

盈餘管理誘因、實質盈餘管理與 應計項目盈餘管理之關聯性：中國大陸的證據

林凱薰* 張瑀珊** 王貞靜***

摘要：企業從事盈餘管理的誘因、行為與工具，一直是產官學界重視的議題。中國證監會透過設定會計數字門檻監管資本市場，形成企業管理盈餘的特殊政策誘因。與過去盈餘管理文獻不同的是，本文檢視中國企業在監管的政策誘因之下，是否同時從事實質活動與應計項目之盈餘管理。以 1999 年至 2009 年於中國深、滬證交所上市，且非金融業之所有 A 股公司為研究對象，驗證具盈餘管理誘因之上市公司，於首次公開發行或發行新股期間，為了符合中國證監會之監管規定，而從事盈餘管理的情形。實證結果發現：(1)為達成證監會設定之會計數字門檻，首次公開發行的企業，傾向同時從事實質活動和應計項目的盈餘管理；而欲發行新股的企業，則選擇以應計項目為盈餘管理的工具；(2)當國有股股東持股比例越高，從事實質盈餘管理的程度增加。

關鍵詞：盈餘管理誘因、淨資產收益率、實質活動盈餘管理、應計項目盈餘管理、中國大陸

* 淡江大學管理科學研究所會計組博士班博士生

** 淡江大學會計學系助理教授

*** 淡江大學會計學系助理教授

The Association between Incentives of Earnings Management, Real Earnings Management and Accruals Earnings Management: Evidences from Mainland China

Lin, Kai-Hsun* Chang, Yu-Shan** Wang, Chen-Chin***

Abstract: The incentives, behavior, and tools used by corporations in earnings management have always been an important issue within the business, government, and academic fields. The China Securities Regulatory Commission (CSRC) has designed accounting numbers benchmarks to regulate the capital market, thus forming a unique policy incentive for corporations to manage earnings. Distinct from previous literature in earnings management, this study investigates Chinese corporations under the policy incentive- whether they simultaneously engage in both real earnings management activities and accruals earnings management. Data from 1999 to 2009 from the Shanghai and Shen Zhen Stock Exchanges were obtained. Non-financial A shares were used as research samples to verify whether listed firms who have earnings management incentives, in order to qualify for CSRC regulatory benchmarks, have engaged in earnings management during their initial public offering or seasoned equity offerings. Empirical results indicate that (1) in order to meet the accounting number benchmarks, a corporation in its initial public offering has an inclination to engage in both real earnings management activities and accruals earnings management; while corporations with seasoned equity offerings chose to use accruals as their earnings management tools, and (2) when the state shares ratio is higher within a corporation, the degree of real earnings management increases with this ratio.

Keywords: Earnings management incentive, return on equity ROE, real earnings management, accruals earnings management, Mainland China

* Ph.D. Student, Graduate Institute of Management Sciences Accounting Section

** Assistant Professor, Department of Accounting, Tamkang University

*** Assistant Professor, Department of Accounting, Tamkang University

壹、緒論

企業從事盈餘管理的動機與工具為重要議題，持續受到各界的關注；而近年來中國進行經濟改革，特殊的規範與管制促使上市公司有強烈的誘因操弄盈餘。本研究以 1999 年至 2009 年於中國深、滬證交所上市之所有非金融業之 A 股公司為研究對象，驗證上市公司若在本文研究期間首次公開發行（以下簡稱 IPO）或 IPO 後發行新股，¹是否為了符合中國證券監管委員會（以下簡稱證監會）之監管門檻，而同時從事實質活動和應計項目的盈餘管理。

近年來中國以國營企業民營化進行經濟改革，使得中國證券市場成為全球第六大證券交易市場，但受限於中國上市公司資訊的封閉性，中國證券市場會計數字的資訊性成為相當重要的研究議題（Firth, Fung, and Rui, 2007）。公開發行與增發新股是中國上市公司主要的資金來源，然而，中國證監會對於企業首次公開發行以及 IPO 後能否發行新股，係以會計數字作為資本市場監管工具。其基本條件為發行公司設立年度須滿三年且最近三個會計年度之淨利潤皆需為正數，並以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據，²且主要以淨資產收益率(ROE)作為監管上市公司能否執行增發與送配股之指標。

過去相關研究發現，企業的確會為了符合上市（Aharony, Lee, and Wong, 2000）、發行新股（楊炎杰，2007；Chen, Lee, and Li, 2008）、避免下市（官月緞，2006；Chen, Lee, and Li, 2008），操縱盈餘以達到企業的經營目標或其他意圖（Chen and Yuan, 2004; Haw, Qi, Wu, and Zang, 2005; Yu, Du and Sun, 2006; Fung, Leung, and Zhu, 2008）。由於中國證監會以與獲利能力有關之會計數字為門檻，對發行新股與強迫下市的管制標準設置了嚴厲的規範上市公司因而存有強烈的誘因操弄盈餘以符合管制門檻。換言之，中國證監會全然以會計數據監管特殊的制度，提供了本研究探討盈餘管理行為的絕佳實證環境。

過去研究指出應計項目與實質活動(real earnings management)是企業選擇用以盈餘管理的兩種方式（Roychowdhury, 2006; Cohen, Dey, and Lys, 2008; Zang, 2007）。雖然早期的研究把焦點放在應計項目盈餘管理上，近來有越來越多的研究認為企業也有進行實質盈餘管理（Roychowdhury, 2006; Kim, Pevzner, and Lei, 2010; Cohen and Zarowin, 2010）。相較於應計項目盈餘管理而言，對股東來說，實質盈餘管理可能產生較大的長期成本，因為實質盈餘管理對未來現金流量會造成負面後果且可能會傷害企業的長期價值（Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008）。這類的長期成本導因於暫時性的定價折扣或是更寬鬆的信用條件，將會降低未來銷貨收入的邊際收益、減少有價值的研發投資與銷管活動，且（或）增加不必要之過量生產投入（Roychowdhury, 2006; Gupta, Pevzner, and Seethamraju, 2010）。

¹ 根據中國證監會 2001 年 3 月 28 日頒佈《上市公司新股發行管理辦法》第 2 條規定，上市公司向社會公開發行新股係指配股與增發。前者是指向原股東配售股票；後者是指向全體社會公眾發售股票。據此，中國企業發行新股，係指上市公司首次公開發行後之增發、配股。

² 首次公開發行、新股發行（增發或配股）相關規定，請參閱附錄 1 及附錄 2。

基於實質活動的操弄可隱藏於平時的營運活動之中，管理實質活動對經理人來說代價相對較低 (Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008)，因而有較高的意願以實質活動作為操弄盈餘的工具。只要能將之適當地在財務報表中揭露，實質盈餘管理並不會影響會計師的審查意見或主管機關所要採取的行動 (Gupta et al., 2010)。再者，若欲達成的盈餘門檻與操弄前的盈餘差距過大時，僅依賴應計項目盈餘管理有無法達成盈餘門檻的風險 (Cohen and Zarowin, 2010)。由於企業可能在應計項目和實質盈餘管理之間作選擇，當企業管理應計項目的能力受限時，其更可能從事更多的實質盈餘管理 (Zang, 2007; Chi, Lei and Pevzner, 2010)。因此，本研究預期中國上市公司不僅以應計項目為盈餘管理工具，也會利用實質交易活動從事盈餘管理。

基於中國資本市場特殊的政經背景與市場發展，其股權分置制度呈現雙軌所有權的特殊結構。具體而言，由於中國資本市場大部分的上市公司都是來自國有企業剝離上市 (Carve-Out)，子公司並未脫離母公司的控制，而形成了母公司對子公司具有相當控制權。此種獨有的母子結構不僅讓中國上市公司具有許多特殊的股權結構 (Firth, Fung, and Rui, 2007)，股權向國有股高度集中，流通股份比例較小 (張婧, 2006)。這樣獨特的股權結構也直接導致 IPO 前之機會主義盈餘管理行為 (Aharonya, Wang, and Yuan, 2010; Guedhami, Pittman, and Saffar, 2009; Bushman and Piotroski, 2006; 毛洪濤和吳將君, 2007)，如果大股東為國有股東將更容易操縱應計利潤 (毛洪濤和吳將君, 2007)，而且國有股之控制股東可能透過利益輸送和掏空資產的方式，損害少數股東的利益 (Chen, Lee, and Li, 2008; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999)，而中國於 1990 年代開始的財政改革和 IPO 配額制度 (IPO quotas system) 的嚴格規定，使得地方政府極可能會利用其權力，協助上市公司進行盈餘管理，操弄盈餘向上超過增發新股或避免下市的門檻，規避中央政府的管制 (Chen, Lee, and Li, 2008)。當國有股東持股比例高時，其會想要把企業的績效扭轉成最有利的結果 (Tian and Estrin, 2008)，而且也會藉以追求政治利益和目標 (Li and Yamada, 2009)。

企業從事盈餘管理的誘因、行為與工具，一直是產官學界重視的議題。中國證監會透過設定會計數字門檻監管資本市場，形成企業管理盈餘的特殊政策誘因。本研究期望對下列研究問題提供實證證據。首先，當中國企業具有盈餘管理誘因時，即指欲從事 IPO 或增發新股與送配股，會選擇以應計項目、實質交易活動或兩者從事盈餘管理，以符合中國證監會監管企業 IPO 或增發新股與送配股之會計數字門檻？中國公司股權結構中，國有股持股比例多寡是否會影響企業選擇以實質活動作為盈餘管理之工具？與過去盈餘管理文獻不同的是，本文檢視中國企業在監管的政策誘因之下，是否同時從事實質活動與應計項目之盈餘管理。

基此，本研究以 1999 年至 2009 年於中國深、滬證交所上市、非金融業之所有 A 股公司為研究對象，驗證具首次公開發行或發行新股盈餘管理誘因之上市公司，為了符合中國證監會之監管規定，而從事盈餘管理的情形。樣本公司之會計與股權相關數據，皆取自臺灣經濟新報社中國財經資料庫 (TEJ CHINA DB)。

主要實證結果發現：(1)樣本公司為達成證監會設定之會計數字門檻，欲首次公開發行的企業，傾向同時從事實質活動和應計項目的盈餘管理；而欲發行新股的企業，則選擇以應計項目作為盈餘管理的工具；(2)當國有股股東持股比例越高，從事實質盈餘管理的程度將增加。

本文除首節為緒論外，第貳節為文獻回顧與假說發展；第參節為研究設計，包含模型與研究樣本的描述；第肆節為實證結果。最後為本文之結論。

貳、文獻探討與假說建立

學術界與實務界都理解到管理當局確保盈餘資訊具更大有用性之有效監督的價值 (Firth, Fung, and Rui, 2007)。中國證監會對於企業首次公開發行（以下簡稱首發，IPO）以及 IPO 後能否發行新股，係以會計數字作為資本市場監管門檻，使得會計數字成了政策監管的工具。其基本條件為發行公司設立年度須滿三年且最近三個會計年度之淨利潤需為正數，並以扣除非經常性損益前後較低者作為計算依據，且在公司執行增發與送配股政策時，主要則以淨資產收益率(ROE)作為監管手段。茲將造成淨資產收益率在 6% 及 10% 監管門檻相關規定及其沿革，本文彙總於表 1：

