

# 中華管理評論 國際學報

Web Journal of Chinese Management Review

2013 年 2 月第十六卷一期 • Vol. 16, No. 1, February 2013

## 台灣電子業公司治理與盈餘管理對公司 績效之影響

黃寶玉 倪衍森 柯沂均

<http://cmr.ba.ouhk.edu.hk>

# 台灣電子業公司治理與盈餘管理對公司績效之影響

黃寶玉 倪衍森 柯沂均

## 摘要

本研究乃以上市電子公司為研究對象來探討公司治理、盈餘管理對公司績效影響，雖然公司治理課題在金融海嘯後，重要性與日劇增，而且這方面的課題被探討的也不少，然而綜觀其相關文獻，發覺將公司治理、盈餘管理及公司績效作整合性地著墨並不多見，應為值得探討之研究課題，並經由本研究有以下之重要發現：其一盈餘管理對公司績效變數，舉凡資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘呈現負向影響，然而盈餘管理對 Tobin's Q 反而有正向的影響，是以盈餘管理有助於降低獲利波動性，似有助於 Tobin's Q 的提升。其二為董監事持股與資訊透明度對盈餘管理呈負向影響，亦為董監事持股低與資訊透明度低的企業，比較多著墨於盈餘管理。其三盈餘管理其與董事長兼總經理的交乘項會降低裁決性應計項目對公司績效變數的負面影響，此說明董事長兼總經理的企業比較有操控盈餘管理能力。

關鍵字：公司治理、盈餘管理、經營績效

---

黃寶玉 東吳大學國際經營與貿易學系

倪衍森 淡江大學管理科學學系

柯沂均 淡江大學管理科學學系

## 壹、緒論

公司治理是泛指公司管理與監控的方法，1997年亞洲金融危機發生後，強化公司治理機制被認為是企業對抗危機的良方，1998年經濟合作暨開發組織(OECD)部長級會議明白揭示，亞洲企業無法提昇國際競爭力之關鍵因素之一，即是公司治理運作未上軌道所致。2001年美國安隆案(Enron)後陸續引發的金融危機，促使美國針對企業管控問題採取積極作為，遂有沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)之公布；台灣於2006年亦將公司治理原則法制化，使其具有法律之約束力，以期完善公司治理制度，Shleifer & Vishny (1997)認為公司治理的觀點即是「代理問題」，並指出公司治理的目的是確保公司外部投資者權益。

Jensen & Meckling (1976)指出現今企業所有權與控制權分離的結果容易導致代理問題，在資本市場具有效率性下，理性投資者會給予治理機制不佳公司較低的評價(Jensen & Meckling, 1976)，相關研究指出公司治理可影響公司績效並為公司取得較低的資金成本並影響股票的報酬(Shleifer & Vishny, 1997; Turnbull, 1997)，其可能原因是公司治理較不好的公司將增加代理成本，例如管理者的管理懈怠、過度投資及特權消費等，隨著代理成本實現時，投資者將降低對公司預期的現金流量，因而降低股票的價格(Gompers et al., 2003; Klapper & Love, 2004)。

近年來公司治理相關課題逐漸受到重視，各界體認到公司治理從消極防弊轉變成積極興利的工具，研究顯示公司治理愈佳，公司績效愈高(沈中華、林昆立, 2008; Huson et al., 2001; Black et al., 2002; Gompers et al., 2003; Klapper & Love, 2004)。所以完善的公司治理制度可以提高董事會的決策品質、經營績效及財務報表的可靠性，有效地降低代理問題，以提升公司的經營績效與價值；反之企業進行盈餘管理、交叉持股及特權消費等事項都可能傷害外部股東權益。

由於外部投資者不易了解公司真正經營情況，若管理者是基於個人利益為考量，就有可能會去進行盈餘操弄或盈餘管理，而危害外部投資者、股東及利害關係人的利益。Schipper (1989)指出盈餘管理是為了獲得某種私人利益，而並非僅僅為了中立地處理經營活動，對外部財務報告進行有目的的干預；Healy & Wahlen (1999)認為當管理者在編製財務報告和進行經濟交易時，運用判斷改變財務報告，從而誤導一些利益相關者對公司根本經濟收益的理解，或者影響根據報告中會計數據形成的結果，就產生了盈餘管理。Scott &

Wier (2000) 則指出只要企業的管理人員有選擇不同會計政策的自由，必定會選擇使其效用最大化或使企業的市場價值最大化的會計政策，即所謂的盈餘管理。

從事盈餘管理的公司，其典型特徵是公司治理不佳、交叉持股、高財務槓桿及財務困難等；Klein (2002) 指出董事會獨立董事比例愈高的公司，其所揭露盈餘品質會較佳。Leuz et al. (2003) 指出股權結構比較集中且外部投資法法規比較薄弱的公司，有更多誘因去操弄公司績效。Hunton et al. (2006) 認為當公司財務報表的透明度較低時，公司治理較差，管理者認為盈餘操弄的行為較不會被查覺，且對公司股價會有提升的效果，故進行盈餘管理的動機會比較強。張瑞當、方俊儒與曾玉琦 (2007) 指出隨著公司法人機構持股比率及董監事將其股權質押比率的提高，會更加深因持股高與董事會規模的擴大，較能發揮監督之功能，而能抑制因股份盈餘偏離差所引發之盈餘管理行為。

綜合上述可知公司治理會影響公司績效與盈餘管理，然而相關文獻將公司治理、盈餘管理及公司績效做整合性地研究不多；所以本文主要研究目的有三，首先探討公司治理對公司績效之影響，其次探討公司治理對盈餘管理之影響，最後探討公司治理是否會透過盈餘管理影響公司績效。此外台灣電子產業佔工業產值比重最高，對於台灣經濟有舉足輕重的地位；電子股佔台股市值與成交值比重亦最大，然而投資人購買電子股的比重較高，但為何長期而言，其獲利反而不如績優傳統產業股穩健，例如台塑、中鋼等，是否其公司治理不佳或會計上有瑕疵（如衛道、博達等）？此為本文以台灣證券交易所上市電子公司為實證對象之主因。

本文研究期間為 2005 到 2008 年，經由 Panel Data 模型實證發現，其一盈餘管理對財務績效變數，舉凡資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘呈現負向影響，然而盈餘管理對公司價值變數 Tobin's Q 反而有正向的影響，是以盈餘管理有助於降低獲利波動性，似有助於公司價值的提升。其二為董監事持股與資訊透明度對盈餘管理呈負向影響，亦為董監事持股低與資訊透明度低的企業，比較多著墨於盈餘管理。其三盈餘管理其與董事長兼總經理的交乘項會降低裁決性應計項目對財報績效變數的負面影響，此說明董事長兼總經理的企業比較有操控盈餘管理能力。

