企業控制權型態所衍生的代理問題是否會影響資金成本的效果及其盈餘平穩化行為。

本研究以企業長期（五年期）資料觀察企業盈餘平穩化行為，樣本為臺灣 1997 年至 2006 年之上市櫃企業。不同於歐進士等 (2004) 與薛健宏 (2008) 之研究以季為分析基礎，探討年度內之盈餘平穩行為，本研究以長期資料衡量跨年度之盈餘平穩行為。在 Watts and Zimmerman (1986) 實證會計理論以代理人自利的理性個人及市場無效率假設下，管理者透過會計政策選擇達成盈餘管理目標。然而，管理者相信市場依賴會計數字時，即成為其平穩化之誘因及需求。本研究證實臺灣上市櫃公司確實可透過提高企業長期之盈餘平穩性降低權益資金成本，與相關研究一致。其次，本研究探討盈餘平穩之供給面，結果顯示，企業採用非營業項目高於裁決性應計項目所能達成之盈餘平穩效果。而家族企業限於相關法律規範並未如預期比非家族企業易於利用非營業項目達成長期盈餘平穩化，其主要仍依賴裁決性應計項目達成盈餘平穩化。

市場會察覺兩種盈餘管理行為之風險，導致權益資金成本的提高。但是，當此兩種行為有平穩盈餘時又可達到降低權益資金成本的目的。比較兩種盈餘管理工具對權益資金成本之影響並無太大差異，意即市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之盈餘平穩化之效果。加入家族企業變數，及家族企業運用不同盈餘管理工具對權益資金成本之影響，除了未發現家族企業與非家族企業在權益資金成本上有重大差異外，也未發現家族企業運用不同的盈餘管理工具對權益資金成本造成重大的差異效果。

綜上所述，企業運用不同的盈餘平穩化工具有盈餘管理意含，對投資者而言，增加財務報導資訊之不確定性，增加風險而要求更高的風險溢酬，但是若盈餘管理可達成盈餘平穩之目的時，又令投資者對企業之財務結果有較高的信賴感。但市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之盈餘平穩化之效果，也未能分辨家族企業是否運用不同的盈餘管理工具。於此呼應 Graham et al. (2005) 的研究結果，企業可能運用各種盈餘管理工具達成盈餘平穩化，而法令的制定則會影響企業在盈餘管理工具上的選用。

貳、文獻探討與研究假說

一、盈餘平穩化與權益資金成本

Leuz and Wysocki (2008) 將企業財務資訊揭露對資金成本的影響，分為直接影響與間接影響。間接影響部分，指企業資訊揭露可消除逆選擇增加市場交易量，因為在公開較多資訊時，私有資訊相對減少，取得成本也較高。同時，更多的資訊揭露降低企業價值的不確定性，減少資訊優勢者之潛在資訊利益。反之，在交易量少及存在資訊不對稱的情況下，潛在地增加投資者的交易成本，所以會要求額外的補貼，提高要求的資金成本 (Amihud and Mendelson, 1986; Verrecchia, 2001)；直接影響部分，因為投資者不是對所有的企業都有完全的知識及注意，結果，造成投資者風險分擔是不完全且無效率的。企業財務資訊揭露可使那些較少為人知的企業得到投資者注意，增加投資群及分散風險，進而降低資金成本。是故，企業財務資訊揭露增加，可有效降低資金成本。當然，此處所指的是高品質的財務資訊，尤其盈餘資訊。本研究以盈餘平穩性，代理盈餘資訊風險，盈餘平穩性愈高，盈餘資訊風險愈低。

Chaney and Lewis (1995)、Demski (1998) 及 Francis et al. (2004) 一致認為盈餘平穩化是導因於管理當局具有個人對未來企業獲利之私有資訊，在將暫時性波動盈餘平穩化後，獲得更具使用價值及代表性的報導盈餘。Trueman and Titman (1988) 發展一模型，指出當企業盈餘平穩化後會降低破產機率被察覺的機會，因此得以降低其貸款利率。Easley and O'hara (2004) 建立模型說明資訊弱勢投資者在其缺乏資訊時會需要較多的風險貼水，而此項資訊風險是不可分散的。所以，維持盈餘平穩化以降低資訊不對稱，故盈餘平穩性愈高則權益資金成本較低。Francis et al. (2004, 2005) 則證實盈餘品質與資金成本為負相關¹。

國內之相關研究，蔡知伶 (2007) 發現盈餘品質與企業向外界募集資金時之權益資金成本間存在特定關聯，盈餘品質較好之企業或年度，投資人所要求的報酬率愈低，可以較低的權益資金成本取得融資。

H1：企業之盈餘平穩化程度與權益資金成本呈負相關。

二、盈餘管理方法與盈餘平穩化

如前所述，盈餘平穩化係指降低盈餘的波動，基於企業本身諸多其他非人為特意的操弄下，各企業的盈餘平穩性原本即存在差異。此處所要探討的是，基於會計盈餘的裁量特質，可選用一些盈餘管理工具達到降低盈餘平穩的目標。文獻上，盈餘管理工具眾多，除了裁決性應計項目 (discretionary accrual-based) 外，非營業項目也是常被用來當作是操縱損益的工具。

有關透過非營業項目進行盈餘管理之相關文獻指出，若企業當年度盈餘較低(不

¹ 該文探討之盈餘品質包括應計品質、持續性、可預測性、平穩性、價值攸關性、即時性與保守性等七種。

含出售損益)或負債權益比較高時,管理者會傾向出售長期性投資或資產增加盈餘,並達成盈餘平穩的目標(張文瀨與黃惠專,2005;Bartov,1993;Ayres,1994;Bricker,Previts,Robinson,and Young,1995)。歐進士等(2004)則發現當企業營業利益波動較大時,企業為了達成盈餘平穩目的,可能會運用非營運項目平穩盈餘。非營業項目盈餘管理與裁量性應計項目比較,具有三項特性,第一,非營業項目存在暫時性及其非重複性特質,假若管理當局運用其平穩盈餘,則此類項目在某年出現(例如,本年度處分設備認列處分利益),下一年度則不會再有相同設備處分可供運用,況且運用非營業項目進行盈餘平穩化,並非經常可行的狀態;第二,非營業項目盈餘管理,通常不僅會影響到應計項目,也會影響現金流量;第三,裁量性應計項目必須考慮次年度迴轉問題。是故本研究認為存在可供進行非營業管理的工具前提下,管理當局進行某年度盈餘管理達成盈餘平穩化時,效率會較裁量性應計項目高。

相關實證結果,只有Graham et al.(2005)發現經理人盈餘管理時對真實活動的操弄(例如,降低裁量性費用或者資本支出)之偏好超過應計項目的管理;王萬成與高祥恒(2005)以及Barton(2001)研究裁量性應計項目與衍生性商在盈餘平穩目的下之替代、互補關係。黃志仁、廖彩伶與陳于格(2009)探討裁量性應計項目與業外損益兩種盈餘管理工具有顯著的正向內生關係,針對國內現金增資企業之盈餘管理行為研究發現,現金增資前SEO企業裁量性應計項目明顯高於非SEO企業,但業外損益之使用程度則反而較低。本研究不同於相關研究探討工具間之替代或互補性,而是探討其運用於盈餘平穩化下之效率可能存在差異。

H2a: 裁量性應計項目達到盈餘平穩化。

H2b: 企業運用非營業項目達到盈餘平穩化。

H2c: 企業運用非營業項目達到盈餘平穩化之效果,高於運用裁量性應計項目盈餘平穩化之效果。

三、盈餘平穩化方法與權益資金成本關聯性

在市場無效率的假設下,投資者對當期盈餘的反應,並未充分了解到當期盈餘對未來盈餘的涵義。意即,投資者未能察覺企業是否有進行盈餘管理或者運用不同的盈餘管理工具後,造成不同盈餘持續性之差異。

相關文獻主要探討應計項目在市場評價上的效果(Ng,2005;Richardson,Sloan,Soliman,and Tuna,2005;Kraft,Leone,and Wasley,2006;Hirshleifer Hou,and Teoh,2009;Khan,2008),這類的研究主要著重在投資者是否會考慮應計項目可能引起的資訊風險進行理性訂價(Ng 2005;Khan 2007;Kraft et al.,2006)或者是否會因固著效果而錯誤訂價(Hirshleifer et al.,2009)。Aboody,Hughes,and Liu(2004)、Francis et al.(2005)研究顯示裁量性應計項目包含主觀與操弄程度較高,會提高企業資金成本。