表 1 淨資產收益率在 6% 及 10% 監管門檻相關規定

法令頒佈日 (法令標題)	淨資產收益率監管門檻	
	10%	6%
1994/9/28	三年平均 ROE \geq 10%	
1996/1/24	三年每年 ROE \geq 10%	
1999/3/17	三年平均 ROE \geq 10%	各年度不得低於 6%
2001/3/15		三年每年 ROE \geq 6%
2002/7/26	三年每年 ROE \geq 10%	

根據相關規定，1995 年至 2002 年中國證監會係以淨資產收益率，即淨利潤除以期末淨資產，監管上市公司新股的發行。中國企業欲申請 IPO、增發或送配股時，必須達成證監會監管市場的門檻。因此，本研究預期中國股票市場在淨資產收益率 0%、6% 及 10% 前後可能出現明顯的截斷現象。基此，本研究分別以 1995-2002、1995-1998、以及 1999-2002 為樣本期間，³觀察淨資產收益率與加權平均淨資產收益率的機率分配情形，如圖 1 所示。觀察圖 1 後發現，在監管門檻（0%、6% 及 10%）前後樣本分佈呈現清楚的截斷型態。

³ 根據發行新股之相關規定，1995 年至 2002 年中國證監會係以淨資產收益率，即淨利潤除以期末淨資產，監管上市公司新股的發行；2003 至 2009 年則是以加權平均淨資產收益率監管企業從事新股發行。

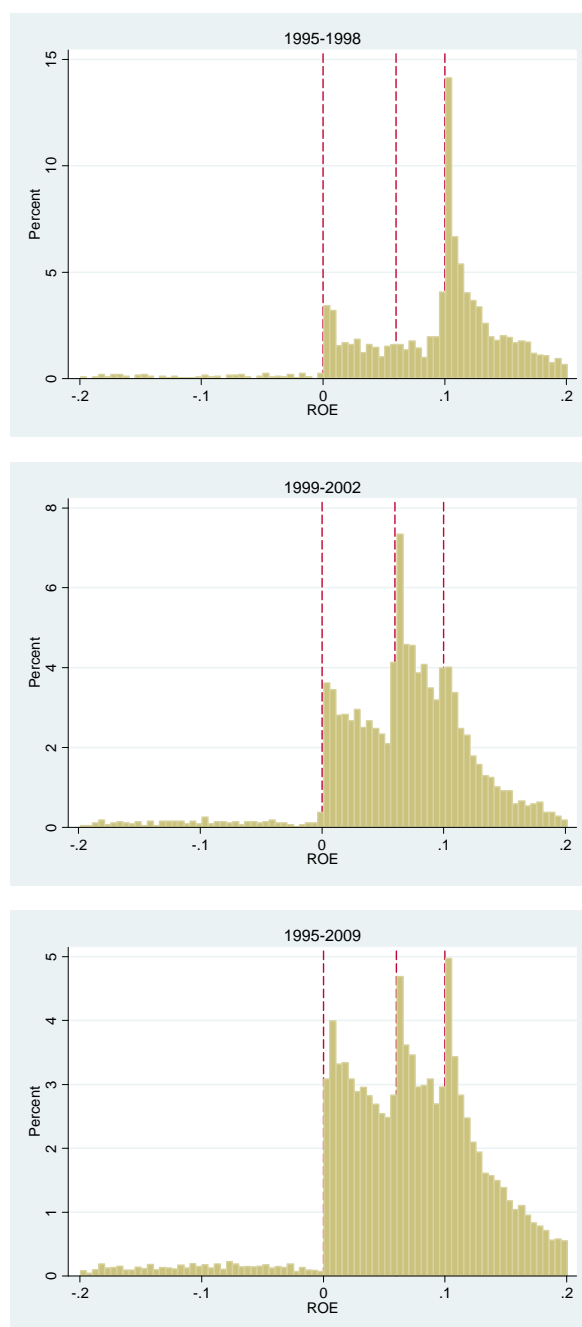


圖 1 淨資產收益率樣本分佈圖

另外，根據 2002 年 7 月 26 日中國證監會所頒佈《關於上市公司增發新股有關條件的通知》，欲發行新股者其最近三個會計年度加權平均淨資產收益率平均不低於 10%，且最近一個會計年度加權平均淨資產收益率不低於 10%，並以扣除非經常性損益後的淨利潤與扣除前的淨利潤較低者，作為計算依據。且根據《公開發行證券公司資訊披露編報規則第 9 號—淨資產收益率及每股收益的計算及披露》規定，加權平均淨資產收益率須按全面攤薄法及加權平均法計算之。因此，本研究分別以全面攤薄淨資產收益率（扣除非常損益後較低者）及加權平均淨資產收益率（扣除非常損益後較低者）繪製機率分配圖，發現 2003 年至 2009 年之

淨資產收益率於 10% 的門檻亦出現明顯的截斷現象。圖 2 為全面攤薄淨資產收益率之樣本分佈；圖 3 則為加權平均淨資產收益率之樣本分佈。

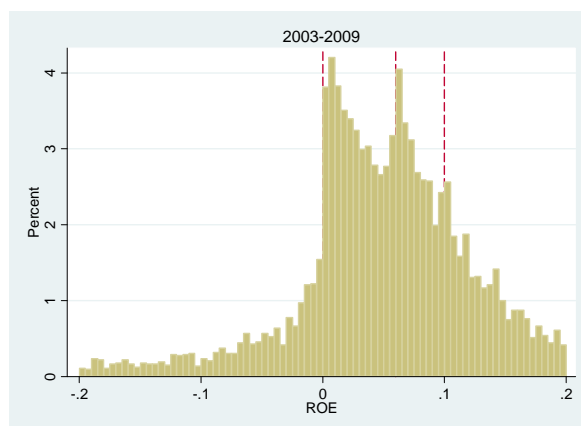


圖 2 2003 至 2009 年全面攤薄淨資產收益率之樣本分佈

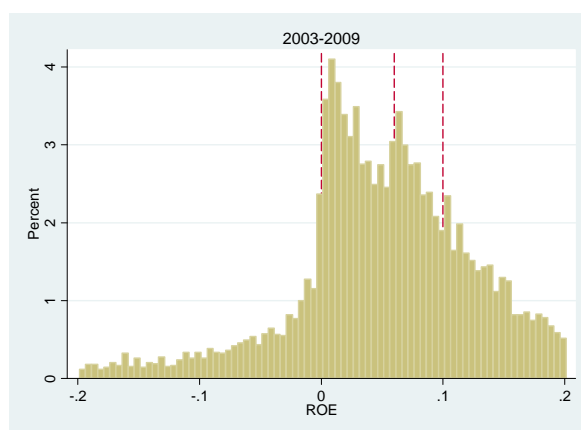


圖 3 2003 年至 2009 年加權平均淨資產收益率之樣本分佈

觀察圖 2 及圖 3 後，也發現 0% 與 10% 前後出現顯著的截斷型態，大於 0% 與 10% 的樣本比率明顯多於小於 0% 與 10% 者。此現象是否意謂著在樣本期間，欲 IPO、增發或送配股之上市公司可能存在將盈餘往上操弄，企圖符合中國證監會之監管門檻。

企業從事盈餘管理的動機、行為與操作工具，一直是產官學界皆重視的議題。近年來中國以國營企業民營化進行經濟改革，這也使得中國證券市場成為全球第六大證券交易市場，但因中國資本市場的封閉性與政策干預特性，中國證券市場會計數字有用性成為相當有趣的研究問題 (Firth, Fung, and Rui, 2007)。中國證監會對於 IPO 與發行新股的監管門檻，創造了企業操弄會計數字的誘因。

過去相關研究發現，企業的確會為了符合上市、發行新股或避免下市的管制規定，而操縱盈餘以達到監管門檻的行為或利用關聯銷貨交易操弄盈餘向上。例如，Aharony, Lee, and Wong (2000) 即是探討 IPO 前後是否有顯著不同的盈餘型態。上市公司若意圖向上操弄盈餘以達成 IPO 的門檻，其於 IPO 後的盈餘型態應有顯著的降低。其研究結果發現，SEO 經理人盈餘管理的誘因與機會會因為所屬產業與上市的地區別而有所不同，且屬於未受保護產業的樣本公司 IPO 後盈

餘顯著降低，另外，未受保護產業的樣本公司 IPO 後，營業活動現金流量是增加的，而應計項目是減少的。Kao, WU, and Yang (2009)也發現，平均而言，中國上市公司在 IPO 後的獲利能力出現下滑的情形，且長期股票績效也比較差。

其次，中國證監會規定，申請發行新股必須滿足淨資產收益率之會計數字門檻，為了達成或通過此監管門檻，發行公司有可能從事盈餘管理以通過發行新股的申請。例如，楊炎杰（2007）即以 1999 年至 2004 年為研究期間，觀察不同期間配股規定與上市公司盈餘管理間之關連性。其研究結果發現，在不同的配股規定適用期間，ROE 在 0%、6% 或 10% 附近呈現不連續的門檻現象，並發現欲申請發行新股之上市公司可能藉由應計項目盈餘管理操弄經常性利潤或以操弄非經常性利潤的方式，企圖達成或通過配股門檻。之所以存在略高於 0% 的現象，可能是因為公司普遍存有避免虧損之心理門檻與下市緩衝機制的影響，此現象無法完全歸諸於公司為了保有或通過配股門檻所致。

中國對於資本市場的監管不僅限於上市與發行新股，為了保護投資人的權益，也訂定有當上市公司出現異常財務狀況時之特殊處理、暫停股票交易和停止股票交易下市的規定。其主要規定為，當上市公司出現連續兩年虧損，其股票須註記特殊處理，受漲跌幅 5% 的限制；若第三年持續虧損，證交所須對其進行暫停股票交易處理；若第四年再持續虧損，即須令其股票停止交易下市。但若導致其股票成為特殊處理股票、暫停交易或停止交易的因素消除後，得依規定辦理恢復交易。官月緞（2006）即針對此監管規定探討中國大陸下市緩衝機制對於虧損公司盈餘管理的影響。其研究結果發現，第一年虧損的公司，「洗大澡」的會計策略相當顯著；第二年持續虧損者，為了規避管制，仍會持續調降盈餘，裁減性應計數或業外損益顯著為負；而第三年持續虧損者，次年為了規避下市危機，仍可發現盈餘美化的行為。

中國大部分的上市公司皆是從大型國有企業分離出來的，與母公司仍有相當緊密的關係。因此，中國母公司經理人可能會有強烈的動機，意圖以關係人交易支撐子公司的財務報表盈餘，以執行 IPO，並且在 IPO 後的期間掏空或轉移上市公司資產或利潤。例如，Jian and Wong (2010)以 1998 年至 2002 年之上市公司為對象，企圖驗證中國上市公司是否會透過異常關係人銷貨操弄盈餘向上。其研究結果發現，當公司有動機想要進行盈餘管理時，公司會透過關係人交易以提高營業利益，且發現當公司可以選擇關係人銷貨時，比較不會使用應計項目進行盈餘管理。Aharonya, Wang, and Yuan (2010)以 1999 年至 2001 年於上海證交所 IPO 的公司為研究對象，發現其母公司的確會在 IPO 前利用關係人交易將欲執行 IPO 的公司盈餘向上操弄。相較於上市公司之控制股東為 non-corporate-group，控制股東為 Corporate Group 時，RPTs 的程度較高。Jian and Wong (2010) 發現當上市公司有達到上市或避免下市，或發行新股之盈餘管理誘因時，該公司會報導異常高水準的 RP sales。