此外本研究下列章節的鋪陳如下：第二部份為研究假說與文獻探討，第三部份為研究對象與變數定義，第四部份為研究方法與結果分析，第五部份則為結論與建議。

## 貳、研究假說與文獻探討

本文探討公司治理與盈餘管理對公司價值之影響，茲將探討公司治理與公司績效、盈餘管理與公司績效之相關文獻，並將研究假說與相關文獻彙整說明如下：

### 一、公司治理與公司績效

近年來公司治理良莠與否已成為投資人審慎評估的因素，Black et al. (2002) 探討公司治理機制與經營績效之關連性，發現公司治理標準較高的公司，在 Tobin's Q 和市價淨值比的兩個績效指標上，都顯著高於治理標準低的公司；Klapper & Love (2004) 研究十四個新興股票市場，指出公司治理與公司經營績效及價值呈正相關；Gompers et al. (2003) 研究發現公司治理影響其股票報酬，認為公司治理較不好的公司，將引起代理成本的增加，而投資者往往會沒有預期而低估這些增加的代理成本，隨著這些代理成本實現時，投資者將降低對公司預期的現金流量，因而降低股票的價格。沈中華與林昆立 (2008) 透過內生性轉換模型檢視公司治理對基本財務資訊與股票報酬間之影響關係，將公司治理區分為好的公司治理與不好的公司治理，探討其對股票報酬的影響，指出公司治理確實與公司價值、經營績效與股票報酬有相關，文獻皆說明良好的公司治理可提昇公司價值，因此建立研究假說 1，並探討公司治理重要變數與公司價值之關連性。

**H1: 公司治理越好，公司績效越好。**

H1-1 董事長兼總經理對公司績效有負向影響

H1-2 董監持股比率對公司績效有正向影響

H1-3 董監質押股比率對公司績效有負向影響

H1-4 股權集中度比率對公司績效有負向影響

H1-5 資訊透明度對公司績效有正向影響

H1-6 外資持股比率對公司績效有正向影響

#### (一) 董事長兼總經理與公司績效

相關文獻普遍指出由董事長兼任總經理與公司經營績效成反比，表示一個有權力的總經理可能會損害公司績效或剝奪股東財富，而增加公司發生舞弊的

可能性 (洪榮華等人, 2005; Fuerst & Kang, 2000; Sharma, 2004), 由於董事長兼任總經理容易造成董事會被管理者支配, 並喪失自主性, 可能無法絕對客觀與公正, 而造成更為嚴重的代理問題 (Dalton & Kesner, 1987; Rechner & Dalton, 1989; Yermack, 1996)。

## (二) 董監質押比率與公司績效

董監事持股質押比率愈高的公司, 董事會與外部股東利益之間的一致性會降低, 隨著大股東股權質押比率愈高, 其介入股市程度愈深, 則公司績效愈差, 莊嘉建與呂佩蓉 (2008) 實證指出董監事質押比率對公司經營績效有顯著負向影響。李馨蘋與莊宗憲 (2007) 研究發現董監事質押比率對財務危機機率呈顯著正向關係, Lee & Yeh (2004) 亦實證顯示發生財務困難的企業, 公司大股東股權質押比率顯著高於財務正常公司。

## (三) 董監事持股比率與公司績效

Brickley et al. (1988) 指出大股東持股率較高時, 較願意花費時間與成本去監督企業經營, 代理問題將趨於和緩, 公司績效也會較好。Wong & Yek (1991) 研究發現當董事會持股比率小於 5% 時對公司績效影響不顯著; 持股比率介於 5%~25% 時, 持股比率與公司績效呈正相關, 持股比率介於 25%~45% 時, 持股比率與公司績效呈負相關, Barnhart & Rosenstein (1998) 實證指出管理者持股對公司績效有曲線關係。Kumar (2004) 發現當投資人或管理者擁有公司所有權超過一定門檻時, 會對公司經營績效造成影響。台灣研究顯示董監事持股與經營績效成正相關, 董監事持股愈高, 企業愈不容易發生財務危機 (鄭桂蕙等人, 2006; 廖秀梅等人, 2006; 林郁翎、黃建華, 2009)。洪榮華等人 (2005) 實證發現當內部人持股率上升時, 公司績效會先降後升; 大股東持股率及外部董事比例愈高, 公司績效愈好; 若總經理兼任董事長, 對公司績效有不利的影響; 而股權集中度及機構人持股率較高, 反而損及公司績效。

## (四) 股權集中度與公司績效

根據「利益收斂假說」, 若股權集中於大股東手中, 則大股東會有較大的誘因監督管理者, 可以降低代理問題, 提高公司價值 (Jensen & Meckling, 1976), Hill & Snell (1989) 假設股權結構透過有監督功能的股東影響企業生產力, 研究結果顯示股權較集中的公司有較佳的生產力。而在「利益掠奪假說」下, 認為股權愈集中, 則對公司績效會產生負面影響, 即公司股權愈分

散，對公司價值才是正向影響，Shleifer & Vishny (1997) 提出大股東可以藉由掌控公司決策，增進自己的財富，侵害小股東的權益，導致公司治理不佳。Bennedsen & Wolfenzon (2000) 指出公司控制權若分散在若干大股東間，因任一位大股東並未擁有絕對控制權力，反而可視為公司減少對外部股東剝削的承諾。洪榮華等人 (2005) 探討股權結構與公司績效關係，其實證結果顯示股權集中度與公司績效呈顯著負相關，此結果可能係因為研究期間爆發多件地雷股事件，使得市場對股權集中有所遲疑。

### (五) 資訊透明度與公司績效

Kesner (1987) 認為公司治理因首重資訊透明度，資訊透明度又可分為許多方面來探討，本研究主要以財務資訊之揭露為主，投資者或政府得以監控管理當局，使企業代理問題得以減輕，進而獲得較佳的經營績效。Chen & Jaggi (2000) 指出企業體的資訊揭露越充足，越有益於投資人與債權人尋找最佳的投資機會，將資金導入生產力最高的企業，進而促成資源有效分配，因此資訊揭露效益除提升企業營運價值外，亦有助於企業整體之經營績效的提昇。湯明哲 (2003) 研究歐洲、美國以及日本超過 1600 家公司獲利能力排名前 10% 與後 10% 的公司，其整體營運績效表現的優劣與訊揭露的透明程度的相關性，結果發現公司績效與資訊透明度成正相關。

台灣研究亦顯示資訊透明度對公司價值有正向影響，江向才與何里仁 (2003) 研究探討資訊透明度與企業經營績效間之關係，實證發現在財務透明度與資訊揭露方面，經營成果 ROA、ROE 及 EPS 與資訊揭露呈顯著正相關，在董事會與管理架構之揭露程度與經營績效無法檢定出相關性。高蘭芬等人 (2006) 以席次控制權作為控制權之衡量重點，檢驗台灣電子業上市公司控制權與現金流量權的偏離與否，研究指出資訊透明度與公司績效成正相關。因此資訊透明度對於提升公司價值有一定程度的影響力，企業可透過提升資訊透明度，來降低成本與增進公司價值。

### (六) 外資持股比率與公司績效

由於機構投資人在資訊的取得與和蒐集相較於散戶投資人具有優勢，比散戶更會利用當期資訊來預測未來盈餘，所以當機構投資人持股比例增加時，股價應會反映更多未來盈餘資訊 (Rajgopal & Venkatachalam, 1997; Bartov et al., 2000; Jiambalvo et al., 2002)，相關研究即指出外資偏好持有規模較大、外銷比率較高、股票周轉率與獲利性較佳的公司 (Dahlquist & Robertsson, 2001; Chiang & Kuo, 2004)，Gorton & Schmid (2000) 即研究指出大型機構投資人持

