

## 處分投資、盈餘平穩化與市場評價

張文滸\* 黃惠專\*\*

### 摘要

本研究目的在探討公司管理當局是否利用處分投資損益從事盈餘平穩化，以及此種盈餘平穩化行為是否可獲得投資人較高之評價。蒐集了 1992 至 2003 年上市櫃公司財務及股價資料，本文之實證結果顯示：當本期盈餘未達（超過）前期盈餘門檻時，管理者利用其認列處分投資損益的裁量權，向上（下）調增（減）盈餘，且經控制其他變數後，超額處分投資損益與盈餘變動數仍具顯著負向關聯性，此結果與盈餘平穩化之預測一致。在市場評價之實證結果上，相對於其他盈餘組成項，市場較高評價超額處分投資損益對未來盈餘之涵義。綜合本研究結果，當市場固著在盈餘表面數字時，公司利用超額處分投資損益平穩帳上盈餘，投資人因對報導穩定盈餘趨勢的公司感到較放心，便調高反映超額處分投資損益對未來盈餘的涵義。

**關鍵詞：**處分投資損益、盈餘平穩化、市場評價

---

\* 國立彰化師範大學會計學系教授

\*\* 國立彰化師範大學會計碩士

作者感謝 2003 年會計理論與實務研討會諸位先進，暨本刊兩位匿名評審所提供寶貴建議，惟文中如有任何錯誤，全為作者之責。

## Investment Sales, Income-Smoothing and Market Reward

Wen-Jing Chang\* Hui-Chuan Huang

### Abstract

This study aims to investigate whether the manager uses the excess gain on disposal of investments to smooth income and whether the market rewards such the behavior of income smoothing. Using the financial and stock price data of companies listed on the Taiwan Stock Exchange or Gretai Securities Market during 1992-2003, the results show that there is a negative relation between excess income from investment sales and earnings change. When current earnings are below (above) last year's earnings, firms increase (decrease) earnings through the sale of investments. The result is consistent with the prediction of the hypothesis of income smoothing. As far as to the results of market reward, we find that prices reflect a larger proportion of the implications of excess income from investment sales compared to the remaining components of earnings. Together these results suggest that because owners feel more confident toward a firm that reports stable earnings, market prices reflect relative more of the implications of excess income from investment sales when the manager employs excess income from investment sales to smooth income.

**Key words:** Investment sales, Income smoothing, Market reward

---

\* Department of Accounting, National Changhua University of Education

## 壹、緒論

一般來說，具平穩獲利趨勢的公司，股票報酬較高 (Michelson et al. 2000)。在市場未具充分效率的情境下 (Bernard and Thomas 1990)，管理者為影響潛在投資人對公司價值的看法，乃有誘因從事盈餘管理行為 (Dye 1988, p.225)。在台灣，經常可看到有關上市櫃公司以處分轉投資損益挹注盈餘之報導，例如：「聯電截至九十一年第一季止已合計處分聯發科股票獲利達 19.9 億元，每股盈餘貢獻達 0.15 元，對第一季可望轉虧為盈的幫助不無小補 (聯合晚報 2002.4.1)」<sup>1</sup>。由於投資者是以前續營業部門淨利作為投資決策之基準 (Ronen and Sadan 1981)，若公司是以出售轉投資方式進行盈餘管理，使帳載盈餘維持在平穩水準，此時市場對於該類公司是否給予較高之評價，則啟發本研究動機。所以，本研究目的在探討公司管理當局是否利用處分投資損益進行盈餘平穩化，以及此種盈餘平穩化行為是否可獲得投資人較高之評價。