Schipper (1989) 定義「盈餘管理」為企業管理當局有目的的干預公司的財務報導過程，在資訊不對稱的前提下，操控實質交易或損益認列的時點以遂行盈餘目

標，意圖得到預期的經濟利益。具體而言，「盈餘管理」可說是企業管理當局運用其財務報導裁量權，積極的影響報表使用者及其利害關係人對於企業經營績效的認知，甚或達成各種以會計基礎衡量的契約條件 (Healy and Wahlen, 1999)。

過去研究探討企業管理當局從事盈餘管理活動，大多以分析其是否透過裁決性應計項目數字等行為工具來操縱盈餘，進而達成維持股價或滿足自利與其他目的(Healy, 1985; DeAngelo, 1986; Jones, 1991; Dechow, Sloan, and Sweeney, 1995; DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 1994)。換言之，過去文獻探討企業盈餘管理的動機與行為工具，多是以「應計項目」做為盈餘管理行為工具的主要變數，實證結果普遍支持盈餘管理動機與盈餘管理行為之間有密切的關聯 (Healy and Wahlen, 1999; Fields, Lys and Vincent, 2001; Jain and Kini 1994; Rangan 1998; Teoh et. al. 1998a; Cohen and Zarowin 2010)。然而，近期的盈餘管理文獻，除了裁決性的應計項目之外，開始重視操控實質交易的實質盈餘管理活動。

Schipper (1989)描述的盈餘管理定義中，明顯包含「實質」的盈餘管理，在一般公認會計原則 (Generally Accepted Accounting Principle, 簡稱GAAP) 所允許的彈性範圍內，藉由選擇投資或是財務規劃時點來改變所報導的盈餘或其項目，以遂行盈餘目標。簡言之，實質盈餘管理是藉由操縱企業的真实營運活動的時機與數額來調節盈餘，藉以達成盈餘管理目的。⁴許多研究也的確發現企業除了透過調整應計項目數之外，也會採用實質活動以進行盈餘管理 (Healy and Wahlen, 1999; Fudenberg and Tirole, 1995; Dechow and Skinner, 2000 ; Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008; Cohen et al., 2010 ; Cohen and Zarowin, 2010 ; Kim et al., 2010)。其中，Roychowdhury (2006)以1987年至2001年所有可自Compustat資料庫取得數據之上市公司為研究對象，發現企業會透過操縱實質交易活動以達成盈餘目標。Kim et al. (2010)企圖驗證企業債務契約與盈餘管理活動的關聯性。其研究發現，當企業越接近債務契約違約時，會從事更大量的實質活動的操弄。Cohen and Zarowin (2010)也提到經理人偏好從事實質盈餘管理，避免因僅從事應計項目盈餘管理而有無法達成盈餘門檻的風險。這樣的論據暗示了企業可能不僅從事應計項目盈餘管理也會從事實質盈餘管理。

管理實質活動對經理人來說操作成本較低，因為比較不會引起會計師的反對與主管機關的關注 (Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008)。但是，相較於應計項目盈餘管理而言，對股東來說，實質盈餘管理可能產生較大的長期成本，因為實質盈餘管理對未來現金流量會造成負面後果且可能會傷害企業的長期價值 (Roychowdhury, 2006; Cohen et al., 2008)。這類的長期成本導因於暫時性的促價折扣或是更寬鬆的信用條件，將會降低未來銷貨收入的邊際收益、限制有價值的研發投資與銷管活動支出，且(或)增加不必要之存貨生產的投資 (Roychowdhury, 2006; Gupta et al., 2010)。實務上，只要能將之適當地在財務報表中揭露，實質盈餘管理並不會影響會計師的審查意見或導致主管機關的主動審查 (Gupta et al.,

⁴ 例如：在接近年底時降低售價以利提高本期銷貨數量、延遲投資性計畫之項目、增減裁決性廣告或研發支出以及出售固定資產等，這些方式都會影響本期損益與每股盈餘。

2010)。而且，對管理當局而言，僅依賴應計項目盈餘管理是有風險的；由於企業會在應計項目和實質盈餘管理之間作選擇 (Zang, 2007; Cohen and Zarowin, 2010)，當企業管理應計項目的能力受限時，其更可能從事更大規模的實質盈餘管理。Ewert and Wagenhofer (2005)以分析性的研究方式證明了當會計準則的彈性降低時，企業傾向訴諸實質盈餘管理；而 Cohen et al. (2008)為 Ewert and Wagenhofer 的模型提供了實證的證據。

整體而言，過去的研究指出企業同時藉由管理應計項目和實質活動以極大化其評價、避免債權契約的違反以及（或者）避免嚴重的管制後果 (Zang, 2007; Cohen et al., 2008)。儘管早期的研究強調應計項目的盈餘管理 (Jones, 1991; Teoh, Welch, and Wong, 1998; Healy and Wahlen, 1999; Fields, Lys and Vincent, 2001; Jain and Kini, 1994; Rangan, 1998)，近期有大量的研究建議審視企業進行實質活動操作的誘因、性質與範圍，以及與應計項目盈餘管理間的關聯性 (Dechow and Skinner, 2000; Ewert and Wagenhofer, 2005; Roychowdhury, 2006; Cohen, Mashruwala, and Zach, 2010; Kim et al., 2010; Zang, 2007; Cohen et al., 2008; Cohen and Zarowin, 2010)。

中國資本市場中進行盈餘管理是相當普遍的現象，其盈餘管理的方法也不侷限於會計政策的選擇，還包括會計變更、資產重組、資產置換等方法 (張婧，2006)。由於中國證監會對於股票的發行係以會計數字作為監管資本市場之工具，因此，企業的確會為了符合上市 (Aharony, Lee, and Wong, 2000)、發行新股 (楊炎杰，2007; 鄧妍姿，2005) 或避免下市的管制規定 (官月緞，2006)，而操縱盈餘以達到監管門檻 (張婧，2006; Chen and Yuan, 2004; Haw, Qi, Wu, and Zang, 2005; Yu, Du, and Sun, 2006; Fung, Leung, and Zhu, 2008) 或利用關聯銷貨交易操弄盈餘向上 (Jian and Wong, 2010; Aharony, Wang, and Yuan, 2010)，以獲得更多的權益資本。

基於前述文獻的討論，本研究預期當中國企業決定如何管理其盈餘時，會在應計項目和實質盈餘管理之間作選擇。在其他條件不變的情況下，當應計項目盈餘管理的成本較高時，企業更有可能從事實質盈餘管理。因此，本研究預期中國上市公司不僅以應計項目為盈餘管理工具，也會從事利用實質交易活動從事盈餘管理。尤其，Zang (2007) and Cohen et al. (2008) 認為更嚴厲的訴訟和監管制度的存在，使得企業有從事實質盈餘管理的動機。這樣的情況之所以會發生是因為實質盈餘管理不會直接涉及任何法律或監管的違反，只要適當地將之揭露於財務報表。基此，本研究預期當企業企圖符合上市、增發或配股的監管門檻時，除了選擇應計項目外，也會從事實質交易操弄盈餘向上。綜上所述，本文提出假說 1 如下：

假說 1：企業在上市、增發或配股的前三年及當年度，會以實質盈餘管理或應計項目盈餘管理（或兩者皆有）為工具，操弄盈餘。

1a：企業在上市的前三年及當年度，會以實質盈餘管理或應計項目盈餘管理（或兩者皆有）為工具，操弄盈餘。

1b：企業在增發或配股的前三年及當年度，會以實質盈餘管理或應計項目盈餘管理（或兩者皆有）為工具，操弄盈餘。

基於中國資本市場特殊的政經背景及市場發展，其股權分置制度呈現非流通股與流通股之雙軌所有權的特殊結構。具體而言，中國資本市場大部分的上市公司都是來自國有企業剝離上市（Carve-Out），子公司並未脫離母公司的控制，而形成了母公司對子公司具有相當控制權。此種獨有的母子公司結構不僅讓中國上市公司具有許多特殊的股權結構（Firth, Fung, and Rui, 2007）：股票種類多樣、結構複雜、股權向國有股高度集中，流通股份比例較小（張婧，2006）。國有股主要由 SAMB（國家財產管理局）所持有，部分由中央政府國營企業（SOECG）或地方政府國營企業（SOELG）所持有。這樣獨特的股權結構也直接導致 IPO 前機會主義盈餘管理行為（Aharony, Wang, and Yuan, 2010）。Guedhami, Pittman, and Saffar (2009) 研究結果發現，相對於有外資股東的公司，國有股的公司為了保護他們的政治利益，有較強的動機去操縱財務報表，隱藏公司的真實績效。政府股東持股比例越低，盈餘越穩健（Bushman and Piotroski, 2006）。毛洪濤和吳將君（2007）研究結果指出，A 股市上市公司股權越集中，公司的應計利潤越容易為大股東所操弄，同時，若大股東為國有股東將更容易操縱應計利潤。另外，Chen, Lee, and Li (2008) 和 La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999) 也提到，國有股之控制股東可能透過利益輸送和掏空資產的方式，損害少數股東的利益；中國上市公司的控制股東經常透過高現金股利政策、關係人資產交易及資金佔用等方式獲取私人利益，也就是 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2000) 所稱的利益輸送。而中國於 1990 年代開始的財政改革，迫使地方政府為了地方經濟必須吸引更多的資金投入，再加上 IPO 配額制度（IPO quotas system）的嚴格規定，當地方政府為上市公司之大股東時，兩者間形成了衝突和合謀勾結的複雜關係，其極可能會利用其權力協助上市公司進行盈餘管理，操弄盈餘向上超過增發或避免下市的門檻，規避中央政府的管制（Chen, Lee, and Li, 2008）。當國有股東持股比例高時，其會想要把企業的績效扭轉成最有利的結果（Tian and Estrin, 2008），而且也會藉以追求政治利益和目標（Li and Yamada, 2009）。綜上所述，本研究預期當企業股權結構存在國有股時，其不僅會操弄應計利潤，也會從事實質活動之盈餘管理。據此，建立研究假說 2：

假說 2：若企業股權結構存在國有股東且控制應計項目盈餘管理的影響下，其國有股東持股比例會影響企業選擇實質盈餘管理為操弄盈餘的工具。

參、研究設計

本研究以 1999 年至 2009 年於中國深圳證券交易所及上海證券交易所上市之所有 A 股上市公司為研究對象，探討中國 A 股上市公司是否從事盈餘管理，以符合中國證監會對於上市、增發與送配股之會計數字監管門檻。樣本公司之會計與股權相關數據，皆取自臺灣經濟新報社中國財經資料庫（TEJ CHINA DB）。

本研究採用 Roychowdhury (2006) and Cohen et al. (2008) 發展本研究實質盈

餘管理方面的代理變數，以營業活動現金流量、裁決性費用和生產成本之異常水準，觀察是否有從事實質活動操作的徵兆。在估計此三項變數之異常水準，係採用 Cohen et al. (2008) 的作法，分別以迴歸模型(A)、(B)和(C)的殘差估計異常現金流量 (*AbnCFO*)、異常生產成本 (*AbnProd*) 和異常裁決性費用 (*AbnDiscexp*)。

$$CFO_{it}/Assets_{i,t-1} = a_{1t} (1/Assets_{i,t-1}) + a_{2t} (Sales/Assets_{i,t-1}) + a_{3t} (\Delta Sales/Assets_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