股比重越高時，公司價值也會越高，所以外資持股比率應與公司績效呈正相關。

## 二、盈餘管理與公司績效

企業進行盈餘管理動機很多，可能與管理者獎酬制度、美化財務報表、掩飾虧損或為了籌措更多資金等有關，Fields et al. (2001) 認為管理者進行盈餘管理前會預估該盈餘管理行為的效益；若預期效益不高，則不會進行盈餘管理。而公司管理當局和外部人士間是否存在資訊不對稱之情況，是影響盈餘管理預期效益的重要因素。Yoon & Miller (2002) 探討韓國企業的營運績效與盈餘管理關係，實証指出當公司績效差時，公司傾向於選擇增加收入的盈餘管理。高蘭芬與邱正仁 (2002) 研究發現董監事持股質押對盈餘資訊與股票報酬相關性的弱化效果，在虧損公司及股價表現不佳公司會較嚴重，且在非電子類股會較電子類股嚴重，因電子業需專業團隊，代理問題較輕。

Hirst et al. (2003) 認為當管理當局和外部人士之間不存在資訊不對稱時，因進行盈餘管理較可能被投資者發現而影響公司的股票價格，或是傷害管理者的聲譽，則其進行盈餘管理的意願較低。李春安與蕭小芬 (2003) 探討現金增資核准前一年盈餘管理操弄對現金增資核准年一年股價報酬的影響，研究指出現金增資公司在區分成盈餘管理與無盈餘管理操弄之公司後，有盈餘管理的公司，在現金增資核准前一年盈餘管理操弄對現金增資核准年一年股價報酬有顯著影響，但操弄程度越大則影響越低。Hunton et al. (2006) 的研究也顯示，當公司財務報表的透明度較低時，管理者認為盈餘操弄的行為較不會被查覺，且對公司股價會有提升的效果，故進行盈餘管理的動機會比較強。上述文獻說明盈餘管理對公司績效有顯著影響，故本研究建立假說 2 探討公司治理重要變數與公司價值之關連性。

**H2: 管理當局從事盈餘管理程度愈小，公司績效愈佳。**

## 三、公司治理與盈餘管理

Dechow et al. (1996) 研究違反一般公認會計原則的公司，其公司治理與盈餘管理之關係，並探討當其盈餘管理被公佈時，市場的反應，實證顯示公司治理愈差的公司，其盈餘管理越嚴重，並且發現公司治理較差的公司有以下特徵，即董事長兼總經理、內部董監事比例過高、內部董監事持股比例過高及未設審計委員會。Fan & Wong (2002) 以七個東亞經濟體為研究對象，研究公司股權結構與盈餘資訊內涵之關係，結果亦指出公司治理愈差的公司，其盈餘管理愈嚴重。



在公司治理重要變數與盈餘管理方面，Leuz et al. (2003) 指出股權結構比較集中且外部投資法法規比較薄弱的公司，有更多誘因去操弄公司績效。Park & Shin (2004) 探討加拿大公司的董事會組成與盈餘管理之關係，研究發現，在一般產業方面，外部董事不能降低盈餘管理，但金融業外部董事可以降低盈餘管理，法人股東擔任董事更可以減少盈餘管理，該研究特別提出在股權集中度高的公司或外部董事市場未發展完善國家，無法只用單一指標改善公司治理，近一步降低盈餘管理。Hunton et al. (2006) 研究顯示當公司財務報表的透明度較低時，管理者認為盈餘操弄的行為較不會被查覺，且對公司股價會有提升的效果，故進行盈餘管理的動機會比較強。

台灣研究方面，Chung et al. (2002) 研究指出大型機構投資人的存在，可以抑制管理者基於自利動機之盈餘管理行為。高蘭芬與邱正仁 (2002) 發現董監事持股質押比率會提高控制股東進行盈餘管理的動機，而減低財務報導的可信度。張瑞當等人 (2007) 探討管理當局持股和其盈餘操弄行為之關係，指出隨著董監事將其股權質押比率的提高，會加深因股份盈餘偏離差所引發之盈餘管理行為；然而，隨著公司法人機構持股比率的提高，與董事會規模的擴大，因較能發揮監督之功能，故能抑制因股份盈餘偏離差所引發之盈餘管理行為。方俊儒等人 (2008) 研究設置獨立董監事對公司績效或盈餘品質之影響，再以控制持股率和超額持股率做為調節變數，檢驗獨立董監事功能之發揮，是否會受到最終控制股東控制權的影響，實證指出獨立董監事之設置與公司績效呈正向相關，亦即隨著獨立董監事之比率愈高，公司經營績效愈佳。

相關文獻說明公司治理愈佳，操弄盈餘管理的情況較小，因此本文建立研究假說3探討公司治理重要變數與公司價值之關連性。此外過去研究顯示盈餘管理與公司治理對於經營績效雖有直接影響，然而探討此三者間之關連性的研究不多，因而引發本文進一步驗證當盈餘管理為中介變數時，能否增強其他變數對於經營績效之影響，是以本研究建立假說4探討公司治理、盈餘管理及公司績效三構面之相關因素及其相互之關連性。

**H3: 公司治理愈佳，管理當局從事盈餘管理的程度會愈小。**

**H4: 公司治理透過盈餘管理正向影響公司績效。**

## 參、研究對象與變數定義

### 一、研究對象

本文研究對象為台灣證券交易所列之上市電子公司，共計 310 家公司，研究期間為 2005 到 2008 年，共計 4 年，其財務數據與非財務資料皆取年資料作為衡量，本研究資料來源，包含基本資料、公司治理變數、盈餘管理變數及其相關財務報表資料等，係取自台灣經濟新報 (TEJ) 及公開資訊觀測網站；資訊透明度資料係藉由台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會所建置的「資訊揭露評鑑系統」之評鑑結果。

### 二、變數定義

本研究之主要變數為公司治理、盈餘管理與公司績效變數，茲將變數之操作性定義說明於表一：

表一 變數對照表

變數	定義與說明
<b>公司治理變數</b>	
董監事持股比率	董監事持股比率 = $\frac{\text{董監事持有股數}}{\text{每年12月底流通在外普通股股數}}$
董事長兼總經理	董事長兼任總經理設為 0，未兼任設為 1。
外資持股比率	外資持股比率 = $\frac{\text{僑外機構投資人、法人、信託基金、自然人等持股合計數}}{\text{每年12月底流通在外普通股股數}}$
股權集中度	以經濟學中衡量市場佔有率的賀芬德指數 <sup>1</sup> (Herfindahl Index) 衡量，即各類股的股權佔有率之平方和，本研究採持股比率最高之前三大股東的股權佔有率之平方和。
資訊透明度	台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會所建置的「資訊揭露評鑑系統」之評鑑結果，當評鑑結果為 A 級以上用虛擬變數 1 來代替，反之，評鑑結果為 A 級以下用虛擬變數 0 來代替。
董監事質押比率	董監事質押比率 = $\frac{\text{董監事質押股數}}{\text{每年12月底流通在外普通股股數}}$
<b>公司績效變數<sup>2</sup></b>	