應計項目是因會計採權責發生制,其代表盈餘與現金流量間之差異,除了是因

企業成長因素自然提高應計項目外，也可能是因收入、費用認列時點可權衡性所造成的差異。通常認為應計項目愈高，則虛增盈餘的可能性愈高，若扣除因成長因素的應計增加則屬管理者操弄成份。若考量盈餘平穩化是因盈餘管理而達成，即代表企業管理者在盈餘較低時，透過提高收入、降低費用認列可以應計項目增加額度衡量因管理者操弄所提高之盈餘；反之，在盈餘過高，管理者向下調整時，則當期之應計項目將減少。因此，此一衡量數是多項收入、費用共同反應之結果。若考慮裁決性應計項目，則有多種模型在衡量因正常營運變動之應計項目變動數，在以實際應計項目與模型推論所得之預計應計項目差額推算裁決性應計項目，所以，一般認為，應計項目及裁決性應計項目盈餘管理較不容易被外部人所察覺。但是，Sloan (1996) 證實高應計項目者，其後期之市場報酬會較低，即投資人會高估這類型企業的盈餘持續性；Xie (2001) 則證實應計項目中之裁決性應計項目成份為形成 Sloan (1996) 結論之主要因素。

一般而言，運用非營業項目進行盈餘平穩化存在暫時性與非重複性、非經常可行之特質，故此類型的盈餘管理工具在長期觀察下有提高會計資訊報導的不確性與風險之可能，削弱盈餘平穩化降低資金成本之效果。而 Dechow and Ge (2006) 提到排除非營業項目可提高盈餘解釋報酬的能力，意含非營運項目是為盈餘與報酬關聯性之干擾因素。

相關研究與實務的觀點，多數認同盈餘平穩化可降低權益資成本，但是若存在人為的盈餘管理時，又屬一項風險因素，是故，本研究假設，假若盈餘管理行為可達成盈餘平穩化目標，則可降低其與權益資金成本之負向關聯性。

H3a：運用裁量性應計項目進行盈餘管理提高權益資金成本。

H3b：運用非營業項目進行盈餘管理提高權益資金成本。

H3c：企業達成盈餘平穩化可降低盈餘管理與權益資金成本之負向關聯性。

四、家族企業與盈餘管理方法之選擇

Wang (2006)、Ali, Chen, and Radhakrishnan (2007) 針對 Standard & Poor's 500 企業的研究發現，家族企業有較低的裁量性應計項目與較佳的盈餘資訊。但是在國內相關的研究上，柯承恩 (1998) 的研究發現相較於非家族控股公司，家族控股公司顯著易透過關係人之處份財產損益、以及應收帳款來進行盈餘管理。

薛健宏 (2008) 研究發現，董監事持股愈高的企業會傾向於運用應計項目與營業外損益達到盈餘平穩化的目的，其主要論點是董監事高持股的公司，較傾向於平穩化盈餘 (其所指之盈餘平穩是年度內之季盈餘平穩化)，致力維持低風險的表徵。曹壽民、陳光政、紀信義與羅秀玲 (2009) 及 Huang, Zhang, Deis, and Moffitt (2009) 針對我國及美國企業研究，同時發現公司治理較差的企業會使用較多的裁量性應計項目及較少的衍生性金融商品進行盈餘管理，且採用較大程度的衍生性金融商品(裁

量性應計項目)進行盈餘管理,公司價值較大(小)。

國內,根據財務會計準則「關係人交易揭露」準則之要求,可能影響管理者使用與關係人之間進行交易以達成營業外損益的盈餘管理的意願與可行性,另外,《公開發行公司取得或處分資產處理準則》規定²,包括各項證券資產、不動產、無形資產、衍生性金融商品及其他重要資產在取得或處分時,不僅列舉相關處理程序,金額達公司實收資本額 20% 或新臺幣三億元以上者,應洽請會計師就交易價格之合理性表示意見,對與關係人之不動產交易規範更形繁瑣。相關規範可能會降低管理者使用營業外損益進行盈餘管理的意願,尤其是與關係人間之交易相關規範設置之主要目的即有意避免企業透過不實之關係人交易造成其虛增盈餘之效果。因此,家族企業雖然有較高控制權決定是否透過與其他關係企業交易以達成盈餘管理的目的,但基於揭露之要求,可能有損其操縱盈餘的不良社會觀點,故是否會影響其以非營業項目損益達成盈餘平穩化之意願,則有待實證之觀察。

H4: 家族企業之非營業項目使用程度高於非家族企業。

參、實證模型

一、變數衡量與資料來源

(一)變數衡量

1. 家族企業的衡量 (*Family*)

本研究家族企業之定義符合下列兩項條件,首先年底最終控制者以個人名義,或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次 50% 之樣本公司;其次,最終控制者的總持股數高於 10% 時,此主要係考慮到若只計算家族企業在董事會占的席次比率,可能會高估最終控制者在公司的投票權(林嬋娟與張哲嘉,2009)。

2. 盈餘平穩化的衡量 (*Smooth*)

盈餘平穩化之衡量分為兩類,一類是以 Watts and Zimmerman (1986) 研究相關探討實證會計理論(positive accounting theory)的盈餘平穩化衡量,主要是假設存在契約成本下,產生不同的盈餘管理誘因,進行短期盈餘管理達成盈餘平穩化。另一類則是以長期時間序列下,盈餘變動趨勢之平穩性,為本研究所採用,主要是本研究假設降低資金成本的企業籌資策略一直存在,而且投資者會考量企業長期之盈餘變化趨勢為企業是否為盈餘平穩化之考量。本研究以式(1)衡量盈餘平穩性,以樣本企業(*i*)當期(*t*)及前四期共五期之盈餘(*INCOME*)變異係數絕對值乘上負

² 此處理準則於 2002 年 12 月 10 日發佈施行,之後逐步修正。

一，得盈餘平穩性之衡量 ($Smooth_{i,t}$)。此變數愈大代表盈餘平穩性愈大。

$$Smooth_{i,t} = (-1) \times \frac{StandardDeviation(INCOME_{i,t-4-t})}{ExpectedValue(INCOME_{i,t-4-t})} \dots\dots\dots(1)$$

3. 盈餘平穩化之盈餘管理工具變數

就衡量上而言，盈餘平穩化就是降低盈餘的變異數。先將盈餘分為營業利益及營業外損益，其中營業利益為營業現金流量及營業而得應計項目的總和。因此稅後淨利的變異數 (σ_E^2) 可由營業利益變異數 (σ_{OE})、營業外損益變益數 (σ_{other}) 及營業利益和營業外損益之相關係數來表達 ($\rho_{OE, other}$)。營業利益變異數 (σ_{OE}) 可由來自營業現金流量之變異數 (σ_{cfo})、營業而得應計項目之變異數 (σ_A) 及來自營業現金流量和應計項目的相關係數 ($\rho_{cfo, A}$) 來表達。其關係如下：

$$\begin{aligned} \text{盈餘}(E) &= \text{營業利益}(OE) + \text{非營業損益}(other) \\ &= \text{營業之應計項目}(A) + \text{來自營業現金流量}(cfo) + \text{非營業損益}(other) \end{aligned}$$

是故，

$$\sigma_E^2 = \sigma_{OE}^2 + \sigma_{other}^2 + 2\rho_{OE, other} \dots\dots\dots(2)$$

$$\sigma_{OE}^2 = \sigma_{cfo}^2 + \sigma_A^2 + 2\rho_{cfo, A} \dots\dots\dots(3)$$

因為變異數為正，故根據式 (2)、(3) 可知，管理當局降低盈餘波動的方法之一便是使來自營運現金流量 (cfo) 與營業之應計項目 (A)、非營業損益 ($other$) 的波動減少或使來自營業現金流量與營業之應計項目、營業利益與非營業損益呈負相關。本研究假設在營運現金流量、營業利益非可為盈餘目的進行管理下，唯有以管理應計項目、非營業損益達成盈餘管理目標。在變異數均為正值之情況下，若要使盈餘平穩化，營業利益和非營業損益之相關係數來表達 ($\rho_{OE, other}$)、來自營業現金流量和營業之應計項目的相關係數 ($\rho_{cfo, A}$) 必為負數時始可達成。據此建立本研究之平穩化變數為應計項目平穩化變數 ($IS1$) 及非營業損益項目平穩化變數 ($IS2$) 如下：

(1) 應計項目的平穩化變數 ($IS1$)