其中，*CFO* 為營業活動之現金流量。

$$Prod_{it}/Assets_{i,t-1} = b_{1t} (1/Assets_{i,t-1}) + b_{2t} (Sales_{i,t}/Assets_{i,t-1}) + b_{3t} (\Delta Sales_{i,t}/Assets_{i,t-1}) + b_{4t} (\Delta Sales_{i,t-1}/Assets_{i,t-1}) + e_{it} \dots\dots (2)$$

其中，*Prod* 為第 *t* 年主要營業成本⁵與存貨變動之合計數。

$$Discexp_{it}/Assets_{i,t-1} = c_{1t} (1/Assets_{i,t-1}) + c_{2t} (Sales/Assets_{i,t-1}) + v_{it} \dots\dots\dots (3)$$

其中，*Discexp* 為銷管費用。⁶

本研究也採用 Cohen et al. (2008) 的作法，合併此三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即以三種標準化的個別指標的合計數（即 $-StdAbnCFO + StdAbnProd - StdAbnDiscexp$ ）來計算實質盈餘管理複合指標，*REM*。*REM* 越高意味著整體實質盈餘管理的程度越高。另外，為了提供更多與實質盈餘管理相關資訊，本研究將同時說明複合實質盈餘管理指標 (*REM*) 和三種個別實質盈餘管理指標 (*AbnCFO*, *AbnProd*, and *AbnDiscexp*) 的迴歸檢定結果。

根據本研究之研究目的，建立迴歸模型(D)以驗證研究假說 1：

$$Incentive_k = \alpha + \beta_1 REM + \beta_2 AbnAccruals + \sum_j r_j CV \dots\dots\dots (4)$$

其中，依變數 *Incentive_k* 為盈餘管理誘因代理變數，為虛擬變數。當 *k=1*，即 *Incentive₁*，係指當企業於第 *t* 年首次公開發行上市 (IPO)，則設定第 *t* 至第 *t-3* 年各年度為 1，其他為 0；當 *k=2* 時，即 *Incentive₂* 時，係指當企業於第 *t* 年執行增發或送配股，則設定第 *t* 至 *t-3* 年各年度為 1，其他為 0。模型(D)主要解釋變數為實質盈餘管理代理變數 $-REM$ ，和應計項目盈餘管理變數 $-AbnAccruals$ 。*REM* 係以 Cohen et al. (2008) 為基礎，採複合性指標，預期符號為正。*AbnAccruals* 則是以修正後 Jones (1991) 模型估計裁決性應計項目，並採用 Kothari et al (2005) 的作法控制同期之會計績效。

另外，這三種實質活動皆會直接影響營業活動現金流量。第一，企業可以透過提高售價折扣或者延長信用條件改變銷貨時點的方式，可以提高銷售量、提高當期盈餘。第二，企業可以透過增加生產的方式報導較低的銷貨成本，以及較高

⁵ 中國上市公司利潤表僅披露主要營業成本，銷貨成本表達於主要營業成本項下。

⁶ Cohen et al. (2008) 對於異常裁決性費用之估計，係以廣告費用、研究發展費用、和銷管費用合計數進行估計。然中國上市公司利潤表將廣告費用涵括在銷管費用中，並未另外披露，且研究發展費用數據僅披露 2008-2009 年。因此，本研究於估計異常裁決性費用時僅以銷管費用估計之。

的生產成本。第三、企業可以透過減少裁決性的費用，包括廣告費用、研究發展費用以及銷管費用，以提高當期盈餘與營業活動現金流量。這三種實質活動不僅可能造成營業活動現金流量有異常低的水準，且（或）裁決性費用有異常低的水準，且（或）生產成本異常高的水準。基此，本研究預期標準化後營業活動現金流量異常水準（*StdAbnCFO*）迴歸係數符號為負、標準化後生產成本異常水準（*StdAbnPROD*）符號為正、和標準化後裁決性費用（*StdAbnDiscexp*）符號為負。

最後，本研究採用下列變數，以控制公司特性對迴歸檢定結果的影響。首先，本研究以樣本對象期末總資產取自然對數（*SIZE*），以控制公司規模對盈餘管理行為的影響；DeFond and Park (1997)指出公司槓桿程度越高，違反債務契約風險越高，據此，本研究將負債比率變動數以期初總資產平減（ ΔLEV ）以控制財務狀況對公司盈餘管理的影響；Dechow et al. (1995)研究指出當現金流量異常的大時，裁決性應計項目可能存在衡量誤差，本研究迴歸模型納入按前期總資產平減之營業活動現金流量（*CFO*）以控制此潛在的衡量誤差；另外，由於公司資產規模大小會影響公司運用資產所產生報酬，故以資產報酬率（*ROA*）控制公司規模對盈餘的影響。除上述變數外，亦控制產業別與會計年度對檢定結果的影響。

迴歸模型(4)中，*CV*為控制變數，相關控制變數定義如下所示：

SIZE：以期末總資產取自然對數。

LEV：總負債／總資產。

ROA：主要營業收入淨額／總資產

CFO：為營業活動淨現金流量，以前期總資產平減之。

ΔLEV ：總負債變動數，以前期總負債平減之。

Industry：產業別（排除金融業），依中國證監會行業代碼分類。

Year：會計年度。

另外，本研究建立迴歸模型(5)以驗證研究假說2，藉以探討當中國上市公司股權結構中存在國有股東，在控制應計項目盈餘管理條件下，其持股比例對企業採取實質活動以操弄盈餘的影響：

$$REM_{it} = d_0 + d_1 StateShare_{it} + d_2 AbnAccruals_{it} + d_3 LagNP_{it} + d_4 LagLEV_{it} + d_5 LagROA_{it} + d_6 LagSIZE_{it} + \sum_l Industry + \sum_m Year + e \quad \dots(5)$$

其中，依變數為實質盈餘管理代理變數 *REM*。*StateShare* 則是指樣本公司之股權結構國有股東持股比例。相關控制變數定義如下：

AbnAccruals：*AbnAccruals*，則是以修正後 Jones (1991) 模型估計裁決性應計項目，並採用 Kothari et al (2005)的作法控制同期之會計績效。

LagSIZE：前期期末總資產取自然對數。

LagLEV：前期負債比率，負債比率＝總負債／總資產。

LagROA：前期總資產報酬率，總資產報酬率＝主要營業收入淨額／總資產。

LagCFO：營業活動淨現金流量以前期總資產平減之，再取前期。

LagNP：為前期淨利潤變動數取自然對數。

Industry：產業別（排除金融業），依中國證監會行業代碼分類。

Year：會計年度。

肆、實證結果

本研究以 1999 年至 2009 年為研究期間，樣本為 A 股公司，然因金融與保險業之性質特殊，其報表與一般產業較不具比較基礎，予以排除。樣本對象之會計與股權數據皆取自臺灣經濟新報社中國財經資料庫 (*TEJ CHINA DB*)，樣本公司在研究期間內若有遺漏值或資料不全者，亦加以排除，最終樣本觀察值共計 7,208 筆。本研究依據中國證監會之行業代碼分類將樣本進行分類，共分為 20 類，其中機械、設備和機器產業最多，佔 15.26%，其次為造紙及印刷業，佔 11.70%；依據每年之樣本數觀察，2005 年至 2006 年樣本增加 9%，且從 2006 年至 2009 年樣本有逐年增加之趨勢。樣本之產業分佈情形，如表 1。

本節將實證結果分成兩大部分進行討論與分析：第一部分，為驗證具盈餘管理誘因公司是否會選擇以實質盈餘管理或應計項目盈餘管理或兩者，從事盈餘操弄。第二部分，則是在控制應計項目盈餘管理工具下，驗證具盈餘管理誘因之公司其國有股股權結構是否會影響其選擇實質盈餘管理以操弄盈餘。且為避免極端值可能對研究結果造成之影響，本文以溫賽化 (*winsorized*) 方式，針對上下各 1% 之樣本進行極端值處理。

一、盈餘管理誘因、實質盈餘管理和應計項目盈餘管理間之關聯性

(一) 敘述統計與相關係數

表 2 為敘述統計結果。觀察表 2 後發現，研究期間內具有 IPO 盈餘管理誘因，即於第 t 年 IPO 且第 $t-1$ 至 $t-3$ 皆有數據者 ($Inentive_1$)，平均佔全部樣本中的 11.10%；而具有增發新股與送配股之盈餘管理誘因，即於第 t 年增發新股與送配股且第 $t-1$ 至 $t-3$ 皆有數據者 ($Inentive_2$)，平均佔全部樣本中的 59.6%；標準化之異常營業活動現金流量 ($StdAbnCFO$) 之平均數為 -0.009，最大值為 2.518；標準化過量生產之異常存貨 ($StdAbnPROD$) 之平均數為 -0.023，最大值為 1.817；標準化之異常裁決性費用 ($StdAbnDISX$) 之平均數為 -0.028，最大值為 3.716。採用 Kothari et al. (2005) 考量績效影響模型所估計之裁決性應計數 ($AbnAccruals$) 平均數為 0.007，最大值則有 0.279；樣本中平均負債比率 (LEV) 為 48.8%，然而調整極端值之影響後，仍有發現負債比率極大值有高達 220.5% 之公司；平均資產報酬率 (ROA) 為 4.7%，最大值為 22.8%；平均營運現金流量佔前期資產之比率 (CFO) 為 6.4%，最大值則為 39.4%；最後，平均負債的變動數佔前期負債之比率 (ΔLEV) 為 25.1%。

表 1 樣本分佈表

產業別	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合計(家數)	比率 (%)
A 衣林牧漁業	7	10	9	5	13	9	5	27	25	27	31	168	2.33
B 採掘業	7	7	5	5	8	5	8	20	20	20	19	124	1.72
D 電力、水的生產、煤氣和供應業	13	25	15	16	18	17	18	47	47	42	39	297	4.12
E 建築業	4	4	6	7	6	5	8	20	23	22	23	128	1.78
F 交通運輸、倉儲業	14	15	14	18	17	19	21	45	48	45	44	300	4.16
G 信息技術業	23	23	19	17	25	25	21	64	72	75	93	457	6.34
H 批發和零售貿易	16	36	33	18	25	26	16	63	64	68	68	433	6.01
I 房地產業	26	35	27	22	25	25	24	64	69	82	82	481	6.67
J 社會服務業	8	12	9	9	6	8	7	29	34	29	37	188	2.61
K 傳播與文化產業	0	0	2	3	4	2	4	6	7	8	10	46	0.64
L 綜合業	17	13	21	12	17	12	6	37	40	43	42	260	3.61
C0 食品、飲料	13	18	21	11	23	15	17	47	45	46	58	314	4.36
C1 紡織、皮毛、服裝	6	19	24	8	22	18	17	45	55	53	51	318	4.41
C3 木材、家具	5	10	8	4	8	4	8	19	22	24	27	139	1.93
C4 造紙、印刷	38	54	39	34	50	51	46	117	127	143	144	843	11.70
C5 電子	12	13	9	12	14	14	17	45	57	62	64	319	4.43
C6 金屬、非金屬礦物	26	40	31	33	39	39	39	100	116	112	101	676	9.38
C7 機械、設備和機器	52	56	53	48	45	55	61	160	175	187	208	1,100	15.26
C8 醫藥、生物製品	24	29	34	26	22	37	27	76	78	83	85	521	7.23
C9 其他製造業	0	4	4	4	2	5	6	16	19	17	19	96	1.33
合計(家數)	311	423	383	312	389	391	376	1,047	1,143	1,188	1,245	7,208	100.00
比率 (%)	4.31	5.87	5.31	4.33	5.40	5.42	5.22	14.53	15.86	16.48	17.27	100.00	