<sup>1</sup>其計算公式為：H=Herfindahl Index，其中  $H = \sum_{i=1}^n S_i^2$ ，n=總持有人數， $S_i^2$  = 第 i 個持有者持有比例。

<sup>2</sup> ROA, ROE, EPS, Tobin's Q 可為公司績效變數，但 Tobin's Q 可為公司績效變數與公司價值變數，而本文中主要將 Tobin's Q 視為公司價值之代理變數。

總資產報酬率	$ROA = \frac{\text{稅前息前淨利}}{\text{平均總資產}}$
股東權益報酬率	$ROE = \frac{\text{稅前淨利}}{\text{平均股東權益}}$
每股盈餘	$EPS = \frac{\text{盈餘}}{\text{流通在外股數}}$
Tobin's Q	Tobin's Q = (普通股市值 + 特別股市值 + 流動負債 - 流動資產) ÷ 總資產帳面價值
<b>盈餘管理變數</b>	
裁決性應計項目	本文採用 Kothari et al. (2005) 所提出之考量績效表現後之橫斷面 Modified Jones Model 估計裁決性應計數額。
<b>控制變數</b>	
會計師專業 <sup>3</sup>	取自台灣經濟新報 (TEJ) 內會計師簽證資料庫, 若為台灣四大會計師事務所簽證以虛擬變數 1 來代替, 反之用 0 代替。
營運槓桿度	$\text{營運槓桿度} = \frac{\text{營業收入} - \text{變動營業成本與費用}}{\text{營業利益}}$
財務槓桿度	$\text{財務槓桿度} = \frac{\text{營業利益}}{\text{營業利益} - \text{利息費用}}$
負債比率	$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}^4}{\text{資產總額}}$
公司規模	公司規模 = log(資產總額); 資產總額 = 流動資產 + 長期投資 + 固定資產 + 其他資產

<sup>3</sup>台灣四大會計師事務所為勤業眾信會計師事務所、資誠會計師事務所、安侯建業會計師事務所與安永會計師事務所。

<sup>4</sup>本研究乃參考陳瑞斌與許崇源 (2008) 及邱秀清、李慕萱與劉仲凱 (2009) 以負債比率為控制變數。

## 肆、研究方法與結果分析

### 一、敘述性統計量

本節針對各實證變數進行敘述性描述，各變數之觀測值、最小值、最大值、平均數與標準差等資料詳見表二。在公司績效方面，ROA 平均為 9%，最小值為-93.04%，最大值為 49.54%；股東權益報酬率平均為 7.57%，最小值為-939.56%，最大值為 77.02%；每股盈餘平均為 2.44 元，最小值為-10.78 元，最大值為 57.85 元，顯示電子業的獲利能力頗佳，然而在各公司有很大的差異；此外 Tobin's Q 平均為 1，最小值為-0.43，最大值為 8.58，說明電子業的公司績效表現佳，但是差異亦甚大；在盈餘管理方面，裁決性應計項目平均數為-0.03。

公司治理變數方面，董事長兼總經理佔整體樣本 36%，低於百分之五十，顯示台灣電子業董事長普遍不兼總經理；董監持股比率平均為 20.58%，最小值為 2.01%，最大值為 84.17%，標準差為 12.56%；在董監質押股比率中，最小值為 0，最大值為 97.83%，標準差為 20%，說明董監持股比率及董監質押的情形在各公司有很大的差異。

台灣電子業的股權集中度不高，平均為 3.5%；資訊透明度平均為 0.48，表示有近五成的公司資訊透明度不高；外資持有台灣電子股比例平均為 11.47%，但是差距甚大，最小值為 0，最大值達 81.35%。此外電子業普遍是由台灣四大會計師事務所簽證，平均高達 93%，並且高度運用財務槓桿，平均為 567.56%；營運槓桿度平均為 13.87%；負債比率平均為 35.63%，最小值為 1.87%，最大值為 90.59%，顯示各公司的資本結構也差異甚大。

表二 各變數敘述統計表

變數名稱	樣本數	最小值	最大值	平均數	標準差
ROA (%)	1240	-93.04	49.54	9.00	11.42
股東權益報酬率 (%)	1240	-939.56	77.02	7.57	36.24
每股盈餘 (元)	1240	-10.78	57.85	2.44	4.49
Tobin's Q	1240	-0.43	8.58	1.00	0.99
裁決性應計項目	1240	-0.87	0.60	-0.03	0.12
董事長兼總經理 (%)	1240	0.00	100.00	36	48
董監持股比率 (%)	1240	2.01	84.17	20.58	12.56
董監質押股 (%)	1240	0.00	97.83	7.87	16.10
股權集中度 (%)	1240	0.05	63.73	3.50	5.48
資訊透明度 (%)	1240	0.00	100.00	43	50
外資持股比率 (%)	1240	0.00	81.35	11.47	14.84
會計師專業 (%)	1240	0.00	100.00	93	26
營運槓桿度 (%)	1240	-545.25	2256.00	13.87	129.09
財務槓桿度 (%)	1240	-12.96	701836.0	567.56	19930.76
負債比率 (%)	1240	1.87	90.59	35.63	15.76
公司規模	1240	5.47	8.81	6.83	0.59

## 二、實證結果

由於本研究的資料涵蓋橫斷面與縱斷面之縱橫資料，是以當資料型態屬於縱橫資料並存時，使用最小平方法將會因為忽略兩者間的差異性，無法表現研究樣本特質的不同，因而產生無效率的估計結果。是以 Panel Data 模型，不但擁有時間數列的動態性質，又能兼顧不同樣本間的特性等縱橫資料的特性；因此本研究採用 Panel Data 中的固定效果 (fixed effects) 及隨機效果 (random effects) 以估計所建構的迴歸模型，再從中選取較適當者，作為本研究主要分析的依據。

在探討解釋變數對於應變數的影響之前，為了避免各項解釋變數有共線性存在的問題，必須對模型內的解釋變數做共線性診斷，本研究透過以變異數膨脹因素 (Variance Inflation Factor, VIF) 來檢驗解釋變數之間的共線性，檢測結果公司績效變數與其它自變數之 VIF 值介於 1.008~3.138 之間，表示共線性問題並不嚴重，因此可以後續之研究。本文以 Hausman 檢定判別 Panel Data 模型應採用隨機效果模型或固定效果模型，從表三至表七之檢定結果皆顯示固定效果較為適切，故採用固定效果模型做為實證的主要依據。

本研究以 ROE、ROA、EPS 及 Tobin's Q 作為公司績效之代理變數，模型一至模型三分別探討公司治理、盈餘管理與公司績效兩兩之間的影响，模型四

及模型五則以盈餘管理為中介變數，探究其能否增強公司治理交叉盈餘管理變數對於公司績效之影響。

### (一) 公司治理對公司績效之影響

#### 模型一：

公司績效變數 = F(董事長兼總經理，董監持股比率，董監質押比率，股權集中度，資訊透明度，外資持股比率，會計師專業，營運槓桿度，財務槓桿度，負債比率，公司規模)