本研究運用 McNichols (2002) 的模型，以算應計項目可受管理當局裁量的部分，本研究及假設管理當局利用裁量應計項目之變動達到盈餘平穩之目的。此模型之特色在於除了考量到當期營運所產生之應計項目之變動外，也考慮到應計項目收現部份。有關 McNichols (2002) 如下式：

$$\begin{aligned} TAC_{d,t} &= \phi_{0,d} + \phi_{1,d}CFO_{d,t-1} + \phi_{2,d}CFO_{d,t} + \phi_{3,d}CFO_{d,t+1} \\ &\quad + \phi_{4,d}\Delta Rev_{d,t} + \phi_{1,d}PPE_{d,t} + \upsilon_{d,t} \dots\dots\dots(4) \end{aligned}$$

其中， d 公司當期 t 之應計項目 (TAC)，其以非常項目前淨利加折舊費用減除營業

現金流量後所得之應計項目金額再以期初資產總額平減之； CFO 為營業現金流量； ΔRev 為當年度收益增加額； PPE 為企業期初的固定資產總額。再以每年的同產業分組，得出該年該產業之預計應計項目方程式如下：

$$\overline{TAC}_{d,t} = \hat{\phi}_{0,d} + \hat{\phi}_{1,d}CFO_{d,t-1} + \hat{\phi}_{2,d}CFO_{d,t} + \hat{\phi}_{3,d}CFO_{d,t+1} + \hat{\phi}_{4,d}\Delta Rev_{d,t} + \hat{\phi}_{5,d}PPE_{d,t} \dots\dots\dots (5)$$

再代入各公司所屬產業之預計應計項目方程式後，即為 d 公司之非裁量性應計項目金額，再以企業當期營運之應計項目金額 (TAC) 減除非裁量應計項目金額，如下式：

$$AC = TAC - \overline{TAC} \dots\dots\dots (6)$$

其中， AC 為裁量性應計項目。當 AC 與營業利益之相關係數小於 0 時，即可能存在以 AC 進行盈餘平穩化。本研究以 t 至 $t-4$ 期 AC 與營業利益之相關係數 ($\rho_{CFO, A}$) 衡量之。當 AC 與營業利益之相關係數小於 0 時，即存在以 AC 進行盈餘平穩化。此時 $IS1$ 為 1，否則 $IS1$ 為 0。

(2)非營業損益平穩化變數 ($IS2$)

以 t 至 $t-4$ 期營業利益和非營業損益之相關係數來表達 ($\rho_{OE, other}$)，當此相關係數小於 0 時，即可能存在以營業外損益進行盈餘平穩化。當營業利益和非營業損益之相關係數小於 0 時，此時非營業損益平穩化變數 ($IS2$) 為 1，否則 $IS2$ 為 0。

(二)樣本選取與資料來源

本研究樣本為 1997 年到 2006 年之曆年制上市櫃公司，資料來源為：(1) 公司治理資料，取自「台灣經濟新報社」(TEJ)之公司治理資料檔；(2) 財務資料，取自 TEJ 之一般產業財務資料檔；(3) 股價、報酬和公司市值資料，取自上市(櫃)調整股價資料庫。選樣標準為 1997 年到 2006 年之曆年制上市櫃公司，符合下列條件者：(1) 非當年度初次上市或上櫃者；(2) 具有完整的財務、股權和公司治理資料；(3) 剔除金融保險業等性質特殊之產業；(4) 以盈餘平穩化衡量 ($Smooth$) 為主，各去除全體樣本 $Smooth$ 極大、極小值 1% 樣本。

符合選樣標準之樣本數共計 6,244 筆公司-年度資料。表 1 係樣本公司是否為家族企業與產業分佈的狀況。由 Panel A 顯示，家族企業占全部樣本高達 75.21%，顯示我國公開發行公司屬高度控制權集中的狀態；而在 Panel B 的家族企業與非家族企業產業分佈的狀況中顯示，造紙業、橡膠工業之家族企業占產業百分比高達 91.3% 及 91.67% 最為嚴重，電機機械業、電子業占產業百分比分別為 69.16% 及 67.85% 是惟二低於 70% 的產業，也是因為電子業又占整體樣本高達 43.33%，所以平均家族企業比重才能低於 80%，在不考慮電子業時，控制股權集中的家族企業型態將超過 80%。在產業的分佈上極為不平均，是故此產業分配指出本研究控制產業效果之重要性。

表 1 樣本分配表

Panel A：家族企業樣本分配				
公司型態	個數	個數百分比		
家族企業	4,681	75.21		
非家族企業	1,543	24.79		
總計	6,224	100.0		

Panel B：家族企業樣本產業分配				
產業名稱 (TEJ產業代碼)	家族企業	非家族企業	家族企業占 產業百分比 (%)	產業占全體樣本 百分比 (%)
水泥 (11)	58	11	84.06	1.11
食品 (12)	175	27	86.63	3.25
塑膠工業 (13)	183	29	86.32	3.41
紡織工業 (14)	403	55	87.99	7.36
電機機械 (15)	231	103	69.16	5.37
電器電纜 (16)	101	15	87.07	1.86
化學工業 (17)	275	106	72.18	6.12
玻璃陶瓷 (18)	42	8	84.00	0.80
造紙工業 (19)	63	6	91.30	1.11
鋼鐵工業 (20)	225	53	80.94	4.47
橡膠工業 (21)	121	11	91.67	2.12
電子工業 (23)	1,830	867	67.85	43.33
營造建材 (25)	314	90	77.72	6.49
航運業 (26)	133	49	73.08	2.92
觀光業 (27)	72	12	85.71	1.35
百貨貿易 (29)	100	18	84.75	1.90
其他業 (99)	355	83	81.05	7.04
總計	4,681	1,543	75.21	100.00

二、研究設計

(一)盈餘平穩化與權益資金成本相關性分析模型

本研究所設定之變數為權益資金成本，其中企業之年度 Beta 值是根據 TEJ 資料庫之股價報酬 (CAPM Beta 一年) 所得資料，定義其為 $\beta_{i,t}$ 。根據 CAPM，個別公司之權益資金成本可定義為無風險利率 (R_f) 加上市場投資組合之風險貼水 ($R_m - R_f$) 與個別公司 Beta 值之乘積。故本研究企業 i 年度 t 之期望權益資金成本 ($Rexp_{i,t}$) 求算方式如式 (7)：

$$Rexp_{i,t} = R_{f,t} + \beta_{i,t} (R_{m,t} - R_{f,t}) \dots\dots\dots (7)$$

其中， $R_{f,t}$ 為無風險利率，本研究以五大行庫每年度平均一年期定存利率代替之。 $R_{m,t}$

以 10 期之臺灣上市公司年度加權指數報酬率移動平均代理。建立模式如下：

$$Rexp_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Smooth_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 BM_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (8)$$

其中，

$Rexp_{i,t}$ = 企業 i 第 t 年之期望權益資金成本；

$Smooth_{i,t}$ = 企業 i 第 t 年之盈餘平穩化指標，以式(1)衡量之；

$Lev_{i,t}$ = 企業 i 第 t 年期末之負債比率；

$Size_{i,t}$ = 企業 i 第 t 年期末之企業規模，以總資產期初帳面價值，取自然對數；

$BM_{i,t}$ = 企業 i 第 t 年之期末權益帳面價值/期末市價比例；

$Growth_{i,t}$ = 企業 i 第 t 年之銷貨成長率。

根據 H1 之預期，企業盈餘平穩化程度愈高代表降低資訊風險及降低資訊不對稱，所要求之期望報酬較低，因此， $Smooth$ 係數 α_1 應為負值。其他控制變數， Lev 代表負債比率，負債比率增加時，企業發生財務危機、破產之可能性增加，因此，權益資金成本率會隨負債水準的增加而向上調整，故預期符號 α_2 為正；企業規模 ($Size$) 越大其信用風險相對較低，因此，投資人也願意降低要求的報酬率 (Pittman and Fortin, 2004)，故預期符號 α_3 為負；淨值市價比 (BM) 在淨值市值比效應 (book-to-market effect, Fama and French, 1992) 下，淨值市價比值越高，企業年報酬越高，但是從風險的角度來看，淨值市價比愈高代表企業之淨值表達較為保守，故風險也應較低。

(二)不同盈餘平穩化工具與盈餘平穩化之相關性

此部分為驗證本研究根據學理所設計之盈餘平穩化工具衡量，是否對盈餘平穩化具有影響力，以及不同盈餘平穩化工具對盈餘平穩化之相對重要性為何。為了控制其他盈餘平穩化影響因素，本研究建立模式如下：

$$Smooth_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IS1_{i,t} + \alpha_2 IS2_{i,t} + Controls + \varepsilon \dots \dots \dots (9)$$