說明：產業別係依據中國證監會之行業代碼分類將樣本進行分類。

表 3 為 *Pearson* 相關係數表。觀察表 3 後發現，IPO 盈餘管理誘因 ($Incentive_1$) 與實質盈餘管理之複合指標 (REM) 及裁決性應計數 ($AbnAccruals$) 間皆呈顯著正相關 (p 值分別為 0.058、0.000)，此意謂著欲 IPO 者傾向以實質活動和應計項目從事盈餘管理，企圖達到中國證監會監管門檻；增發配股盈餘管理誘因 ($Incentive_2$) 與裁決性應計數 ($AbnAccruals$) 間呈現顯著正相關 (p 值=0.000)，表示欲發行新股者傾向以應計項目從事盈餘管理；增發配股盈餘管理誘因 ($Incentive_2$) 與實質盈餘管理之複合指標 (REM) 間雖呈現負相關，但不具統計顯著性。其次，就公司特性而言，總資產報酬率 (ROA) 與營運現金流量佔前期總資產比率 (CFO) 愈高者，傾向從事公開發行；負債比率 (LEV)、負債變動數佔前期負債比率 (ΔLEV) 以及公司規模 ($SIZE$) 愈大者，較不會進行公開發行之決策；裁決性應計數 ($AbnAccruals$)、公司規模 ($SIZE$)、資產報酬率 (ROA)、營運現金流量佔前期總資產比率 (CFO) 及負債變動數佔前期負債比率 (ΔLEV) 越高者，越傾向發行新股。

綜上所述，規模越大的公司較不可能 IPO，但傾向發行新股。而且當有 IPO 盈餘管理誘因時，傾向以實質活動或應計項目從事盈餘管理；有發行新股盈餘管理誘因時，傾向以實質活動為盈餘管理工具。

表 2 敘述統計表 (N=7,208)

變數名稱	平均數	標準差	最小值	第一四分位數	中位數	第三四分位數	最大值
$Incentive_1$	0.111	0.314	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$Incentive_2$	0.596	0.491	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
REM	0.012	1.719	-5.668	-0.814	0.007	0.874	4.995
$StdAbnCFO$	-0.009	0.880	-2.686	-0.450	0.015	0.472	2.518
$StdAbnPROD$	-0.023	0.539	-1.885	-0.250	-0.022	0.212	1.817
$StdAbnDISX$	-0.028	0.888	-2.439	-0.429	-0.106	0.291	3.716
$AbnAccruals$	0.007	0.088	-0.239	-0.042	0.004	0.050	0.279
$SIZE$	14.395	1.051	11.920	13.659	14.280	15.021	17.388
LEV	0.488	0.246	0.077	0.335	0.480	0.612	2.205
ROA	0.047	0.069	-0.366	0.025	0.048	0.076	0.228
CFO	0.064	0.104	-0.239	0.009	0.058	0.120	0.394
ΔLEV	0.251	0.576	-0.619	-0.046	0.123	0.384	3.358

變數定義，說明於后。 $Incentive_1$ ：係指當企業於第t年首次公開發行上市 (IPO)，則設定第t至t-3年之各年度為1，其他為0； $Incentive_2$ ：當企業當年度 (第t年) 執行配股、送股與增發，則設定第t至t-3年各年度為1，否則為0； REM ：採用Cohen et al. (2008) 的作法，合併標準化後 $AbnCFO$ 、 $AbnProd$ 及 $AbnDiscexp$ 三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後 $AbnCFO$ +標準化後 $AbnProd$ -標準化後 $AbnDiscexp$ 來計算實質盈餘管理複合指標； $AbnAccruals$ ：以Kothari et al. (2005)之模型估計裁決性應計數； $StdAbnCFO$ ：指標準化後異常現金流量。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常現金流量 ($AbnCFO$) 再予以標準化。和異常裁決性費用 ($AbnDiscexp$) 標準化之異常營業活動現金流量； $StdAbnPROD$ ：係指標準化過量生產之異常存貨。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常生產成本 ($AbnProd$)，再予以標準化； $StdAbnDISX$ ：係指標準化之異常裁決性費用。利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化； $SIZE$ ：公司規模，以公司年底總資產 (單位：千元) 取自然對數； LEV ：負債比率，以公司年底總負債除以年底總資產； ROA ：資產報酬率，以當年度淨利除以年底總資產； CFO ：以營業活動之淨現金流量除以前期總資產； ΔLEV ：當期與前期總負債之變動數，再除以前期總負債。

表3 相關係數表 (n=7,208)

	<i>Incentive₁</i>	<i>Incentive₂</i>	<i>REM</i>	<i>StdAbnCFO</i>	<i>StdAbnPROD</i>	<i>StdAbnDISX</i>	<i>AbnAccruals</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>CFO</i>	Δ <i>LEV</i>
<i>Incentive₁</i>	1.000											
<i>Incentive₂</i>	0.278*** (0.000)	1.000										
<i>REM</i>	0.022* (0.058)	-0.018 (0.137)	1.000									
<i>StdAbnCFO</i>	-0.049*** (0.000)	-0.019 (0.100)	-0.676*** (0.000)	1.000								
<i>StdAbnPROD</i>	-0.063*** (0.000)	-0.053*** (0.000)	0.736*** (0.000)	-0.320*** (0.000)	1.000							
<i>StdAbnDISX</i>	-0.022* (0.057)	0.028** (0.016)	-0.724*** (0.000)	0.135*** (0.000)	-0.432*** (0.000)	1.000						
<i>AbnAccruals</i>	0.164*** (0.000)	0.133*** (0.000)	0.513*** (0.000)	-0.795*** (0.000)	0.192*** (0.000)	-0.068*** (0.000)	1.000					
<i>SIZE</i>	-0.198*** (0.000)	0.020* (0.094)	-0.084*** (0.000)	0.093*** (0.000)	-0.012 (0.289)	0.071*** (0.000)	-0.052*** (0.000)	1.000				
<i>LEV</i>	-0.230*** (0.000)	-0.187*** (0.000)	0.097*** (0.000)	-0.125*** (0.000)	0.164*** (0.000)	0.013 (0.268)	-0.011 (0.329)	0.134*** (0.000)	1.000			
<i>ROA</i>	0.203*** (0.000)	0.287*** (0.000)	-0.159*** (0.000)	0.186*** (0.000)	-0.196*** (0.000)	0.016 (0.169)	0.058*** (0.000)	0.109*** (0.000)	-0.430*** (0.000)	1.000		
<i>CFO</i>	0.059*** (0.000)	0.037*** (0.002)	-0.588*** (0.000)	0.827*** (0.000)	-0.277*** (0.000)	0.137*** (0.000)	-0.788*** (0.000)	0.111*** (0.000)	-0.160*** (0.000)	0.332*** (0.000)	1.000	
Δ <i>LEV</i>	-0.041*** (0.000)	0.139*** (0.000)	0.023** (0.047)	-0.038*** (0.001)	0.152*** (0.000)	0.107*** (0.000)	0.117*** (0.000)	0.140*** (0.000)	0.069*** (0.000)	0.105*** (0.000)	0.051*** (0.000)	1.000

括弧內為p值。***、**與*分別表示達1%、5%與10%之雙尾統計顯著水準。變數定義，說明於后。*Incentive₁*：係指當企業於第t年首次公開發行上市 (IPO)，則設定第t至t-3年之各年度為1，其他為0；*Incentive₂*：當企業當年度 (第t年) 執行配股、送股與增發，則設定第t至t-3年各年度為1，否則為0；*REM*：採用Cohen et al. (2008) 的作法，合併標準化後 *AbnCFO*、*AbnProd*及*AbnDiscexp*三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後*AbnCFO*+標準化後*AbnProd*-標準化後*AbnDiscexp*來計算實質盈餘管理複合指標；*AbnAccruals*：以Kothari et al. (2005) 之模型估計裁決性應計數；*StdAbnCFO*：指標準化後異常現金流量，採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常現金流量 (*AbnCFO*) 再予以標準化。和異常裁決性費用 (*AbnDiscexp*) 標準化之異常營業活動現金流量；*StdAbnPROD*：係指標準化後異常存貨。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常生產成本 (*AbnProd*)，再予以標準化；*StdAbnDISX*：係指標準化之異常裁決性費用，利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化；*SIZE*：公司規模，以公司年底總資產 (單位：千元) 取自然對數；*LEV*：負債比率，以公司年底總負債除以年底總資產；*ROA*：資產報酬率，以當年度淨利除以年底總資產；*CFO*：以營業活動之淨現金流量除以前期總資產； Δ *LEV*：當期與前期總負債之變動數，再除以前期總負債。

(二)迴歸檢定結果

表 4 為 IPO 盈餘管理誘因 ($Incentive_1$) 與盈餘管理行為間之迴歸檢定結果。其中,第(1)欄,迴歸模型中實質盈餘管理代理變數為複合指標 REM ;第(2)(3)(4)欄,則將迴歸模型中分別以實質盈餘管理個別指標 $StdAbnCFO$ 、 $StdAbnPROD$ 和 $AbnAccruals$ 取代複合性指標 REM 。檢定結果發現,IPO 盈餘管理誘因($Incentive_1$) 與實質盈餘管理複合指標 (REM) 間呈現顯著正相關(係數為 0.071, p 值=0.001),與應計項目盈餘管理指標間亦為顯著正相關,係數為 11.770 (p 值=0.000),顯示當企業有 IPO 的誘因時,會同時選擇實質活動和應計項目從事盈餘操弄,以達成中國證監會之監管規定,符合本研究之預期。

其次,觀察第(2)(3)(4)欄實質盈餘管理三項個別指標之檢定結果後,發現標準化後異常營業活動現金流量 ($StdAbnCFO$) 和標準化之異常裁決性費用 ($StdAbnDISX$) 皆與 IPO 盈餘管理誘因 ($Incentive_1$) 間呈現顯著負相關,係數分別為-0.274 (p 值=0.000) 及-0.065 (p 值=0.036),與本研究預期相符。然而,IPO 盈餘管理誘因 ($Incentive_1$) 與標準化過量生產之異常存貨 ($StdPROD$) 雖未達統計顯著性,但其間關係呈現正相關,與預期方向相符。由此觀之,發現不論是以實質盈餘管理複合指標,抑或是以三種個別指標進行檢定,其結果相一致。也就是說,在 IPO 盈餘管理誘因下,中國上市公司為了符合監管規定之要求,的確會同時使用實質活動和應計項目兩者從事盈餘的操弄。在控制變數方面,營運活動現金流量佔前期資產比重較高之公司,比較會有申請公開發行的動機;公司規模、負債比率及負債變動數愈大之公司較不會申請公開發行。整體而言,模型解釋力達 34%。