模型一探討公司治理變數對公司績效變數之影響，由表三與表四之實證結果，在公司治理變數方面，發現董事長兼總經理對公司績效變數 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 皆呈顯著負相關，符合本文研究假說，顯示若董事長與總經理為同一人，會削弱董事會監督機制，其公正性也會受質疑，而降低董事會的獨立性 (Patton & Baker, 1987)，而對公司價值產生負面影響 (洪榮華等人, 2005)。董監持股比率對公司績效變數皆呈顯著正相關，顯示董監持股比率與公司績效呈正相關，此外從表二之敘述統計表中發現董監持股比率平均數為 20.58%，符合持股比率介於 5%~25% 時，與公司績效呈正相關 (Wong & Yek, 1991)。

本研究發現董監質押比率對公司績效變數 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 皆為負相關，並且對 EPS 和 Tobin's Q 呈顯著負相關，符合本文研究假說，表示董監質押比率愈高的企業，其公司治理愈差，相關研究即指出大股東與董監事的質押比率持續增加或過高為地雷股十大警訊之一 (葉銀華, 2005)。

在股權結構方面，股權集中度對公司績效變數 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 皆呈顯著負相關，顯示股權集中度愈高，則公司績效愈低，實證結果較支持「利益掠奪假說」，即大股東可能藉由掌控公司決策，增進自己的財富，侵害小股東的權益，導致公司治理不佳 (洪榮華等人, 2005; Shleifer & Vishny, 1997)。資訊透明度對 ROA、ROE 呈顯著正相關，符合本文研究假說，表示資訊透明度對公司價值有正向影響 (周建新、林宗得, 2005; 高蘭芬等人, 2006)。外資持股比率對 ROA、EPS 與 Tobin's Q 呈顯著正相關，由於外資會挑選經營績效較佳的公司進行投資 (Chiang & Kuo, 2004)，且隨著投資比率提高，對於公司之經營亦有舉足輕重的影響力，實證顯示外資持股比例愈高，有助於公司戮力提升經營績效。

在控制變數方面，本文發現會計師專業對公司績效變數皆呈正相關，對其中的 ROA 及 ROE 則有顯著正向影響，說明是否由台灣四大會計師事務所簽證

對公司績效亦有影響。其次發現公司規模對公司績效變數 (ROA、ROE 與 EPS) 呈顯著正相關,表示資產愈大可助益公司績效之提升,然而對 Tobin's Q 之影響在模型一及模型三呈顯著負相關,模型二則呈顯著正相關,可能成因為 Tobin's Q 之分母為資產總額,因此普遍呈負相關。此外負債比率對公司績效變數 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 皆呈顯著負相關,說明雖然適當的負債比率可產生節稅效果,然而過高的負債比率可能會侵蝕公司的獲利,甚至造成公司資金週轉不靈 (Morck et al., 1988)。

## (二) 盈餘管理對公司績效之影響

### 模型二：

公司績效變數 = F(裁決性應計項目, 會計師專業, 營運槓桿度, 財務槓桿度, 負債比率, 公司規模)

盈餘管理會影響公司財務報表的可信度,短期雖可以滿足公司的績效但長期會犧牲公司未來發展,本研究以裁決性應計項目作為盈餘管理代理變數,從表三與表四之實證結果顯示,盈餘管理對公司績效變數 (ROA、ROE 與 EPS) 呈顯著負相關,然而盈餘管理對 Tobin's Q 呈正相關,代表盈餘管理愈高的公司,其 Tobin's Q 愈高。此結果與其他公司績效變數相反,其可能成因為 ROA、ROE 和 EPS 指標是以財報變數之淨利為分子,較容易被投資人發現盈餘管理,而導致不良後果;但是 Tobin's Q 分子之一主要為市值,由於管理當局與投資人之間可能存在資訊不對稱,投資人一開始對於公司進行盈餘管理並不知情,而在股價呈正向影響 (Hunton et al., 2006)。

## (三) 公司治理對盈餘管理之影響

### 模型三：

裁決性應計項目 = F(董事長兼總經理, 董監質押比率, 董監持股比率, 股權集中度, 資訊透明度, 外資持股比率, 會計師專業, 營運槓桿度, 財務槓桿度, 負債比率, 公司規模)

從表五之實證結果顯示公司治理變數對盈餘管理有顯著影響,董監持股比率愈低與資訊透明度愈差時,欲容易進行對盈餘管理,當董監事持股比例較低時,會提高控制股東盈餘管理動機,而減低財務報導的可信度 (張瑞當等人, 2007),公司財務報表的透明度較低時,管理者認為盈餘操弄的行為較不會被查覺,且對公司股價會有提升的效果,進行盈餘管理的動機會比較強 (Hunton et al., 2006)。

此外發現股權集中度與外資持股比率對盈餘管理呈顯著正相關，Leuz et al. (2003) 即指出股權結構比較集中且外部投資法法規比較薄弱的公司，有更多誘因操弄公司績效。外資持股比率愈高，公司愈想進行盈餘管理，可能因為外資會選擇經營績效較好公司進行投資，反而使公司進行盈餘管理，美化公司績效藉以吸引外資。

#### (四) 公司治理與盈餘管理對公司績效之影響

##### 模型四：

公司績效變數 = F(董事長兼總經理，董監質押比率，董監持股比率，股權集中度，資訊透明度，外資持股比率，裁決性應計項目，會計師專業，營運槓桿度，財務槓桿度，負債比率，公司規模)

本節探討公司治理與盈餘管理對公司績效之影響，從表三及表四中發現，盈餘管理對公司績效 (ROA、ROE 和 EPS) 仍為顯著負相關，此原因為盈餘管理乃是操弄盈餘，因此並無助於公司績效的提升，此外操弄盈餘的企業可能也是公司治理比較有問題的企業。

公司治理變數對公司績效變數 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 仍有影響，但不同的公司績效變數受不同公司治理變數影響，其中有兩個公司治理變數對公司績效有相同影響，其一為董事長兼總經理對公司績效 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 呈顯著負相關；其二董監持股對公司績效 (ROA、ROE、EPS 與 Tobin's Q) 呈顯著正相關，顯示董事長兼總經理不利於公司績效，可能會削弱董事會監督機制，而對公司價值產生負面影響 (洪榮華等人，2005)。董監持股比例愈高，與公司績效呈正相關，企業愈不容易發生財務危機 (鄭桂蕙等人，2006；廖秀梅等人，2006；林郁翎、與黃建華，2009)。

資訊透明度對公司績效 (ROA、EPS 與 Tobin's Q) 為不顯著，代表當公司資訊較不透明時對公司績效影響有限，其可能原因為資訊透明是一體兩面，將資訊透露給投資人 (股東) 及債權人的同時，也讓競爭對手獲得關於公司經營的消息，大部分公司認為此舉可能會洩漏商業機密，投資人 (股東) 及債權人在評估公司時，也很少把此部分資訊做為觀察重點，因此只揭露政府所規定應揭露的事項。