其中， $Smooth$ 為盈餘平穩化指標，以式 (1) 衡量之。 $IS1$ 為應計項目的平穩化變數，定義為式 (4) 至式 (6) 所得裁量性應計項目 (AC)，並以裁量性應計項目與營業利益之相關係數 ($\rho_{cf0, A}$) 衡量之。當 AC 與營業利益之相關係數小於 0 時，即存在以 AC 進行盈餘平穩化。此時 $IS1$ 為 1，否則 $IS1$ 為 0。假若存在以應計項目進行盈餘平穩化，此項變數之係數 α_1 應為正數。 $IS2$ 為非營業損益平穩化變數，當營業利益和非營業損益之相關係數 ($\rho_{OE, other}$) 小於 0 時，非營業損益平穩化變數 ($IS2$) 為 1，否則 $IS2$ 為 0。假若存在以非營業損益進行盈餘平穩化，此項變數之係數 α_2 應為正數。 $Controls$ 為其他控制變數，包括市場風險、企業規模、是否為負盈餘與是否為家族企業變數。

由於盈餘平穩化與否為一相對水準，是故本研究以某截斷點來設定企業是否進行盈餘平穩化。首先，將所有樣本依式 (1) 所計算之 $Smooth$ 值上下各去除 1% 極端值後，再由小至大排序，分別取 10%、20%、30%、40% 為截斷點。例如，若以

10% 為截斷點時，最小的 10% 即視為沒有進行盈餘平穩化，而另外的 90% 有進行盈餘平穩化；此時，出現截斷點以下非本研究所要探討之對象，視之為 0。在資料有截斷情況下適用 Tobit 模式，故此部分本研究以 Tobit 模式進行相關實證分析。

肆、研究結果與分析

一、敘述性統計及相關係數分析

表 2 Panel A 所列示為全部樣本各相關變數之敘述統計量，包括平均數、標準差、第一分位 (0.25)、中位數 (0.5) 以及第三分位 (0.75)。期望權益資金成本 (*Rexp*) 平均數 (中位數) 為 5.733 (5.013)，標準差為 4.604³。在後續分析中以實現的權益資金成本，進行相關議題的敏感性分析。盈餘平穩化指標 (*Smooth*) 平均數 (中位數) 為 -1.371 (-0.742)，樣本為左偏。

本研究之盈餘之平穩性工具分別以裁決性應計項目 (*AC*) 與營業利益之相關係數 ($\rho_{cfo, A}$)、營業利益和非營業損益之相關係數來表達 ($\rho_{OE, other}$) 衡量，其平均數分別為 -0.047、-0.035，中位數分別為 -0.069、-0.046。根據本研究式 (2)、(3) 之推算，此二項相關係數為負，始代表企業有利用裁決性應計項目、營業外項目進行盈餘管理達到盈餘平穩化的目標，故樣本平均而言，是有利用此兩項工具進行盈餘平穩化的行為。此外，若以本研究衡量之裁決性應計項目、營業外項目盈餘管理指標 *IS1* 及 *IS2* 觀察，平均而言，有 53.7% 及 52.2% 的樣本有利用其中之一或者兩者並用進行平穩化之盈餘管理。其他之控制變數，系統風險 (*Beta*) 平均數為 0.811，期末帳面市價比 (*BM*) 為 0.820，負債比率 (*Lev*) 平均數為 40%。

表 2 Panel B 所列示之敘述性統計量則是將樣本分為家族企業 (*Family* = 1) 及非家族企業 (*Family* = 0)，分別檢視之。平均數的差異檢定，達 10% 顯著者，分別為權益資金成本 (*Rexp*)、營業現金流量與裁決性應計項目相關係數 ($\rho_{cfo, a}$)、系統風險 (*Beta*) 及負盈餘 (*Negni*) (*p* 值分別為 0.010、0.054、0.000 及 0.000)；中位數的差異檢定，達 10% 顯著者，分別為權益資金成本 (*Rexp*)、盈餘平穩化 (*Smooth*)、營業現金流量與裁決性應計項目相關係數 ($\rho_{cfo, a}$)、系統風險 (*Beta*) 及負盈餘 (*Negni*) (*p* 值分別為 0.002、0.048、0.058、0.000 及 0.000)。

表 3 為各變數的母數的 Pearson 積差相關與無母數的 Spearman 的等級相關。從表三中可發現各解釋變數之間的相關係數皆小於 0.5，顯示變數之間的共線性程度並不嚴重，以致於在後續的多元迴歸分析中，並不會因解釋變數之間嚴重的共線性問題，而導致係數估計不精確及影響實證結果的推論。

如表 3 所示，無論是積差相關或等級相關，權益資金成本 (*Rexp*) 與盈餘平穩化指標 (*Smooth*) 之 Pearson 係數呈不顯著正相關；但是兩者之 Spearman 相關係數

³ 此處本研究以 10 期之臺灣上市公司年度加權指數報酬率移動平均代理之，平均所得之數除 1997 年之 25.06% 及 1998 年之 11.06% 較高外，其他均在 4% 到 8% 之間。

表 2 敘述性統計

Panel A：全部樣本						
相關變數	平均數	標準差	第一分位	第二分位	第三分位	
<i>Rexp</i> (%)	5.733	4.604	3.207	5.013	6.543	
<i>Smooth</i>	-1.371	1.597	-10.466	-0.742	-0.442	
$\rho_{cfo,a}$	-0.047	0.539	-1.000	-0.069	0.396	
$\rho_{oe,other}$	-0.035	0.574	-0.998	-0.046	0.456	
<i>IS1</i>	0.537	0.499	0.000	1.000	1.000	
<i>IS2</i>	0.522	0.500	0.000	1.000	1.000	
<i>Beta</i>	0.811	0.361	0.310	0.804	1.063	
<i>BM</i>	0.820	0.589	0.473	0.656	1.054	
<i>Size</i>	15.330	1.274	11.553	15.198	16.024	
<i>Negni</i>	0.267	0.442	0.000	0.000	1.000	
<i>Family</i>	0.748	0.434	0.000	1.000	1.000	
<i>Lev</i>	0.400	0.170	0.010	0.400	0.507	
<i>Growth</i>	0.130	0.870	-1.340	0.060	0.223	

Panel B：以家族企業、非家族企業分群比較						
相關變數	家族企業		非家族企業		差異之 <i>p</i> 值 ^a	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
<i>Rexp</i>	6.508	5.141	5.596	4.532	0.000	0.000
<i>Smooth</i>	-1.360	-0.741	-1.403	-0.751	0.901	0.048
$\rho_{cfo,a}$	-0.039	-0.051	-0.069	-0.085	0.054	0.030
$\rho_{oe,other}$	-0.031	-0.031	-0.047	-0.045	0.430	0.195
<i>IS1</i>	0.531	1.000	0.554	1.000	0.133	0.058
<i>IS2</i>	0.521	1.000	0.527	1.000	0.681	0.348
<i>Beta</i>	0.798	0.801	0.849	0.842	0.000	0.000
<i>BM</i>	0.844	0.658	0.827	0.675	0.691	0.421
<i>Size</i>	15.377	15.257	15.192	14.960	0.680	0.569
<i>Negni</i>	0.261	0.000	0.284	0.000	0.000	0.000
<i>Lev</i>	0.402	0.397	0.406	0.402	0.283	0.121
<i>Growth</i>	0.134	0.059	0.136	0.065	0.861	0.458

註：各項變數定義：*Rexp* = 權益資金成本，依式 (7) 計算可得；*Smooth* = 盈餘平穩化衡量，依式 (1) 計算可得； $\rho_{OE, other}$ = 以 *t* 至 *t-4* 期營業利益和非營業損益所得之相關係數； $\rho_{cfo,A}$ = 以 *t* 至 *t-4* 期來自營業現金流量和應計項目的相關係數；*IS1* = 以 $\rho_{cfo,A} < 0$ 時為 1，否則為 0；*IS2*： $\rho_{OE, other} < 0$ 時為 1，否則為 0；*Beta* = 系統風險；*BM* = 期末帳面價值與市價比；*Size* = 企業規模，以期初資產取 log 而得；*Negni* = 負盈餘，當期盈餘為負時為 1，否則為 0；*Family* = 若符合本研究衡量變數之家族企業定義時為 1，否則為 0；*Lev* = 負債比率，期末負債與業主權益比；*Growth* = 成長率，以銷貨成長率衡量之。