表 5 為發行新股盈餘管理誘因 ($Incentive_2$) 與盈餘管理行為間之迴歸檢定結果。其中,第(1)欄,迴歸模型中實質盈餘管理代理變數為複合指標 REM ;第(2)(3)(4)欄,則將迴歸模型中分別以實質盈餘管理個別指標 $StdAbnCFO$ 、 $StdAbnPROD$ 和 $AbnAccruals$ 取代複合性指標。研究結果發現,發行新股盈餘管理誘因($Incentive_2$) 與裁決性應計數呈現顯著正向相關 (p 值為 0.000),顯示具發行新股誘因的公司使用應計項目從事盈餘的操弄仍是普遍之做法。另外,具發行新股盈餘管理誘因 ($Incentive_2$) 與實質盈餘管理複合指標 (REM) 間呈現負向相關,但不具統計顯著性(係數為-0.004; p 值為 0.814)。此結果與具 IPO 誘因者會同時選擇實質活動和應計項目兩種盈餘管理工具並不相同。雖然在實質盈餘管理複合指標的檢定結果並沒有提供支持的證據,但具發行新股誘因的公司,除了標準化後異常營業活動現金流量 ($StdAbnCFO$) 仍與發行新股盈餘管理誘因間呈顯著負相關(係數為-0.019, p 值=0.013),與本文預期相符,其他兩項實質盈餘管理個別指標均未達統計顯著水準。然本研究並無法據以推論具發行新股誘因的公司會不做實質盈餘管理,甚至少做盈餘管理,或者採用應計項目操弄盈餘已足以達成監管門檻,此問題宜再深入探討。在控制變數方面,顯示公司規模、資產報酬率、營運現金流量佔前期資產比率及負債變動數佔前期負債比率較高之公司比較可能申請發行新股,而當期負債比率較高之公司,則較不會有此誘因。整體而言,此模型解釋力皆達 20%。

表4 IPO盈餘管理誘因與盈餘管理行為間之迴歸檢定結果

迴歸模型：

$$Incentive_{1,ii} = a_0 + a_1 REM_{ii} + a_2 AbnAccruals_{ii} + a_3 SIZE_{ii} + a_4 LEV_{ii} + a_5 ROA_{ii} + a_6 CFO_{ii} + a_7 \Delta LEV_{ii} + \sum_l Industry_l + \sum_m Year_m$$

變數名稱	實質盈餘管理代理變數			
	(1) <i>REM</i>	(2) <i>StdAbnCFO</i>	(3) <i>StdAbnPROD</i>	(4) <i>StdAbnDISX</i>
<i>Intercept</i>	2.973*** (0.000)	2.965*** (0.000)	3.170*** (0.000)	3.091*** (0.000)
<i>REM</i>	0.071*** (0.001)			
<i>StdAbnCFO</i>		-0.274*** (0.000)		
<i>StdAbnPROD</i>			0.061 (0.315)	
<i>StdAbnDISX</i>				-0.065** (0.036)
<i>AbnAccruals</i>	11.770*** (0.000)	10.832*** (0.000)	11.960*** (0.000)	12.024*** (0.000)
<i>SIZE</i>	-0.325*** (0.000)	-0.327*** (0.000)	-0.337*** (0.000)	-0.332*** (0.000)
<i>LEV</i>	-1.187*** (0.000)	-1.223*** (0.000)	-1.173*** (0.000)	-1.156*** (0.000)
<i>ROA</i>	0.410 (0.498)	0.432 (0.476)	0.308 (0.606)	0.253 (0.669)
<i>CFO</i>	9.633*** (0.000)	10.210*** (0.000)	9.142*** (0.000)	9.203*** (0.000)
ΔLEV	-0.441*** (0.000)	-0.455*** (0.000)	-0.443*** (0.000)	-0.425*** (0.000)
<i>Industry</i>		Included		
<i>Year</i>		Included		
<i>N</i>		7,208		
pseudo R^2	0.343	0.345	0.340	0.341

括弧內為經White (1980) 與cluster standard deviation調整個別公司變異數後之p值；***、**、及*分別表示達1%、5%及10%之雙尾顯著水準。為節省空間，未列示會計年度 (Year) 與產業別 (Industry) 固定效果項之迴歸係數。變數定義，說明於后。*Incentive*₁：係指當企業於第t年首次公開發行上市 (IPO)，則設定第t至t-3年之各年度為1，其他為0；*REM*：採用Cohen et al. (2008) 的作法，合併標準化後*AbnCFO*、*AbnProd*及*AbnDiscexp*三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後*AbnCFO*+標準化後*AbnProd*-標準化後*AbnDiscexp*來計算實質盈餘管理複合指標；*AbnAccruals*：以Kothari et al. (2005)之模型估計裁決性應計數；*StdAbnCFO*：指標準化後異常現金流量。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常現金流量 (*AbnCFO*) 再予以標準化。和異常裁決性費用 (*AbnDiscexp*) 標準化之異常營業活動現金流量；*StdAbnPROD*：係指標準化過量生產之異常存貨。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常生產成本 (*AbnProd*)，再予以標準化；*StdAbnDISX*：係指標準化之異常裁決性費用。利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化；*SIZE*：公司規模，以公司年底總資產 (單位：千元) 取自然對數；*LEV*：負債比率，以公司年底總負債除以年底總資產；*ROA*：資產報酬率，以當年度淨利除以年底總資產；*CFO*：以營業活動之淨現金流量除以前期總資產； ΔLEV ：當期與前期總負債之變動數，再除以前期總負債。

表5 發行新股盈餘管理誘因與盈餘管理行為間之迴歸檢定結果

迴歸模型：

$$Incentive_{2,t} = a_0 + a_1 REM_{it} + a_2 AbnAccruals_{it} + a_3 SIZE_{it} + a_4 LEV_{it} + a_5 ROA_{it} + a_6 CFO_{it} + a_7 \Delta LEV_{it} + \sum_l Industry_l + \sum_m Year_m + e$$

變數名稱	實質盈餘管理代理變數			
	(1) <i>REM</i>	(2) <i>StdAbnCFO</i>	(3) <i>StdAbnPROD</i>	(4) <i>StdAbnDISX</i>
<i>Intercept</i>	-1.858*** (0.000)	-1.939*** (0.000)	-1.854*** (0.000)	-1.846*** (0.000)
<i>REM</i>	-0.004 (0.814)			
<i>StdAbnCFO</i>		-0.119** (0.013)		
<i>StdAbnPROD</i>			-0.045 (0.227)	
<i>StdAbnDISX</i>				0.025 (0.329)
<i>AbnAccruals</i>	6.781*** (0.000)	6.347*** (0.000)	6.738*** (0.000)	6.736*** (0.000)
<i>SIZE</i>	0.108*** (0.000)	0.111*** (0.000)	0.108*** (0.000)	0.107*** (0.000)
<i>LEV</i>	-0.562*** (0.000)	-0.580*** (0.000)	-0.552*** (0.000)	-0.563*** (0.000)
<i>ROA</i>	1.311*** (0.005)	1.342*** (0.004)	1.298*** (0.005)	1.335*** (0.004)
<i>CFO</i>	5.213*** (0.000)	5.807*** (0.000)	5.153*** (0.000)	5.184*** (0.000)
ΔLEV	0.149*** (0.000)	0.144*** (0.000)	0.158*** (0.000)	0.146*** (0.000)
<i>Industry</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Year</i>	Included	Included	Included	Included
<i>N</i>	7,208	7,208	7,208	7,208
<i>pseudo R²</i>	0.200	0.201	0.200	0.200

括弧內為經White (1980)與cluster standard deviation調整個別公司變異數後之*p*值；***、**、及*分別表示達1%、5%及10%之雙尾顯著水準。為節省空間，未列示會計年度(*Year*)與產業別(*Industry*)固定效果項之迴歸係數。變數定義，說明於后。*Incentive₂*：當企業當年度(第*t*年)執行配股、送股與增發，則設定第*t*至*t*-3年各年度為1，否則為0；*REM*：採用Cohen et al. (2008)的作法，合併標準化後*AbnCFO*、*AbnProd*及*AbnDiscexp*三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後*AbnCFO*+標準化後*AbnProd*-標準化後*AbnDiscexp*)來計算實質盈餘管理複合指標；*AbnAccruals*：以Kothari et al. (2005)之模型估計裁決性應計數；*StdAbnCFO*：指標準化後異常現金流量。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常現金流量(*AbnCFO*)再予以標準化。和異常裁決性費用(*AbnDiscexp*)標準化之異常營業活動現金流量；*StdAbnPROD*：係指標準化過量生產之異常存貨。採用Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常生產成本(*AbnProd*)，再予以標準化；*StdAbnDISX*：係指標準化之異常裁決性費用。利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化；*SIZE*：公司規模，以公司年底總資產(單位：千元)取自然對數；*LEV*：負債比率，以公司年底總負債除以年底總資產；*ROA*：資產報酬率，以當年度淨利除以年底總資產；*CFO*：以營業活動之淨現金流量除以前期總資產； ΔLEV ：當期與前期總負債之變動數，再除以前期總負債。

二、盈餘管理誘因與國有股之股權結構對實質盈餘管理的影響

(一)敘述統計與相關係數

表6為敘述統計結果。由表中可觀察樣本中平均標準化之異常營業活動現金

流量 (*StdAbnCFO*) 之平均數為 0.043，最大值為 2.518；標準化過量生產之異常存貨 (*StdPROD*) 之平均數為 -0.039，最大值為 1.817；標準化之異常裁決性費用 (*StdAbnDISX*) 之平均數為 -0.017，最大值為 3.716。採用 Kothari et al. (2005) 考量績效影響模型所估計之裁決性應計數 (*AbnAccruals*) 平均數為 0.001，最大值則有 0.279；樣本中平均國有股持股比率 (*StateShare*) 為 30.4%，最大值則高達 78%；前期資產報酬率平均為 5.8%，最大值為 22.8%。

表6 敘述統計表 (N=5,624)

變數名稱	平均數	標準差	最小值	第一百分位數	中位數	第三百分位數	最大值
<i>REM</i>	-0.074	1.651	-5.668	-0.894	-0.098	0.751	4.995
<i>StdAbnCFO</i>	0.043	0.835	-2.686	-0.379	0.062	0.496	2.518
<i>StdAbnPROD</i>	-0.039	0.533	-1.885	-0.263	-0.037	0.183	1.817
<i>StdAbnDISX</i>	-0.017	0.847	-2.439	-0.406	-0.095	0.313	3.716
<i>AbnACCRUALS</i>	0.001	0.083	-0.239	-0.044	-0.002	0.043	0.279
<i>Stateshare</i>	0.304	0.253	0.000	0.000	0.314	0.531	0.780
<i>LagNP</i>	9.905	1.718	5.278	8.786	9.975	11.152	13.288
<i>LagLEV</i>	0.492	0.238	0.082	0.340	0.483	0.613	1.773
<i>LagROA</i>	0.058	0.056	-0.366	0.032	0.054	0.082	0.228
<i>LagSIZE</i>	14.392	1.044	11.920	13.676	14.284	15.020	17.388