表三 盈餘管理對公司績效之 Panel Data 分析

自變數	ROA									ROE								
	模型一			模型二			模型四			模型一			模型二			模型四		
	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value
裁決性應計項目				-31.87	-8.6335	0.000***	-33.89	-9.4386	0.000***				-122.21	-9.8102	0.000***	-107.44	-8.7485	0.000***
董事長兼總經理	-2.41	-3.2290	0.001***				-2.51	-3.5208	0.000***	-1.70	-0.6680	0.504				-2.01	-0.8255	0.409
董監持股比率	0.17	3.9384	0.000***				0.15	3.5860	0.000***	0.68	4.6801	0.000***				0.61	4.3694	0.000***
董監質押比率	0.00	-0.0173	0.986				0.01	0.3914	0.696	-0.04	-0.6557	0.512				-0.02	-0.3019	0.763
股權集中度	-0.55	-5.5282	0.000***				-0.48	-5.0184	0.000***	-2.21	-6.5701	0.000***				-1.98	-6.1177	0.000***
資訊透明度	0.86	1.1374	0.256				0.41	0.5715	0.568	6.62	2.5711	0.010***				5.20	2.0975	0.036***
外資持股比率	0.16	5.9816	0.000***				0.19	7.4093	0.000***	-0.44	-5.0016	0.000***				-0.35	-4.0503	0.000***
會計師專業	1.64	1.2868	0.199	2.66	2.1384	0.033***	1.81	1.4800	0.139	5.55	1.2775	0.202	8.67	2.0650	0.039***	6.06	1.4522	0.147
營運槓桿度	0.00	-1.5774	0.115	0.00	-1.8168	0.070**	0.00	-1.7497	0.081***	-0.01	-0.6626	0.508	-0.01	-0.6537	0.513	-0.01	-0.7805	0.435
財務槓桿度	0.00	-0.1497	0.881	0.00	-0.6698	0.503	0.00	-0.2850	0.776	0.00	-0.0869	0.931	0.00	-0.1424	0.887	0.00	-0.2092	0.834
負債比率	-0.27	-13.3268	0.000***	-0.27	-13.5012	0.000***	-0.24	-12.7135	0.000***	-0.79	-11.7579	0.000***	-0.70	-10.5236	0.000***	-0.73	-11.0897	0.000***
公司規模	4.66	6.3930	0.000***	6.31	10.4759	0.000***	4.21	6.0311	0.000***	25.36	10.2331	0.000***	16.96	8.3387	0.000***	23.93	10.0220	0.000***
R <sup>2</sup>			0.506			0.507			0.550			0.433			0.442			0.477
調整後 R <sup>2</sup>			0.696			0.696			0.723			0.457			0.465			0.499

說明：1.\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%顯著水準。

2.模型一 ROA：Hausman 檢定之 H 值為 52.847472，P 值為 0.00000019，固定效果模型優於隨機效果模型；ROE：Hausman 檢定之 H 值為 24.355843，P 值為 0.01131362，固定效果模型優於隨機效果模型。

3.模型二 ROA：Hausman 檢定之 H 值為 29.397259，P 值為 0.00005116，固定效果模型優於隨機效果模型；ROE：Hausman 檢定之 H 值為 16.361593，P 值為 0.01193928，固定效果模型優於隨機效果模型。

4.模型三 ROA：Hausman 檢定之 H 值為 56.068426，P 值為 0.00000012，固定效果模型優於隨機效果模型；ROE：Hausman 檢定之 H 值為 25.148331，P 值為 0.01413541，固定效果模型優於隨機效果模型。

表四 盈餘管理對公司績效之 Panel Data 分析 (續)

自變數	EPS									Tobin's Q								
	模型一			模型二			模型四			模型一			模型二			模型四		
	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value	係數	T 值	P Value
裁決性應計項目				-5.72	-3.6738	0.000***	-6.98	-4.6470	0.000***				1.25	3.6164	0.000***	0.82	2.5232	0.012***
董事長兼總經理	-0.75	-2.4860	0.013***				-0.77	-2.5828	0.010***	-0.12	-1.7861	0.074**				-0.11	-1.7482	0.081**
董監持股比率	0.04	2.3231	0.020***				0.04	2.0842	0.037***	0.01	1.4986	0.134				0.01	1.6458	0.100**
董監質押股比率	-0.01	-1.8650	0.063**				-0.01	-1.6824	0.093**	0.00	-1.2995	0.194				0.00	-1.4127	0.158
股權集中度比率	-0.15	-3.8460	0.000***				-0.14	-3.5072	0.000***	-0.02	-2.8211	0.005***				-0.03	-3.0344	0.002***
資訊透明度	0.20	0.6398	0.522				0.10	0.3420	0.732	-0.10	-1.4477	0.148				-0.08	-1.2743	0.203
外資持股比率	0.09	8.4796	0.000***				0.10	9.0946	0.000***	0.03	12.2877	0.000***				0.03	11.8998	0.000***
會計師專業	0.09	0.1754	0.861	0.36	0.6890	0.491	0.12	0.2428	0.808	0.10	0.9067	0.365	0.11	0.9235	0.356	0.10	0.8713	0.384
營運槓桿度	0.00	-0.7898	0.430	0.00	-0.9562	0.339	0.00	-0.8471	0.397	0.00	-1.5276	0.127	0.00	-1.5182	0.129	0.00	-1.5066	0.132
財務槓桿度	0.00	0.4962	0.620	0.00	0.0024	0.998	0.00	0.4385	0.661	0.00	-0.7503	0.453	0.00	-1.0538	0.292	0.00	-0.7166	0.474
負債比率	-0.07	-8.2742	0.000***	-0.07	-8.8476	0.000***	-0.06	-7.7463	0.000***	-0.02	-10.2045	0.000***	-0.02	-11.3929	0.000***	-0.02	-10.4609	0.000***
公司規模	1.85	6.2700	0.000***	2.90	11.4164	0.000***	1.75	6.0071	0.000***	-0.15	-2.3621	0.018***	0.18	3.2480	0.001***	-0.14	-2.1756	0.030***
R <sup>2</sup>			0.432		0.480				0.491									
調整後 R <sup>2</sup>			0.561		0.598				0.607									

說明：1. \*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%顯著水準。

2.模型一 EPS：Hausman 檢定之 H 值為 64.419099，P 值為 0.00000000，固定效果模型優於隨機效果模型；Tobins'Q：Hausman 檢定之 H 值為 31.829294，P 值為 0.00081234，固定效果模型優於隨機效果模型。

3.模型二 EPS：Hausman 檢定之 H 值為 40.201774，P 值為 0.00000042，固定效果模型優於隨機效果模型；Tobins'Q：Hausman 檢定之 H 值為 10.403181，P 值為 0.10866810，固定效果模型優於隨機效果模型。

4.模型三 EPS：Hausman 檢定之 H 值為 65.006427，P 值為 0.00000000，固定效果模型優於隨機效果模型；Tobins'Q：Hausman 檢定之 H 值為 34.518666，P 值為 0.00055848，固定效果模型優於隨機效果模型。