^a 各變數以家族企業、非家族企業分群所得之平均數差異，以獨立 *t* 檢定所得之 *p* 值，中位數差異則以 Wilcoxon 檢定所得之 *p* 值。

呈顯著負相關，具等級排列後之統計上的相關性，而係數只有 -0.044，即兩者負相關性並不高。惟此只是單變數之相關性分析，可能受到多種因素影響，此有待進一步進行多變數迴歸分析控制其他影響因素。其次，權益資金成本 (*Rexp*) 與營業現

表 3 相關性分析

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.
1. <i>Rexp</i>		0.001 (0.474)	0.008 (0.505)	0.070*** (0.000)	-0.007 (0.883)	-0.051*** (0.000)	0.347*** (0.000)	-0.118*** (0.000)	0.189*** (0.000)	-0.004 (0.728)	0.034** (0.006)	-0.071*** (0.000)	0.008 (0.511)
2. <i>Smooth</i>	-0.044*** (0.000)		-0.023* (0.067)	-0.079*** (0.000)	0.012** (0.034)	0.059*** (0.000)	-0.062*** (0.000)	-0.106*** (0.000)	-0.003 (0.783)	-0.241*** (0.000)	0.002 (0.902)	-0.105*** (0.000)	0.015 (0.243)
3. $\rho_{cf0,a}$	-0.026** (0.037)	-0.041*** (0.000)		-0.052*** (0.000)	-0.859*** (0.000)	0.040*** (0.002)	-0.073*** (0.000)	-0.023* (0.067)	-0.025** (0.050)	-0.013 (0.323)	0.024* (0.054)	-0.069*** (0.000)	0.014 (0.268)
4. $\rho_{oe,other}$	0.111*** (0.000)	-0.182*** (0.000)	-0.052*** (0.000)		0.038*** (0.003)	-0.865*** (0.000)	0.088*** (0.000)	0.031** (0.015)	0.080*** (0.000)	0.125*** (0.000)	0.010 (0.421)	0.042*** (0.001)	-0.024* (0.055)
5. <i>IS1</i>	0.023* (0.062)	0.031** (0.015)	-0.864*** (0.000)	0.038*** (0.003)		-0.022** (0.082)	0.056*** (0.000)	0.014 (0.266)	0.014 (0.267)	0.019 (0.134)	-0.020 (0.696)	0.069** (0.026)	-0.026 (0.274)
6. <i>IS2</i>	-0.082*** (0.000)	0.150*** (0.000)	0.039*** (0.000)	-0.865*** (0.000)	-0.022* (0.082)		-0.075*** (0.000)	0.006 (0.650)	-0.064*** (0.000)	-0.078*** (0.000)	-0.005 (0.696)	-0.028** (0.026)	0.014 (0.274)
7. <i>Beta</i>	0.450*** (0.000)	-0.149*** (0.000)	-0.075*** (0.000)	0.090*** (0.000)	0.056*** (0.000)	-0.076*** (0.000)		-0.132*** (0.000)	0.384*** (0.000)	-0.022 (0.083)	-0.058*** (0.000)	-0.078*** (0.000)	0.034*** (0.007)
8. <i>BM</i>	-0.103*** (0.000)	-0.293*** (0.000)	-0.033*** (0.010)	0.029** (0.023)	0.031** (0.013)	0.004 (0.766)	-0.183*** (0.000)		-0.011 (0.370)	0.342*** (0.000)	0.034*** (0.008)	0.130*** (0.000)	-0.074*** (0.000)
9. <i>Size</i>	0.271*** (0.000)	-0.042*** (0.000)	-0.035*** (0.000)	0.082*** (0.000)	0.017 (0.189)	-0.063*** (0.000)	0.393*** (0.000)	-0.033*** (0.010)		-0.069*** (0.000)	0.062*** (0.000)	0.108*** (0.000)	0.031 (0.015)
10. <i>Negni</i>	0.044*** (0.000)	-0.480*** (0.000)	-0.012 (0.345)	0.126*** (0.000)	0.019 (0.134)	-0.078*** (0.000)	-0.022* (0.090)	0.346*** (0.000)	-0.057*** (0.000)		-0.034*** (0.007)	0.298*** (0.000)	-0.073*** (0.000)
11. <i>Family</i>	0.066*** (0.000)	0.021* (0.096)	0.024* (0.060)	0.011 (0.390)	-0.020 (0.117)	-0.005 (0.696)	-0.053*** (0.000)	0.076*** (0.000)	0.081*** (0.000)	-0.034*** (0.007)		-0.014 (0.283)	0.002 (0.860)
12. <i>Lev</i>	-0.047*** (0.000)	-0.247*** (0.000)	-0.078*** (0.000)	0.035*** (0.000)	0.074*** (0.000)	-0.025** (0.046)	-0.061*** (0.000)	0.138*** (0.000)	0.135*** (0.000)	0.285*** (0.000)	-0.015 (0.243)		0.059*** (0.000)
13. <i>Growth</i>	-0.022*** (0.076)	0.096*** (0.000)	0.027*** (0.033)	-0.059*** (0.000)	-0.033*** (0.000)	0.029** (0.023)	0.154*** (0.000)	-0.291*** (0.000)	0.114*** (0.000)	-0.326*** (0.000)	0.001 (0.916)	0.037*** (0.004)	

各項變數定義如表 2。***表示達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準(單尾檢定)。右上為 Pearson 相關係數，左下為 Spearman 相關係，括號內為 p 值。

金流量與裁決性應計項目相關係數($\rho_{cfo,a}$)呈正相關,與應計項目的平穩化變數($IS1$)呈負相關,代表若有利用裁決性應計項目進行盈餘管理,會使得企業風險提高;與非營業損益盈餘管理工具之相關性均呈相似之相關性;與家族企業(*Family*)呈顯著正向相關,代表在單變量的相關性分析下,家族企業的權益資金成本較高。盈餘平穩工具有關變數 $\rho_{cfo,a}$ 、 $\rho_{OE, other}$ 、 $IS1$ 、 $IS2$ 與盈餘平穩化(*Smooth*)之相關性均符合本研究的預期,前兩者與*Smooth*呈現顯著正相關,後兩者($IS1$ 、 $IS2$)與*Smooth*呈現顯著負相關,表示兩項盈餘平穩工具可有達到盈餘平穩化的目的;與家族企業之積差相關係數為0.002(p 值=0.902),顯示家族企業與非家族企業在盈餘平穩化的目標上並無太大差別,但若以等級相關係數(-0.035***)來看,非家族企業比家族企業重視盈餘平穩化。而家族企業(*Family*)與盈餘平穩工具有關變數 $\rho_{cfo,a}$ 、 $\rho_{OE, other}$ 、 $IS1$ 、 $IS2$ 之相關性,則無太大顯著相關。

二、實證結果分析

(一)盈餘平穩化對權益資金成本之效果

此部分本研究探討盈餘平穩化是否可達成降低權益資金成本的效果。在表4中,本研究仍先以30%較低度盈餘平穩程度為篩選點,低於此篩選點的企業排除於分析樣本中,被解釋變數權益資金成本,以式(7)衡量而得,為期望權益資金成本進行線性迴歸分析。在Model 1中,只考慮盈餘平穩化衡量(*Smooth*)及控制變數,以*Smooth*之係數-0.012(t 值=-8.96),符合本研究H1,企業盈餘平穩化可降低權益資金成本,此種觀念也一直深植財務管理人心。其次,在Model 2中家族企業(*Family*)之係數0.143(t 值=2.11),意即家族企業較非家族企業之權益資金成

表4 家族企業、盈餘平穩化與權益資金成本

被解釋變數： <i>Rexp</i>	Model 1		Model 2	
	係數	t 值	係數	t 值
截距項	-2.017***	-5.84	-2.019***	-5.84
<i>Smooth</i>	-0.012***	-8.96	-0.012***	-8.95
<i>Family</i>			0.143**	2.11
<i>Lev</i>	-0.005***	-3.10	-0.005***	-3.08
<i>Size</i>	0.373***	17.73	0.366***	17.18
<i>BM</i>	0.667***	3.10	0.687***	3.18
<i>Growth</i>	0.003***	142.27	0.003	0.88
<i>Year-Dummy</i>		Yes		Yes
<i>Industry-Dummy</i>		Yes		Yes
樣本數		4,370		4,370
Adj R^2		0.879		0.879

1. 各項變數定義如表2所示。

2. ***表示達1%顯著水準,**表示達5%顯著水準,*表示達10%顯著水準(單尾檢定)。

本為高。此符合國內投資人對於股權集中的家族企業存在較高的風險貼水。

(二)盈餘平穩化方法與盈餘平穩化效果

表 5 為探討不同盈餘平穩化工具之盈餘平穩化效果。本研究設定以長期平穩化為企業盈餘管理之目標，但是企業盈餘平穩化與否，其實是一相對水準，在表 5 中所設定的盈餘平穩化水準是以所有樣本之盈餘平穩化衡量 (*Smooth*) 由小至大排序，取 30% 為截斷點，出現截斷點以下者視企業未進行盈餘平穩化，*Smooth* 設定為 0，採用 Tobit 模式進行相關實證分析。