變數定義，說明於后。*REM*：採用 Cohen et al. (2008) 的作法，合併標準化後 *AbnCFO*、*AbnProd* 及 *AbnDiscexp* 三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後 *AbnCFO*+標準化後 *AbnProd*-標準化後 *AbnDiscexp* 來計算實質盈餘管理複合指標；*AbnAccruals*：以 Kothari et al. (2005) 之模型估計裁決性應計數；*StdAbnCFO*：指標準化後異常現金流量。採用 Cohen et al. (2008) 的作法，利用殘差估計異常現金流量 (*AbnCFO*) 再予以標準化。和異常裁決性費用 (*AbnDiscexp*) 標準化之異常營業活動現金流量；*StdAbnPROD*：係指標準化過量生產之異常存貨。採用 Cohen et al. (2008) 的作法，利用殘差估計異常生產成本 (*AbnProd*)，再予以標準化；*StdAbnDISX*：係指標準化之異常裁決性費用，利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化；*Stateshare*：國有股持股比率；*LagNP*：前期淨利潤變動數取自然對數；*LagLEV*：前期負債比率，負債比率為負債總額除資產總額；*LagROA*：前期資產報酬率，資產報酬率為當年度淨利除以總資產；*LagSIZE*：前期公司規模，公司規模為年底總資產(單位千元)取自然對數。

表 7 為 Pearson 相關係數表。觀察表 7 後，發現公司股權結構中國有股持股比例與實質盈餘管理複合指標 (*REM*) 及標準化過量生產之異常存貨 (*StdAbnPROD*) 呈顯著正相關，顯示公司股權結構存在國有股時，比較傾向選擇實質活動從事盈餘管理，也較傾向採用過量生產實質活動 (*StdAbnPROD*)。前期負債比率與當期實質盈餘管理複合指標 (*REM*) 和標準化過量生產之異常存貨 (*StdAbnPROD*) 間皆呈顯著正相關，與標準化後異常營業活動現金流量 (*StdAbnCFO*) 和標準化後異常裁決性費用 (*StdAbnDISX*) 皆顯著負相關，顯示前期負債比率愈高者較傾向從事實質活動從事盈餘的操弄。但在公司資產規模的控制變數方面，卻發現前期資產報酬率與前期公司規模愈大，會有較高之標準化之異常營業活動現金流量與標準化之異常裁決性費用，較低之實質盈餘管理之複合指標 (*REM*) 及標準化過量生產之異常存貨，顯示資產規模越大的樣本公司，較不傾向採用實質活動從事盈餘管理。

表7 相關係數表 (N=5,624)

	<i>REM</i>	<i>StdAbnCFO</i>	<i>StdAbnPROD</i>	<i>StdAbnDISX</i>	<i>AbnAccruals</i>	<i>StateShare</i>	<i>LagNP</i>	<i>LagLEV</i>	<i>LagROA</i>	<i>LagSIZE</i>
<i>REM</i>	1.000									
<i>StdAbnCFO</i>	-0.666*** (0.000)	1.000								
<i>StdAbnPROD</i>	0.743*** (0.000)	-0.317*** (0.000)	1.000							
<i>StdAbnDISX</i>	-0.716*** (0.000)	0.120*** (0.000)	-0.424*** (0.000)	1.000						
<i>AbnAccruals</i>	0.524*** (0.000)	-0.803*** (0.000)	0.215*** (0.000)	-0.064*** (0.000)	1.000					
<i>Stateshare</i>	0.008 (0.569)	0.041*** (0.002)	0.026* (0.056)	-0.029** (0.031)	-0.024* (0.073)	1.000				
<i>LagNp</i>	-0.078*** (0.000)	0.061*** (0.000)	-0.067*** (0.000)	0.043*** (0.001)	-0.016 (0.227)	-0.007 (0.595)	1.000			
<i>LagLEV</i>	0.086*** (0.000)	-0.110*** (0.000)	0.081*** (0.000)	-0.030** (0.026)	0.030** (0.027)	-0.128*** (0.000)	0.234*** (0.000)	1.000		
<i>LagROA</i>	-0.115*** (0.000)	0.119*** (0.000)	-0.136*** (0.000)	0.032** (0.015)	0.008 (0.545)	0.026* (0.050)	0.171*** (0.000)	-0.326*** (0.000)	1.000	
<i>LagSIZE</i>	-0.081*** (0.000)	0.098*** (0.000)	-0.040*** (0.003)	0.045*** (0.001)	-0.045*** (0.001)	0.234*** (0.000)	0.294*** (0.000)	-0.052*** (0.000)	0.118*** (0.000)	1.000

變數定義，說明於后。*REM*：採用 Cohen et al. (2008) 的作法，合併標準化後 *AbnCFO*、*AbnProd* 及 *AbnDiscexp* 三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後 *AbnCFO*+標準化後 *AbnProd*-標準化後 *AbnDiscexp* 來計算實質盈餘管理複合指標；*AbnAccruals*：以 Kothari et al. (2005)之模型估計裁決性應計數；*StdAbnCFO*：指標準化後異常現金流量。採用 Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常現金流量 (*AbnCFO*) 再予以標準化。和異常裁決性費用 (*AbnDiscexp*) 標準化之異常營業活動現金流量；*StdAbnPROD*：係指標準化過量生產之異常存貨。採用 Cohen et al. (2008)的作法，利用殘差估計異常生產成本 (*AbnProd*)，再予以標準化；*StdAbnDISX*：係指標準化之異常裁決性費用。利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化；*StateShare*：國有股持股比率；*LagNP*：前期淨利潤變動數取自然對數；*LagLEV*：前期負債比率，負債比率為負債總額除資產總額；*LagROA*：前期資產報酬率，資產報酬率為當年度淨利除以總資產；*LagSIZE*：前期公司規模，公司規模為年底總資產(單位千元)取自然對數。***、**與*分別表示達 1%、5%與 10%之雙尾統計顯著水準。

(二)多元迴歸檢定結果

表 8 係探討公司股權結構中國有股持股比例，是否影響公司進行實質盈餘管理之動機，並同時控制當期之裁決性應計數 (*AbnAccruals*) 後之迴歸檢定結果。檢定結果顯示，在控制裁決性應計數後，公司股權結構中國有股持股比例例 (*StateShare*) 與實質盈餘管理複合指標 (*REM*) 間呈現顯著正相關 (係數為 0.211; p 值=0.078)。此結果意謂著當公司股權結構國有股持股比例愈高，採用實質活動以操作盈餘的程度越高。另外，觀察實質活動三種個別指標異之檢定結果，其符號符合預期，但僅標準化後過量生產之異常存貨 (*StdAbnPROD*) 呈現顯著正相關 (係數為 0.052, p 值=0.010)。其次，本研究另外考量盈餘管理誘因是否會影響上述的檢定結果進行增額測試。根據未列表之檢定結果顯示，不論是考量 IPO 盈餘管理誘因 (*Incentive₁*)，抑或是考量發行新股盈餘管理誘因 (*Incentive₂*)，檢定結果並無顯著差異。

表8 國有股東持股比例與實質盈餘管理間之迴歸檢定結果

迴歸模型：

$$REM_{it} = d_0 + d_1 StateShare_{it} + d_2 AbnAccruals_{it} + d_3 LagNP_{it} + d_4 LagLEV_{it} + d_5 LagROA_{it} + d_6 LagSIZE_{it} + \sum_l Industry + \sum_m Year + e$$

	<i>REM</i>	<i>StdAbnCFO</i>	<i>StdAbnPROD</i>	<i>StdAbnDISX</i>
<i>Intercept</i>	1.489*** (0.003)	-0.423*** (0.003)	0.371** (0.011)	-0.831*** (0.007)
<i>StateShare</i>	0.211* (0.078)	-0.018 (0.620)	0.073** (0.039)	-0.100 (0.199)
<i>AbnAccruals</i>	10.237*** (0.000)	-8.023*** (0.000)	1.353*** (0.000)	-0.569*** (0.001)
<i>LagNp</i>	-0.047*** (0.003)	0.013*** (0.005)	-0.012** (0.018)	0.018* (0.059)
<i>LagLEV</i>	0.466*** (0.003)	-0.192*** (0.000)	0.159*** (0.001)	-0.149 (0.104)
<i>LagROA</i>	-2.987*** (0.000)	1.611*** (0.000)	-1.229*** (0.000)	0.284 (0.411)
<i>LagSIZE</i>	-0.069** (0.028)	0.019* (0.053)	-0.019* (0.059)	0.045** (0.021)
<i>Industry</i>	included	included	included	included
<i>Year</i>	included	included	included	included
<i>N</i>	6368	6368	6368	6368
adj. R^2	0.294	0.664	0.085	0.013
<i>F</i>	42.07	182.4	8.039	2.233

括弧內為經 White (1980) 與 cluster standard deviation 調整個別公司變異數後之 p 值；***、**、及* 分別表示達 1%、5% 及 10% 之雙尾顯著水準。為節省空間，未列示會計年度 (*YEAR*) 及產業別 (*INDUSTRY*) 的固定效果項之迴歸係數。變數定義，說明於后。*REM*：採用 Cohen et al. (2008) 的作法，合併標準化後 *AbnCFO*、*AbnProd* 及 *AbnDiscexp* 三種個別指標以發展實質盈餘管理之複合指標，即標準化後 *AbnCFO* + 標準化後 *AbnProd* - 標準化後 *AbnDiscexp* 來計算實質盈餘管理複合指標；*AbnAccruals*：以 Kothari et al. (2005) 之模型估計裁決性應計數；*StdAbnCFO*：指標準化後異常現金流量。採用 Cohen et al. (2008) 的作法，利用殘差估計異常現金流量 (*AbnCFO*) 再予以標準化。和異常裁決性費用 (*AbnDiscexp*) 標準化之異常營業活動現金流量；*StdAbnPROD*：係指標準化過量生產之異常存貨。採用 Cohen et al. (2008) 的作法，利用殘差估計異常生產成本 (*AbnProd*)，再予以標準化；*StdAbnDISX*：係指標準化之異常裁決性費用。利用殘差估計異常裁決性費用，再予以標準化；*Stateshare*：國有股持股比例；*Lag_Np*：當期與前期淨利潤變動數取自然對數；*Lag_LEV*：前期負債比率，負債比率為負債總額除資產總額；*Lag_ROA*：前期資產報酬率，資產報酬率為當年度淨利除以總資產；*Lag_SIZE*：前期公司規模，公司規模為年底總資產(單位千元)取自然對數。

最後，在控制變數方面，前期淨利潤變動數取自然對數 (*LagNP*)、前期資產報酬率 (*LagROA*) 及前期公司規模 (*LagSIZE*) 與實質盈餘管理之複合指標 (*REM*) 及標準化過量生產之異常存貨 (*StdAbnPROD*) 呈顯著負相關；與標準化之異常營業活動現金流量 (*StdAbnCFO*) 及標準化之異常裁決性費用 (*StdAbnDISX*) 呈顯著正相關，惟前期資產報酬率 (*LagROA*) 與標準化之異常裁決性費用 (*StdAbnDISX*) 之正相關未達顯著水準；前期負債比率 (*LagLEV*) 則與實質盈餘管理之複合指標 (*REM*) 及標準化過量生產之異常存貨 (*StdAbnPROD*) 呈顯著正相關，與標準化之異常營業活動現金流量 (*StdAbnCFO*)。