表五 公司治理對盈餘管理之 Panel Data 分析

自變數	係數	模型三	
		t 值	P Value
董事長兼總經理	0.0002	0.5301	0.596
董監持股比率	-0.0013	-2.4038	0.016***
董監質押股比率	0.0021	0.7507	0.453
股權集中度比率	0.0024	3.0059	0.003***
資訊透明度	-0.0124	-2.2065	0.028***
外資持股比率	0.0012	5.1118	0.000***
會計師專業	0.0021	0.3229	0.747
營運槓桿度	0.0016	-1.0942	0.274
財務槓桿度	0.0013	-0.9133	0.361
負債比率	0.0032	4.7482	0.000***
公司規模	-0.0211	-3.2612	0.001***
R <sup>2</sup>			0.5170
調整後 R <sup>2</sup>			0.5363

說明：\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%顯著水準。

### (五) 公司治理交叉盈餘管理對公司績效之影響

#### 模型五：

公司績效變數 = f(董事長兼總經理，董監質押比率，董監持股比率，資訊透明度，股權集中度，外資持股比率，裁決性應計項目，裁決性應計項目×董事長兼總經理，裁決性應計項目×董監質押比率，裁決性應計項目×董監持股比率，裁決性應計項目×股權集中度，裁決性應計項目×資訊透明度，裁決性應計項目×外資持股比率，會計師專業，營運槓桿度，財務槓桿度，負債比率，公司規模)

從模型一至模型三之實證結果得知公司治理與盈餘管理對於公司績效有直接影響，而且盈餘管理對經營績效具有顯著的負向影響，因此本文進一步驗證當盈餘管理為中介變數時，能否增強公司治理變數對於公司績效之影響。

從表六之實證結果得知進行盈餘管理，會增強董事長兼總經理及股權集中度對 ROA 之正向影響；會增強董事長兼總經理、董監持股比率及資訊透明度對 ROE 之正向影響。

表七亦顯示盈餘管理會增強董事長兼總經理、董監持股比率及資訊透明度對 EPS 之正向影響及董監持股比率對 Tobin's Q 之正向影響。

從上述之實證結果可知以盈餘管理為中介效果時，會增強董事長兼總經理與董監持股比率對公司績效 (ROA、ROE 與 EPS) 之正向影響，管理者實施盈餘管理決策時，應同時考慮這兩項重要變數。

表六 公司治理交叉盈餘管理對公司績效之 Panel Data 分析

自變數	模型五					
	ROA			ROE		
	係數	t 值	P Value	係數	t 值	P Value
裁決性應計項目	-21.43	-4.6095	0.000***	-4.11	-2.0722	0.039***
董事長兼總經理	-2.15	-3.1317	0.002***	-0.76	-2.6092	0.009***
董監持股比率	0.12	3.0126	0.003***	0.04	2.2189	0.027***
董監質押股比率	0.03	1.2975	0.195	-0.01	-0.7416	0.459
股權集中度	-0.28	-2.8530	0.004***	-0.11	-2.6889	0.007***
資訊透明度	0.32	0.4543	0.650	0.17	0.5833	0.560
外資持股比率	0.21	6.6066	0.000***	0.09	6.6680	0.000***
裁決應計項目*董事長兼總經理	22.97	4.8233	0.000***	3.83	1.8873	0.059***
裁決應計項目×董監持股比率	0.30	1.3108	0.190	0.33	3.3785	0.001***
裁決應計項目×董監質押股比率	0.16	1.0828	0.279	0.06	0.9083	0.364
裁決應計項目×股權集中度	1.31	1.8960	0.058**	-0.23	-0.7869	0.432
裁決應計項目×資訊透明度	6.03	1.2025	0.229	3.74	1.7471	0.081**
裁決應計項目×外資持股比率	-0.17	-0.8433	0.399	0.01	0.1556	0.876
會計師專業	1.27	1.0950	0.274	0.02	0.0361	0.971
營運槓桿度	0.01	-1.6421	0.101	0.01	-0.7152	0.475
財務槓桿度	0.02	-0.3196	0.749	0.02	0.4368	0.662
負債比率	-0.23	-12.5114	0.000***	-0.06	-7.5875	0.000***
公司規模	3.37	4.9525	0.000***	1.65	5.6877	0.000***
R <sup>2</sup>			0.6017			0.5490
調整後 R <sup>2</sup>			0.7543			0.5679

說明：\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%顯著水準。

表七 公司治理交叉盈餘管理對公司績效之 Panel Data 分析(續)

自變數	模型五					
	EPS			Tobin's Q		
	係數	t 值	P Value	係數	t 值	P Value
裁決性應計項目	-4.11	-2.0722	0.039***	0.73	1.6632	0.097**
董事長兼總經理	-0.76	-2.6092	0.009***	-0.12	-1.8563	0.064**
董監持股比率	0.04	2.2189	0.027***	0.01	2.0976	0.036***
董監質押比率	-0.01	-0.7416	0.459	0.00	-1.7307	0.084**
股權集中度	-0.11	-2.6889	0.007***	-0.02	-2.5647	0.010***
資訊透明度	0.17	0.5833	0.560	-0.07	-1.0100	0.313
外資持股比率	0.09	6.6680	0.000***	0.02	7.8070	0.000***
裁決應計項目×董事長兼總經理	3.83	1.8873	0.059**	-0.02	-0.0509	0.959
裁決應計項目×董監持股比率	0.33	3.3785	0.001***	0.07	3.2431	0.001***
裁決應計項目×董監質押比率	0.06	0.9083	0.364	-0.02	-1.4667	0.143
裁決應計項目×股權集中度	-0.23	-0.7869	0.432	-0.04	-0.5670	0.571
裁決應計項目×資訊透明度	3.74	1.7471	0.081**	0.63	1.3486	0.178
裁決應計項目×外資持股比率	0.01	0.1556	0.876	0.03	1.5988	0.110
會計師專業	0.02	0.0361	0.971	0.08	0.7780	0.437
營運槓桿度	0.00	-0.7152	0.475	0.00	-1.4232	0.155
財務槓桿度	0.00	0.4368	0.662	0.00	-0.7770	0.437
負債比率	-0.06	-7.5875	0.000***	-0.02	-10.4154	0.000***
公司規模	1.65	5.6877	0.000***	-0.14	-2.2444	0.025***
R <sup>2</sup>			0.5319			0.5383
調整後 R <sup>2</sup>			0.6383			0.7708

說明：\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%顯著水準。

## 伍、結論與建議

本文採用 Panel data 模型研究公司治理、盈餘管理及經營績效之關聯性，探討盈餘管理之中介效果是否能增強公司治理對經營績效之影響。本文獲致如下結論：

公司治理對公司績效之影響方面，發現董事長兼總經理、董監質押比率與股權集中度對公司績效變數 (ROA、ROE、EPS 及 Tobin's Q) 呈負向影響、董監持股比率對公司績效變數呈正向影響，因此董事長兼總經理、董監質押比率、股權集中度與董監持股比率為影響公司績效之重要因素。

盈餘管理對公司績效之影響方面，發現盈餘管理對公司績效變數 (ROA、ROE 及 EPS) 皆呈負向影響，由於盈餘管理乃是操弄盈餘，因此無助於績效的提升，此外操弄盈餘的企業可能是公司治理比較有問題的企業；而盈餘管理對 Tobin's Q 反呈正向影響，可能是盈餘管理有助於降低獲利波動性，似乎有助於 Tobin's Q 的提升；此外本文發現外資持股比率愈高，反而使公司進行盈餘管理，藉由美化公司績效以吸引外資。