在表 5 的 Model 1 與 Model 2，分別為考量是否各運用兩種盈餘管理工具達成平穩化，Model 3 同時列入兩種盈餘管理工具，Model 4 考慮家族企業 (*Family*) 及探討家族企業是否會運用不同的盈餘平穩工具達成盈餘平穩化的效果。各模型之 *Sigma* (σ) 值均低於以連續之盈餘平穩化衡量 (*Smooth*) 標準誤差及 *Sigma* (σ) 值均達顯著水準，表示採用 Tobit 模式進行分析可改善資料有必須篩選 (*censor*) 的問題存在。利用 Model 1 以及 Model 2 分析所得之 AIC 值分別為 59,676 與 59,606，Model 2 模式的配適度優於 Model 1，是故非營業損益盈餘平穩化工具在解釋盈餘平穩化上較裁決性應計項目為優。而各模型的 *IS1* 與 *IS2* 係數均顯著為正，代表企業有利用裁決性應計項目及非營業項目進行盈餘平穩化之盈餘管理，符合本研究之 H2a、H2b，裁決性應計項目與非營業項目等盈餘管理工具本身仍是一項風險因素，提高權益資金成本。在同時考量兩種盈餘平穩工具的 Model 3 中，*IS2* 的係數為 7.01 顯著高於 *IS1* 的係數 3.22，代表企業利用非營運項目達成盈餘平穩化的情形高於利用裁決性應計項目。

表 5 不同盈餘管理工具之盈餘平穩化效果

$Smooth_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IS1_{i,t} + \alpha_2 IS2_{i,t} + Controls + \varepsilon$								
	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	係數	t 值						
截距項	62.47***	13.55	57.78***	12.51	56.08***	12.12	53.76***	11.34
<i>IS1</i>	3.12***	4.21			3.22***	4.37	3.27***	2.20
<i>IS2</i>			6.97***	9.41	7.01***	9.49	11.41***	7.71
<i>Beta</i>	-15.53***	-14.09	-14.74***	-13.45	-15.00***	-13.68	-15.02***	-13.66
<i>Size</i>	0.23	0.74	0.35	1.13	0.36	1.17	0.38	1.21
<i>Negmi</i>	-38.16***	-45.33	-37.45***	-44.61	-37.52***	-44.75	-37.49***	-44.73
<i>Family</i>							2.82***	1.81
<i>Family</i> × <i>IS1</i>							-0.11	-0.06
<i>Family</i> × <i>IS2</i>							-5.84***	-3.43
<i>Sigma</i>	29.13***	111.60	28.97***	111.60	28.92***	111.60	28.90***	111.60
AIC	59,676		59,606		59,589		59,830	

1. 各項變數定義如表 2 所示。此表之相關資料，是考量若盈餘平穩性之衡量低於本研究樣本之較低 30% 者視之為企業未進行盈餘平穩行為。

2. ***表示達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準 (單尾檢定)。

在 Model 4 中，家族企業 (*Family*) 係數為 2.82 (t 值 = 1.81) 顯著為正，代表家族企業比較非家族企業有較高的盈餘平穩化。原因為何？有可能是家族企業有利用盈餘平穩化達到降低資金成本的需求或者是因存在較可能從事盈餘平穩化的組織特性，則有待進一步驗證。在比較家族企業會利用何種盈餘平穩化工具從事盈餘平穩的比較上，本研究以家族企業與盈餘平穩化工具的交乘項來衡量，首先，家族企業 (*Family*) 與裁決性應計項目平穩化變數 (*IS1*) 之交乘項係數為 -0.11 並不顯著，意含家族企業與非家族企業在應用裁決性應計項目平穩化工具上並無太大區別。其次，家族企業 (*Family*) 與非營業項目平穩化變數 (*IS2*) 呈現顯著負相關，交乘項係數為 -5.84，意含非家族企業較會運用非營業項目進行盈餘管理或者可謂家族企業較不會運用非營業項目進行盈餘管理，此與歐進士等 (2004) 之預期相反，但與薛健宏 (2008) 之研究發現 (高董監持股的企業多透過應計項目平穩盈餘) 相同。主要理由在於家族企業之控制權集中，有較高及較多途徑之盈餘管理工具選擇性，當採用裁決性應計項目不易被外界偵知的好處，而運用非營業項目交易須公告相關資訊的情況下，儘管其有必要進行盈餘平穩化，但是反而較不喜歡採用上述效果較佳的非營業項目交易進行盈餘平穩化。

其他控制變數中，企業規模 (*Size*) 對企業之盈餘平穩化程度未呈現顯著的關係，系統風險 (*Beta*) 與負盈餘變數 (*Negni*) 對盈餘平穩化程度衡量，則呈現顯著的負向關係，表示企業在系統風險較高及負盈餘的情況之下，存在不穩定狀態其盈餘平穩化的程度較低。

(三) 家族企業、不同盈餘平穩化工具對權益資金成本之效果

此部分本研究探討運用不同盈餘平穩化工具達成盈餘平穩化對權益資金成本之影響是否不同。在表 6 中，本研究仍先以 30% 較低度盈餘平穩程度為篩選點，低於此篩選點的企業排除於分析樣本外，被解釋變數為以式 (7) 衡量而得權益資金成本。在 Model 1 中，考慮有存在以裁決性應計項目盈餘平穩 (*IS1*) 及此盈餘平穩有達到盈餘平穩化效果 ($Smooth \times IS1$)，其次 Model 2 為考慮有存在以非營業項目盈餘平穩 (*IS2*) 及此盈餘平穩有達到盈餘平穩化效果 ($Smooth \times IS2$)，一致發現盈餘平穩的行為 (*IS1* 及 *IS2*) 均會導致資金成本的提高，亦即市場會察覺到此兩種行為所存在的風險，但是當此兩種行為目的有利於平穩盈餘時 ($Smooth \times IS1$ 和 $Smooth \times IS2$) 則可降低權益資金成本。Model 1 與 Model 2 之模型 Adj R^2 相同，但是兩模型的解釋變數不同，屬非巢狀 (no-nested) 關係，故本研究針對兩模型進行 Vount (1989) 所發展之 Vount's test 結果所得之 Z 值僅有 0.65，顯示不同盈餘平穩化工具對權益資金成本之影響模式之配適性並無差異。

表 6 的 Model 3 同時考量兩項盈餘平穩工具對權益資金成本之影響，與前兩者之 Adj R^2 相同，顯示增加一項盈餘平穩工具並未增加模型的解釋力。其次，比較兩種盈餘平穩化工具對權益資金成本之影響，*IS1* 及 *IS2* 之係數為正， $Smooth \times IS1$ 和

表 6 家族企業、不同盈餘平穩化工具與權益資金成本

被解釋變數： <i>Rexp</i>								
	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	係數	<i>t</i> 值						
截距項	-2.86***	-8.54	-2.77***	-8.14	-2.83***	-8.34	-2.84***	-8.35
<i>IS1</i> (α_1)	0.76***	5.8			0.52***	3.44	0.52***	3.46
<i>Smooth</i> × <i>IS1</i> (α_2)	-0.01***	-6.54			-0.01***	-3.68	-0.01***	-3.71
<i>IS2</i> (α_3)			0.76***	5.90	0.50***	3.41	0.49***	3.37
<i>Smooth</i> × <i>IS2</i> (α_4)			-0.04**	-2.44	-0.01***	-3.39	-0.01***	-3.35
<i>Lev</i> (α_5)	-0.06***	-2.78	-0.01***	-6.43	-0.01***	-2.75	-0.01***	-2.74
<i>Size</i> (α_6)	0.37***	17.65	0.37***	17.37	0.37***	17.56	0.36***	17.02
<i>BM</i> (α_7)	0.72***	3.30	0.70***	3.22	0.71***	3.25	0.73***	3.34
<i>Growth</i> (α_8)	0.29	1.06	0.29	0.92	0.26	0.94	0.26	0.95
<i>Family</i> (α_9)	0.16**	2.03	0.16**	1.96	0.14**	2.12	0.14**	2.13
<i>Year-Dummy</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>Industry-Dummy</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
樣本數	4,370		4,370		4,370		4,370	
Adj <i>R</i> ²	0.878		0.878		0.878		0.878	