本文研究內容分成二部分。第一部分係探討處分投資與盈餘平穩化之關聯性。在一般公認會計原則下，資產必須以成本作為入帳之基礎，因此歷史成本與現時市價間的差異，提供了經理人操縱盈餘的機會。當帳列投資之市價改變時，便產生未認列持有利得 (損失)。若管理者相信投資人對於呈現平穩盈餘的公司會給予較高的評價，則有動機操弄出售投資的時機，影響當時財務報表認列的處分投資利益 (損失)，達到使盈餘增加 (減少) 之目的。本文以減除同年度、同產業中位數後之超額處分投資損益衡量公司盈餘管理程度，單變量之實證結果顯示，當本期不含處分投資損益之盈餘未達 (超過) 去年水準時，超額處分投資損益調增 (減) 盈餘。控制其他變數後，迴歸結果亦顯示超額處分投資損益與盈餘變動數成負相關。綜合第一階段之證據，管理當局操弄處分投資損益，以減低帳載盈餘之變動，盈餘平穩化假說得到支持。

<sup>1</sup> 其他媒體報導例如：工商時報 (1998.11.26) 記載：「本業表現欠佳，統領、高林、匯僑、遠百，紛紛處分轉投資股票，拉抬業績」；經濟日報 (2001.8.24) 記載：「營建業處分轉投資，帳面好看多了」。

既已確認超額處分投資損益具盈餘平穩化特性，第二部分的研究內容則探討市場是否會對超額處分投資損益給予較高之評價。研究方法採用 Sloan (1996) 的雙方程式法 (two-equation approach)，先以預測方程式評估超額處分投資損益對未來盈餘的預測係數，再利用評價方程式探討市場分配給超額處分投資損益的評價係數。若評價係數等於預測係數，代表股價充分反映資訊。相對地，若評價係數大(小)於預測係數，則顯示股價對該項資訊有過度反映(反映不足)的現象。因此，當超額處分投資損益的評價係數減去預測係數之差額高於其他盈餘組成項時，即代表市場給予超額處分投資損益較高之評價。雙方程式之實證結果顯示，超額處分投資損益對未來盈餘的預測係數小於其他盈餘組成項，然而市場並未充分反映其他盈餘組成項對未來盈餘之涵義(屬反映不足的現象)，卻過度反映超額處分投資損益對未來盈餘之涵義。相較於市場對其他盈餘組成項的反映程度，市場顯著給予超額處分投資損益較高之評價，假說獲得支持。

本文第二節為文獻回顧與假說發展，第三節分析處分投資與盈餘平穩化之關係，第四節觀察處分投資損益對未來盈餘之涵義，第五節探討市場是否較高評價超額處分投資損益，最後則提出結論。

## 貳、文獻回顧與假說發展

### 一、處分投資損益與盈餘平穩化

目前有關處分投資與盈餘管理關聯性之文獻並不多，所探討的盈餘管理門檻約可分為三類：平穩盈餘 (Bartov 1993; Poitras et al. 2002; 管夢欣 1993)、達成經理人盈餘預測 (Herrmann et al. 2003; 管夢欣 1993; 林嬋娟與官心怡 1996) 以及避免違反債務契約條款 (Bartov 1993)。本節重點在探討管理者是否為達盈餘平穩化之目的而處分投資，因此僅針對盈餘平穩化之文獻進行回顧。

盈餘平穩化假說係指企業在編製及傳達財務資訊予外界時，將盈餘操縱至一相對正常水平，以減少盈餘的波動性 (Ronen and Sadan 1981)。公司之所以從事盈餘平穩化行為的原因之一，是因為管理者相信投資人對於呈現平穩盈餘的公司會給予較高的評價 (Ronen and Sadan 1981)。Michelson et al. (2000) 提供實證證據顯示，具平穩盈餘



的公司有顯著較高的股票報酬。由此可知，市場會較高評價具穩定盈餘趨勢之公司，使得管理者有誘因報導穩定遞增的盈餘趨勢。<sup>2</sup>當公司盈餘數字未達（超過）目標盈餘門檻時，管理者有誘因調增（調減）盈餘，以維持平滑向上之盈餘趨勢。

在一般公認會計原則下，資產必須以成本作為入帳之基礎，因此歷史成本與現時市價間的差異，乃成了管理當局盈餘管理的有效工具。通常公司在擴產階段並沒有太多的固定資產可供出售，於是有價證券成為管理當局另一個盈餘管理的工具。當股票價格改變時，產生未認列持有損益。管理當局可以選擇出售有利得或是損失的股票，於財務報表認列處分投資損益，達到使盈餘增加或減少的目的。