公司治理對盈餘管理之影響方面，發現董監事持股與資訊透明度對盈餘管理呈負向影響，亦為董監事持股低與資訊透明度低的企業，比較多著墨於盈餘管理。公司治理交叉盈餘管理對公司績效之影響方面，發現盈餘管理會增強董事長兼總經理與董監持股比率對公司績效之正向影響，亦說明董事長兼總經理與董監持股比率較高的企業比較有操控盈餘管理之能力。

因此就政府機關而言，可監測盈餘管理程度較高的公司，避免地雷股之發生頻仍，以維持市場安定與保護投資人權益。對管理者而言，由於董事長兼總經理與董監持股比率對公司績效及盈餘管理影響甚大，是以進行管理決策時，應同時考慮這兩項指標。對投資者而言，除了檢視企業財務報表外，亦應瞭解企業之盈餘管理程度，重視公司治理之相關揭露事項，以獲悉其公司治理之良莠與否，從多方考量做最佳投資決策。

## 參考文獻

- 方俊儒、李秀英、龍春伶(2008)，〈獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響—控制股東之調節效果〉，《會計與公司治理》，第五卷，第一期，頁55-80。
- 江向才、何里仁(2003)，〈公司治理資訊透明度與績效評核關聯性之研究-台灣地區電子業上市公司之例證〉，第四屆管理學域學術研討會論文集，頁368-380。
- 沈中華、林昆立(2008)，〈公司治理對基本財務資訊與股票報酬關係的影響：內生性轉換模型之應用〉，《管理評論》，第二十七卷，第二期，頁1-27。
- 李春安、蕭小芬(2003)，〈盈餘操弄與股票市場反應關係之研究---以現金增資為例〉，管理學院第五屆學術暨實務研討會論文集，實踐大學。
- 李馨蘋、莊宗憲(2007)，〈公司治理機制與公司績效之實證研究〉，《東吳經濟商學學報》，第五十七期，頁1-27。
- 林郁翎、黃建華(2009)，〈考慮公司治理之企業財務危機預警模型〉，《東吳經濟商學學報》，第六十四期，頁23-56。
- 周建新、林宗得(2005)，〈資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究〉，《會計與公司治理》，第二卷，第二期，頁25-46。
- 洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)，〈公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點〉，《輔仁管理評論》，第十二卷，第三期，頁23-40。
- 高蘭芬、陳振遠、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》，第六卷，第二期，頁81-104。
- 高蘭芬、邱正仁(2002)，〈董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響〉，《台大管理論叢》，第十三卷，第一期，頁127-162。
- 莊嘉建、呂佩蓉(2008)，〈股權結構、關係人交易與公司財務績效關聯性之研究〉，《蘭陽學報》，第七期，頁86-94。
- 張瑞當、方俊儒、曾玉琦(2007)，〈核心代理問題與盈餘管理：董事會結構與外部監督機制之探討〉，《管理學報》，第二十四卷，第一期，頁17-39。

湯明哲(2003)，〈落實公司治理，經營權與所有權須徹底分離〉，《會計研究月刊》，第二百十九期，頁91-92。

葉銀華(2005)，〈蒸發的股王-領先發現地雷危機（第一版）〉，台北：商智文化事業股份有限公司。

廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)，〈董事會結構特性與公司績效關係之研究—兼論台灣家族企業因素的影響〉，《東吳經濟商學學報》，第五十四期，頁117-160。

鄭桂蕙、林宛瑩、許崇源(2006)，〈董監事持股高低對庫藏股買回誘因之影響〉，《東吳經濟商學學報》，第五十四期，頁1-26。

Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. (1998). Board composition, managerial ownership & firm performance: An empirical analysis. *Financial Review*, 33(4), 1-16.

Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor sophistication & patterns in stock returns after earnings announcement. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63.

Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 113-139.

Black, B. S., Jang, H., Kim, W., & Mark, J. (2002). Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea, Working Paper, Stanford Law School.

Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, Jr., C. W. (1988). Ownership structure & voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.

Chen, C. J. P., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control & financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting & Public Policy*, 19(4-5), 285-310.

Chiang, M. H., & Kuo, W. H. (2004). Impact of opening up of the Taiwan futures market to foreign investors: Price effects of foreign investment liberalization: Empirical analysis. *Journal of Financial Management & Analysis*, 17(2), 1-11.



Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29–48.

Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, & firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413–440.

Dalton, D. R., & Kesner, I. F. (1987). Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 33–42.

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

Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure & the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting & Economics*, 33(3), 401–425.

Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 255–307.

Fuerst O., & Kang, S. H. (2000). Corporate governance, expected operating performance, & pricing. Working Paper, Yale School of Management, New Haven.

Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance & equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155.

Gorton, G., & Schmid, F. A. (2000). Universal banking & the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 29–80.

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.

Hill, C. W. L., & Snell, S. A. (1989). Effects on ownership structure & control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, 32(1), 25–46.

- Hirst, D. E., Jackson, K. E., & Koonce, L. (2003). Improving financial reports by revealing the accuracy of prior estimates. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 165–193.
- Hunton, J. E., Libby, R., & Mazza, C. L. (2006). Financial reporting transparency & earnings management. *The Accounting Review*, 81(1), 135–157.
- Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). Internal monitoring mechanisms & CEO turnover: A long-term perspective. *Journal of Finance*, 56(6), 2265–2297.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs & ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2002). Institutional ownership & the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, 19(1), 117–145.
- Kesner, I. F. (1987). Director's stock ownership & organizational performance: An investigation of Fortune 500 companies. *Journal of Management*, 13(3), 499–508.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection & performance in emerging markets. Working Paper, World Bank.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, & earnings management. *Journal of Accounting & Economics*, 33(3), 375–400.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), 163–197.
- Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 9(2), 61–93.
- Lee, T. S., & Yeh, Y. H. (2004). Corporate governance & financial distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 378–388.

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management & investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.

Park, Y. W., & Shin, H. H. (2004). Board composition & earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 431–457.

Patton, A., & Baker, J. C. (1987). Why won't directors rock the boat? *Harvard Business Review*, 65(6), 10–18.

Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (1997). The role of institutional investors in corporate governance: An empirical investigation. Working paper, University of Iowa.

Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The impact of CEO as board chairman on corporate performance: Evidence vs. rhetoric. *The Academy of Management Executive*, 3(2), 141–143.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4-5), 91-102.

Scott, T. W., & Wier, H. A. (2000). On constructing an EPS measure: An assessment of the properties of dilution. *Contemporary Accounting Research*, 17(2), 303–326

Sharma, V. D. (2004). Board of director characteristics, institutional ownership, & fraud: Evidence from Australia. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), 105–117.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–785.

Turnbull, S. (1997). Corporate governance: Its scope, concerns & theories. *Corporate Governance. An International Review*, 5(4), 180–205.

Wong, K. A., & Yek, T. C. (1991). Shareholdings of board of directors and corporate performance from Singapore. *Pacific Basin Capital Market Research*, 2, 211–225.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.

Yoon, S. S., & Miller, G. A. (2002). Cash from operations & earnings management in Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(4), 395–412.