1. 各項變數定義如表 2 所示。

2. ***表示達 1% 顯著水準，**：表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準（單尾檢定）。

Smooth × *IS2* 之係數為負，雖然 *IS2* 及 *Smooth* × *IS2* 係數值為顯著且大於不顯著的 *IS1* 及 *Smooth* × *IS1* 係數值，但是經檢定，*IS1* 及 *IS2* 係數差異未達顯著差異 (*F* 值 = 0.32)，*Smooth* × *IS1* 與 *Smooth* × *IS2* 之係數差異亦未達顯著差異 (*F* 值 = 0.45)，是故不同的盈餘管理工具對權益資金成本之影響並無太大差異，意即市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之盈餘平穩化之效果。

此符合本研究之 H3 之預期及本研究的主要論點，長期盈餘平穩化為獲得較低資金成本的重要依據，利用人為盈餘管理方法則讓投資人警覺到風險訊息，但是企業若利用盈餘管理方法達成盈餘平穩目標時，則可降低（彌補）投資者的風險意識。但是，投資人並未在意管理者採用何種方法達成盈餘平穩化，事實上，如前所述，兩種方法除了對盈餘平穩效果存在差異外，因為其特質不同，亦會對企業未來績效有潛在地影響效果。但是，本研究所看的是長期的盈餘平穩化效果對權益資金成本的影響，是故，投資者也未去區分何種盈餘管理方法所產生的影響。

綜上分析，企業運用不同的盈餘平穩化工具有盈餘管理意含，對投資者而言，增加財務報導資訊之不確定性，增加風險而要求更高的風險溢酬，但是若盈餘管理可達成盈餘平穩之目的時，又令投資者對企業之財務結果有較高的信賴感。但市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之權益資金成本效果。

三、敏感性檢定

(一)兩階段分析

本研究之推論是企業藉由盈餘管理工具達成盈餘平穩化，但探討的是以實際盈餘平穩化衡量變數，探討盈餘平穩化可否達到降低權益資金成本的目的。此部分，本研究將相關的推論予以結合。第一階段先以盈餘管理工具及家族企業決定盈餘平穩化水準之預測值（與表 5 採同樣的方法），再以此預測值探討其對權益資金成本之效果。

結果顯示在表 7，儘管在第一階段，管理當局考量其企業特性採用不同的盈餘工具進行盈餘平穩化，但是在第二階段的迴歸分析中，並未看出在各種盈餘管理工具下所得之盈餘平穩化對權益資金成本有顯著的差異影響。

表 7 家族企業、盈餘平穩化與權益資金成本—兩階段分析

$\text{Smooth} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{IS1} + \alpha_2 \text{IS2} + \alpha_3 \text{Family} + \alpha_4 \text{IS1} \times \text{Family} + \alpha_5 \text{IS2} \times \text{Family} + \text{Controls} + \varepsilon$ $\text{Rexp} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PreSmooth} + \alpha_2 \text{Lev} + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 \text{BM} + \alpha_5 \text{Growth} + \text{Year-Dummy} + \text{Industry-Dummy} + \varepsilon_{i,t}$						
第一階段：盈餘管理方法與家族企業對盈餘平穩化的影響						
	Model 1		Model 2		Model 3	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	62.46***	13.55	55.46***	12.12	53.76***	11.34
IS1	1.26***	4.21			3.27**	2.20
IS2			13.02***	6.41	11.16***	7.71
Family	3.38***	4.07	1.72	1.05	2.82*	1.81
IS1×Family	2.84	1.6			-0.11	-0.06
IS2×Family			-6.54***	8.51	-5.84***	-3.43
Beta	-17.29***	-14.09	-16.55***	-16.26	-15.02***	-13.66
Size	0.29	0.55	0.464	1.55	0.38	1.21
Negni	-47.28***	-45.33	-46.38***	-45.33	-37.49***	-44.73
第二階段：以盈餘平穩化預測值評估對權益資金成本的影響						
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
截距項	1.38	4.78***	1.49	5.14***	1.52	5.27***
PreSmooth	-0.02***	-18.92	-0.02***	-17.93	-0.02***	-18.01
Lev	-0.01***	-4.45	-0.01***	-4.44	-0.01***	-4.30
Size	0.37***	21.08	0.37***	21.21	0.37	21.28
BM	-0.96***	-3.41	0.87***	-3.08	0.85***	-3.01
Growth	0.30	1.20	0.31	1.23	0.29	1.18
Year-Dummy	Yes		Yes		Yes	
Industry-Dummy	Yes		Yes		Yes	
Adj R ²	0.878		0.878		0.878	
樣本數	3,738		3,738		3,738	

(二)以實現股票報酬為權益資金成本 (R)

根據 Francis et al. (2004) 研究，其認為符合模式符合大樣本，假設理性預期（投資者對未來的期望報酬與實現的報酬相同）時，可以實現的股票報酬為權益資金代理變數的需求，尤其本研究樣本屬跨期及且沒有分析師預期報酬資料提供的樣本問題下，利用實現股票報酬為權益資金成本。是以本研究另以實現股票報酬 (R) 為權益資金成本補充分析如表 8 所示。在以預期之權益資金成本 (Rexp) 為權益資金成本之代理變數之模式，因為在求算 Rexp 時 (如式 (1))，已考慮系統風險 (Beta)，故分析模式未將系統風險納入解釋變數中。但是，表 8 之實現股票報酬 (R) 是以企業當年度實現之股票報酬衡量，故在表 8 權益資金成本之代理變數的解釋變數多加入了系統風險 (Beta)，結果發現系統風險均顯著為正。致於兩種盈餘平穩工具 (IS1 及 IS2、Smooth × IS1 及 Smooth × IS2) 之效果與表 6 以預期之權益資金成本 (Rexp) 為權益資金成本之代理變數之模式之結果一致。

表 8 實現股票報酬為權益資金成本 (R)

被解釋變數：R	(0.1, 0.9) ^a		(0.2, 0.8) ^a		(0.4, 0.6) ^a		(0.5, 0.5) ^a	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
截距項	90.98***	7.68	97.58***	8.13	101.34***	7.66	91.36***	6.97
IS1	1.59	0.36	5.98	1.21	-2.28	-0.31	-13.08	-1.49
Smooth×IS1	-0.12***	-2.23	-0.20***	-3.34	-0.10	-1.08	0.01	0.05
IS2	10.75***	2.38	11.41**	2.27	24.06**	3.33	16.00*	1.85
Smooth×IS2	-0.10***	-1.93	-0.11*	-1.78	-0.24***	-2.71	-0.17*	-1.64
Beta	26.55***	8.79	27.14***	8.77	29.33***	8.42	28.79***	8.06
Lev	-0.14***	-2.47	-0.07	-1.28	0.00	-0.01	-0.01	-0.14
Size	-2.71***	-3.54	-3.07***	-3.97	-3.81***	-4.5	-3.22***	-3.86
BM	-0.02***	-19.81	-0.02***	-18.89	-0.02***	15.18	-0.02***	-13.17
Growth	0.07***	7.21	0.06***	6.48	0.04***	4.11	0.03***	3.07
Family	4.78	1.33	3.17	0.85	1.50	0.35	-4.16	-0.97
Family×IS1	2.56	0.66	4.76	1.21	7.28*	1.66	10.84**	2.50
Family×IS2	-6.61*	-1.71	-6.96*	-1.76	-8.58*	-1.93	-4.18	-0.94
Year-Dummy	Yes		Yes		Yes		Yes	
Industry-Dummy	Yes		Yes		Yes		Yes	
樣本數	5,618		4,994		3,745		3,121	
Adj R ²	0.21		0.22		0.20		0.22	

a 若為 (0.1, 0.9) 表示考量若盈餘平穩性之衡量低於本研究樣本之較低 10% 者視之為企業未進行盈餘平穩行為，故排除於研究樣本，同樣若為 (0.2, 0.8) 則刪除門檻設在 20%。

1. 各項變數定義如表 2 所示。

2. ***表示達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準 (單尾檢定)。

(三)裁量性應計項目之穩健性檢定

參考現有廣泛被採用裁量性應計項目之衡量⁴，本研究採用Jones模型（簡稱J模型，1991）、修正的Jones模型（簡稱MJ模型，Dechow, Sloan, and Sweeney, 1995）、Dechow and Dichev（簡稱DD模型，2002）模型進行穩健性檢定。由於本文之McNichols模型（簡稱M模型，2002）是綜合考量J及DD模型，所以M與DD模型所得之 $\rho_{cfo,a}$ 值之Pearson相關係數高達0.814，所得之IS1之Pearson相關係數高達0.667。其次，MJ模型是修正J模型而得，兩模型所得之 $\rho_{cfo,a}$ 值之Pearson相關係數高達0.956，所得之IS1之Pearson相關係數高達0.875。而MJ模型與M模型兩模型所得之 $\rho_{cfo,a}$ 值之Pearson相關係數為0.488，所得之IS1之Pearson相關係數為0.572。將J模型、MJ模型與DD模型所得之MJ模型是修正J模型而得之 $\rho_{cfo,a}$ 值及IS1驗證本研究之相關效果與以本文M模型所得之結論相同。