伍、結論與建議

企業從事盈餘管理的誘因、行為與工具，一直是產官學界重視的議題。中國證監會透過設定會計數字門檻監管資本市場，形成企業管理盈餘的特殊政策誘因。與過去盈餘管理文獻不同的是，本研究檢視中國企業在監管的政策誘因之下，是否同時從事實質活動與應計項目之盈餘管理。以 1999 年至 2009 年於中國深、滬證交所上市，非金融業之所有 A 股公司為研究對象，驗證具盈餘管理誘因之上市公司，於首次公開發行或發行新股期間，為了符合中國證監會之監管規定，而從事盈餘管理的情形，樣本公司之會計與股權相關數據，皆取自臺灣經濟新報社中國財經資料庫 (TEJ CHINA DB)。本研究期望對下列研究問題提供實證證據。首先，當中國企業具有盈餘管理誘因時，即指欲從事 IPO 或增發新股與送配股，會選擇以應計項目或實質交易活動、抑或兩者從事盈餘管理，以符合中國證監會監管企業 IPO 或增發新股與送配股之會計數字門檻？中國公司股權結構中，國有股持股比例多寡是否會影響企業選擇以實質活動為盈餘管理之工具？

主要的實證結果發現，中國上市公司為了達成中國證監會監管資本市場所設定之會計數字門檻，不論是具首次公開發行盈餘管理誘因的企業或是具發行新股盈餘管理誘因者，都會採用應計項目作為操弄盈餘的工具，但卻只有具首次公開發行盈餘管理誘因的企業，同時會採用實質活動從事盈餘的操弄，並沒有統計證據可以證明具發行新股盈餘管理誘因的企業也會從事實質活動的盈餘操弄。其次，在控制當期裁決性應計數的影響後，檢定結果發現，當股權結構中國有股持股比例越高，從事實質盈餘管理的程度也會隨之增加。另外，考量 IPO 與發行新股這兩種誘因的影響，增額測試的結果並未有顯著差異。也就是說，當中國上市公司股權結構存在國有股東時，容易進行盈餘管理，並不會因為有首次公開發行或發行新股的誘因，而從事更多的實質活動以操弄盈餘，達成中國資本市場之會計數字監管規定。

參考文獻

- 中國證券監督管理委員會，2001 年 3 月 28 日，《上市公司新股發行管理辦法》，
<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n776436/n805040/n825027/1988547.html>。
- 鄧妍姿，2005，中國上市公司盈餘管理實證研究，青島科技大學學報，第 21 卷，第 4 期：58-62。
- 官月緞，2006，中國大陸下市緩衝機制與盈餘管理，中國大陸研究，第 49 卷，

第 3 期：93-118。

- 楊炎杰，2007，配股政策與中國上市公司盈餘管理之研究，國立臺灣大學會計學研究所未出版博士論文。
- 張婧，2006，中國上市公司盈餘管理的影響機理及對策分析，商場現代化，第 468 期：61。
- 毛洪濤、吳將君，2007，股權集中度與盈餘管理相關性實證研究——來自深市 A 股市場的經驗證據，財會通訊（學術版），第 4 期：13-15,19。
- Aharony J., Chi-Wen J. Lee, and T. J. Wong. 2000. Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research* 38 (1): 103-126.
- Aharony J., J. Wang, and H. Yuan. 2010. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (1): 1-26.
- Bushman, R., and J. Piotroski. 2006. Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting & Economics* 42(1-2): 107-148.
- Chen G., M. Firth, D. N. Gao, and O. M. Rui. 2005. Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions. *Journal of Accounting and Public Policy* 24: 451-488.
- Chi, W., L. Lei, and Pevzner, M. (2010). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? Management George Mason University Working Paper.
- Chen, K. C. W., and H. Yuan. 2004. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of right issues. *The Accounting Review* 79 (3): 645-665.
- Chen X., Chi-Wen J. Lee and J. Li. 2008. Government assisted earnings management in China. *Journal of Accounting and Public Policy* 27 (3): 262-274.
- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3): 757-787.
- Cohen, D., and P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50 (1): 2-19.
- DeAngelo, H., L. E. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17 (January): 113-144.
- DeAngelo, L. E. 1986. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *The Accounting Review* 61 (July): 400-420.
- Dechow, P. M., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earning management. *The Accounting Review* 70 (April): 193-225.

- Dechow, P.M, and D. J. Skinner, 2000. Earnings Management Reconciling the Views of Accounting Academics, Practioners, and Regulators. Working Paper, University of Michigan.
- Fields T. D., T. Z. Lys, and L. Vincent. 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3): 255-307.
- Firth M., P. M.Y. Fung, and O. M. Rui. 2007. Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings- Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (4): 463-496.
- Fundenberg, K. and J. Tirole.1995. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents, *Journal of Political Economy* 103:75-93.
- Fung, Hung-Gay, W. K. Leung, and J. Zhu. 2008. Rights issues in the Chinese stock market: Evidence of earnings management. *Journal of International Financial Management & Accounting* 19(2): 133-160.
- Guedhami, O., J. A. Pittman, and W. Saffar. 2009. Auditor choice in privatized firms: Empirical evidence on the role of state and foreign owners. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): 151-171.
- Gupta, M., M. Pevzner, and C. Seethamraju. 2010. The Implications of Absorption Cost Accounting and Production Decisions for Future Firm Performance and Valuation. *Contemporary Accounting Research* 27(3): 889-922.
- Haw, I. M., D. Qi, D. Wu, and W. Wu. 2005. Market consequences of earnings management in response to security regulations in China. *Contemporary Accounting Research* 22 (1): 95-140.
- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decision. *Journal of Accounting & Economics* 7 (April): 85-107.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13 (December): 365-383.
- Jain, B. A., and O. Kini. 1994. The post-issue operating performance of IPO firms. *The Journal of Finance* 49: 1699-1726.
- Jian M., and T. J. Wong. 2010. Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies* 15 (1): 70–105.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn): 193-228.
- Kim, B, M. Pevzner, and L. Lei. 2010. Debt covenant slacks and real earnings management. George Mason University Working Paper.
- Kothari, SP, A. Leone, and C. Wasley. 2005. Performance-matched discretionary accruals measures. *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2): 471-517.

- Rangan, S. 1998. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50(October): 101-122.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3), 335-370.
- Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3 (4): 91-102.
- Teoh, S.H., I. Welch, and T.J. Wong. 1998. Earnings management buyout offers. *Journal of Finance* 53(6), 1935-1974.
- Tian, L., and S. Estrin. Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics*, 36, 2008, pp. 74-89.
- Yu, Q., B. Du, and Q. Sun. 2006. Earnings management at right issues thresholds: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance* 30: 3453-3468.
- Zang, A. 2007. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. Hong Kong University of Science and Technology Working Paper.

附錄 1 首次公開發行上市相關法令與會計數字監管門檻

頒佈日期	法令名稱	會計數字主要監管門檻
1993/12/29	《公司法》第 152 條	<ul style="list-style-type: none"> • 公司股本總額不少於人民幣五千萬元； • 開業時間在三年以上，最近三年連續盈利。
1999/12/25	《公司法》第 152 條 《公司法》第 229 條	<ul style="list-style-type: none"> • 公司股本總額不少於人民幣五千萬元； • 開業時間在三年以上，最近三年連續盈利。 • 高新技術的股份有限公司其發行新股、申請股票上市的條件，由國務院另行規定。
2005/10/27	《公司法》第 152 條	<ul style="list-style-type: none"> • 刪除，將申請上市規定另訂於《證券法》。
2005/10/27	《證券法》第 50 條	<ul style="list-style-type: none"> • 公司股本總額不少於人民幣三千萬元； • 公開發行的股份達到公司股份總數 25% 以上。
2006/5/17	《首次公開發行股票並上市管理辦法》第 9 條 《首次公開發行股票並上市管理辦法》第 29 條及第 30 條 《首次公開發行股票並上市管理辦法》第 33 條 ^{註 1} 。	<ul style="list-style-type: none"> • 股份有限公司設立滿三年後方可申請發行上市。經國務院批准者免受三年條款之限制，以支援大型優質企業上市。 • 註冊會計師須對發行人出具無保留結論的內部控制鑑證報告以及無保留意見的審計報告。 • 最近 3 個會計年度淨利潤均為正數且累計超過人民幣 3000 萬元，淨利潤以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據； • 最近 3 個會計年度經營活動產生的現金流量淨額累計超過人民幣 5000 萬元；或者最近 3 個會計年度營業收入累計超過人民幣 3 億元； • 發行前股本總額不少於人民幣 3000 萬元； • 最近一期末無形資產（扣除土地使用權、水面養殖權和採礦權等後）占淨資產的比例不高於 20%； • 最近一期末不存在未彌補虧損^{註 2}

註 1 《首次公開發行股票並上市管理辦法》第 33 條，係依據證券法第 13 條第 2 款制訂。

註 2 未彌補虧損，即指期末時「未分配利潤」存在借方餘額時稱之。

資料來源：本研究整理。相關法令可參閱「法律圖書館」，網址：<http://www.law-lib.com/>。

附錄 2 增發、配股與送股相關法令與會計數字監管門檻

頒佈日期	法令名稱	會計數字主要監管門檻
1993/12/17	《關於上市公司送配股的暫行規定》	<ul style="list-style-type: none"> • 配股條件 <ol style="list-style-type: none"> 1. 公司連續兩年盈利； 2. 本次配售的股份總數不超過公司原有總股本的 30%。 • 送股條件 <ol style="list-style-type: none"> 1. 已按規定彌補虧損（如果有的話）、提取法定盈餘公積金和公益金； 2. 動用公積金送股後留存的法定盈餘公積金和資本公積金不少於股本的 50%。
1993/12/29	《公司法》第 137 條	<ul style="list-style-type: none"> • 公司在最近三年內連續盈利，並可向股東支付股利； • 若以當年利潤分派新股者，不受此限
1994/9/28	《關於執行公司法規範上市配股的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 公司在最近三年內連續盈利； • 公司淨資產稅後利潤率三年平均在 10% 以上； • 但能源、原材料、基礎設施類的公司可以略低於 10%。
1996/1/24	《關於 1996 年上市公司配股工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 公司在最近三年內淨資產稅後利潤率每年都在 10% 以上。 • 但能源、原材料、基礎設施類的公司可以略低，但不低於 9%。
1999/3/17	《關於上市公司配股有關問題的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 上市超過 3 個完整會計年度的公司：最近 3 個完整會計年度的淨資產收益率平均在 10% 以上； • 上市不滿 3 個完整會計年度的公司：按上市後所經歷的完整會計年度平均計算（標準仍為 10%）； • 屬於農業、能源、原材料、基礎設施、高科技等國家重點支援行業的公司，淨資產收益率可以略低，但不得低於 9%； • 前述指標計算期間內任何一年的淨資產收益率不得低於 6%。
2001/3/15	《關於做好上市公司新股發行的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 公司最近 3 個會計年度加權平均淨資產收益率平均不低於 6%（設立不滿 3 個會計年度的，按設立後的會計年度計算）； • 扣除非經常性損益後的淨利潤與扣除前的淨利潤相比，以低者作為加權平均淨資產收益率的計算依據。
2002/7/26	《關於上市公司增發新股有關條件的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 最近三個會計年度加權平均淨資產收益率平均不低於 10%，且最近一個會計年度加權平均淨資產收益率不低於 10%。 • 扣除非經常性損益後的淨利潤與扣除前的淨利潤相比，以低者作為加權平均淨資產收益率的計算依據。 • 符合《關於上市公司重大購買、出售、置換資產若干問題的通知》規定的重大資產重組的上市公司，重組完成後首次申請增發新股的，其最近三個會計年度加權平均淨資產收益率不低於 6%，且最近一個會計年度加權平均淨資產收益率不低於 6%。

資料來源：本研究整理。相關法令可參閱「法律圖書館」，網址：<http://www.law-lib.com/>。