伍、結論

本研究主要是探討家族企業、盈餘平穩化與權益資金成本之關聯性，同時探討企業是否運用裁決性應計數及非營業損益兩種盈餘管理工具進行盈餘平穩化，對權益資金成本之影響是否不同。

本研究發現企業進行長期盈餘平穩化，確實有助於降低權益資金成本。而企業有利用裁決性應計項目及非營業項目進行盈餘平穩化之盈餘管理，且企業利用非營運項目達成盈餘平穩化的情形高於利用裁決性應計項目達成盈餘平穩化。與預期不同的是家族企業較不會運用非營業項目進行盈餘管理，此與歐進士等（2004）之預期相反，但與薛健宏（2008）之研究發現（高董監持股的企業多透過應計項目平穩盈餘）相同，可能是家族企業之控制權集中，有較高及較多途徑之盈餘管理工具選擇性，當採用裁決性應計項目有不易被外界偵知的好處，而運用非營業項目交易須公告相關資訊的情況下，儘管其有必要進行盈餘平穩化，但是反而較不喜歡採用上述效果較佳的非營業項目交易進行盈餘平穩化。

兩種盈餘管理行為與過去的研究相同，投資者會視之為風險因素，導致權益資金成本的提高。但是，當此兩種行為目的在於平穩盈餘時則可降低權益資金成本。比較兩種盈餘管理工具對權益資金成本之影響並無太大差異，意即市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之盈餘平穩化之效果。加入家族企業變數，及家族企業運用不同盈餘管理工具對權益資金成本之影響，除了未發現家族企業與非家族企業在權益資金成本上有重大差異外，也未發現家族企業運用不同的盈餘管理工具對權益資金成本造成重大的差異效果。

綜上所述，企業運用不同的盈餘平穩化工具有盈餘管理意含，對投資者而言，增加財務報導資訊之不確定性，增加風險而要求更高的風險溢酬，但是若盈餘管理

⁴ Dechow, Ge, and Schrand (2010) 有針對裁量性應計項目相關之回顧與探討。

可達成盈餘平穩之目的時，又令投資者對企業之財務結果有較高的信賴感。但市場無法分辨不同的盈餘管理工具所造成之盈餘平穩化之效果，也未能分辨家族企業是否運用不同的盈餘管理工具。

本研究結果，讓我們進一步從比較長期的角度瞭解財務資訊對權益資金成本的影響。儘管本研究已將盈餘平穩化需求因素（降低權益資金成本）考量在內，但是企業資金的供需狀態不一，形成未能加以控制的成份，未來研究可將企業資金供需狀態加以控制，降低財務資訊提供意願的雜訊，以得更精確之研究效果。

參考文獻

- 林嬋娟、薛敏正與蘇逸穎，2002，預期盈餘與盈餘平穩化實證研究，證券市場發展季刊，第14卷第1期：139-148。
- 林嬋娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第48期：1-33。
- 柯承恩，1998，家族控股、集團企業與盈餘管理之研究，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，NSC 88-2416-H-002-012。
- 王萬成、高祥恒，2005，裁決性應計項目、衍生性金融商品與損益平穩化，中華會計學刊，第5卷第2期：143-168。
- 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：29-62。
- 曹壽民、陳光政、紀信義與羅秀玲，2009，股權結構、盈餘管理與公司價值：衍生性金融商品與異常應計項目的角色，會計學報，第1卷第2期：63-91。
- 黃志仁、廖彩伶與陳于格，2009，現金增資之盈餘管理行為：裁決性應計項目與業外損益之整合性決策，當代會計，第10卷第1期：63-98。
- 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：181-206。
- 蔡知伶，2007，盈餘品質與內部人交易對權益資金成本之影響，中國文化大學會計研究所未出版碩士論文。
- 薛健宏，2008，董監持股、盈餘平穩化與企業風險之關連性研究，會計評論，第46期：107-130。
- Aboody, D., J. Hughes, and J. Liu. 2004. Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 43 (5):651-673.
- Ali, A., T. Chen, and S. Radhakrishnan. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44 (1-2): 238-286.
- Amihud, Y., and H. Mendelson. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics* 17 (2): 223-249.
- Ayres, F. L. 1994. Perceptions of earnings quality: What managers need to know. *Management Accounting* 75 (3): 27-29.
- Barton, J. 2001. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review* 76 (1):1-26.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68 (4): 840-855.

- Bricker, R., G. Previts, T. Robinson, and S. Young. 1995. Financial analyst assessment of company earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 10 (3): 541-553.
- Buckmaster, D. A. 2001. Gary Previs and Robert J. Bricker eds., *Development of the Income Smoothing Literature 1893-1998: A Focus on the United States (Studies in the Development of Accounting Thought, Volume 4)*. UK: Elsevier Science Ltd.
- Chaney, P. K., and C. M. Lewis. 1995. Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance* 1 (3-4): 319-345.
- Copeland, R. M. 1968. Income smoothing. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies Journal of Accounting Research* 6 (Supplement): 101-116.
- Dechow, P., and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35-59.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- Dechow, P. M., and W. Ge. 2006. The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies* 11 (2-3): 253-296.
- Dechow, P. M., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2-3): 344-401.
- Demski, J. 1998. Performance measure manipulation. *Contemporary Accounting Research* 15 (3): 261-285.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 145-176.
- Easley, P., and M. O'hara. 2004. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance* 59 (4): 1553-1583.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47 (2): 427-465.
- Francis, J., R. LaFond, R. M. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (4): 967-1010.
- Francis, J., R. LaFond, R. M. Olsson, and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 295-327.
- Gaver, J. J., K. M. Gaver, and J. R. Austin. 1995. Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics* 19 (1): 3-28.
- Gordon, M. J. 1964. Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review* 39 (2): 251-263.

- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3): 3-73.
- Healy, 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3): 85-107.
- Hepworth, S. R. 1953. Smoothing periodic income. *The Accounting Review* 28 (1): 32-39.
- Hirshleifer, D., K. Hou, and S. H. Teoh. 2009. Accrual, cash flows, and aggregate stock return. *Journal of Financial Economics* 91 (3):389-406.
- Huang, P., Y. Zhang, D. R. Deis, and J. S. Moffitt. 2009. Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? *Journal of Banking and Finance* 33 (2): 224-233
- Jaggi, B., and P. Lee. 2002. Earnings management response to debt covenant violations and debt restructuring. *Journal of Accounting Auditing and Finance* 17 (4): 295-324.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Kraft, A., A. J. Leone, and C. Wasley. 2006. An analysis of theories and explanations offered for mispricing of accruals and accrual components. *Journal of Accounting Research* 44 (2): 297-339.
- Khan, M. 2008. Are accruals mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. *Journal of Accounting and Economics* 45 (1): 55-77.
- La Porta, R. 1996. Expectations and the cross-section of stock. *The Journal of Finance* 51 (5):1715-1742.
- Leuz, C., and R. Verrecchia. 2004. Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Leuz, C., and P. Wysocki. 2008. Economics consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research. Working Paper, University of Chicago.
- McNichols, M. F. 2002. Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 61-69.
- Moses, O. D. 1987. Income Smoothing and Incentives: empirical tests using accounting changes. *Accounting Review* 62 (2): 358-377.
- Ng, J. 2005. Distress risk information in accruals. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Pittman, J. A., and S. Fortin. 2004. Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics* 37 (1): 113-136.

- Richardson, S. A., R. G. Sloan, M. T. Soliman, and I. Tuna. 2005. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 39 (3): 437-485.
- Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (3): 289-315.
- Sweeney, A. P. 1994. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics* 17 (3): 281-308.
- Trueman, B., and S. Titman. 1988. An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 127-139.
- Verrecchia, R. E. 2001 Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1-3): 97-180.
- Vuong, Q. 1989. Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica* 57: 307-333.
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44 (3): 619-656.
- Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory* (1st ed.). Englewood Cliffs, NY: Prentice-Hall.
- Xie, H. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76 (3): 357-373.