已有一些實證研究提供各國之實證證據，顯示管理者為了維持前期盈餘之目標而處分資產。例如：Bartov (1993) 蒐集美國的證據，以每股處分資產損益為因變數，以盈餘變動數為盈餘平穩化之代理變數，進行迴歸分析。研究結果顯示盈餘變動數的係數顯著為負，支持盈餘平穩化假說。Poitras et al. (2002) 沿襲 Bartov 之研究，以新加坡為例，結果顯示當公司處於盈餘衰退之情況時，盈餘變動數與出售資產損益成負相關，顯示管理者會利用出售資產利益彌補盈餘減少之缺口，存在盈餘平穩化行為。相反地，當公司屬盈餘增加之情況時，盈餘變動則與出售資產損益成正相關，顯示管理當局不會為了抑低盈餘增加數，而選擇以虧損方式出售資產。管夢欣 (1993) 蒐集台灣之證據，實證結果顯示：在公司盈餘下降的年度，管理當局會利用出售資產損益，以降低盈餘變動的幅度，支持損益平穩化假說。

根據前人之研究，推論當不含處分投資損益之盈餘未達（超過）去年水準時，管理當局有動機調增（減）盈餘。據此建立假說一如下：

## 二、處分投資損益之涵義與市場評價

本研究第二目的在探討市場是否較高評價處分投資損益之涵義，因此在二中的(一)著重了解處分投資損益對未來盈餘的涵義，二中的

<sup>2</sup> 獲得市場較高之評價並非管理者平穩盈餘的唯一誘因，其他平穩盈餘的誘因計有：管理者自身的獎酬紅利 (Healy 1985)，職位保全 (Weisbach 1988)，契約條款的訂定 (Bowen et al.1995)，降低公司向外借款成本 (Trueman and Titman 1988) 等。

(二)則是探討市場是否充分反映處分投資損益之涵義。

(一)處分投資損益與盈餘持續性

雖然前人研究已顯示會計盈餘具有平均數復歸 (mean reverting) 的現象 (Beaver 1970; Freeman et al. 1982; Sloan 1996)，但是會計盈餘為一加總 (aggregated) 的數字，不同的盈餘組成項對未來盈餘有不同的涵義，因此本文乃著重盈餘組成項的持續性<sup>3</sup>。文獻上探討盈餘組成項之持續性者，對盈餘組成項的切割約可分為二類，一是切割為現金流量與應計數 (如 Sloan 1996; Xie 2001)，另一則切割為特殊項目 (special items)<sup>4</sup>與非特殊項目 (如 Burgstahler et al. 2002)。

Sloan (1996) 認為應計數與現金流量雖皆為當期盈餘之組成項目，但二者在評估未來盈餘時卻各具不同涵義，實證結果發現現金流量對未來盈餘的預測力高於應計數。Xie (2001) 延伸 Sloan (1996) 的研究，將應計數進一步拆解為裁量性與非裁量性組成成份，並主張盈餘操縱主要反映在裁量性應計數上，實證結果發現裁量性應計數是當期盈餘三項組成項目中持續性最低的。不同於 Xie (2001) 將裁量性應計數視為盈餘操縱，張文靜 (2003) 認為應計數除了具有盈餘操縱之「不好的」特質外，亦具有「好的」特性(如訊息發放)，其實證結果發現，當裁量性應計數具有「不好的」特質時，對未來盈餘的預測能力最低；具有「好的」特質時，對未來盈餘的預測能力高於非裁量性應計數。

Burgstahler et al. (2002) 係以季盈餘為觀察單位，探討季的特殊項目對未來季盈餘的涵義，其實證結果發現季的特殊項目顯著解釋未來季盈餘之變化，且季的特殊項目之時間序列特性融合了暫時性與跨期移轉二者之特性。在台灣，馮志卿 (1999) 將盈餘組成項拆解為現金流量、應計數以及業外損益三者，實證結果發現業外損益之持續性雖

<sup>3</sup> 本文係將「對未來盈餘的涵義」、「對未來盈餘的預測力」以及「持續性」三者視為同義辭，在文中交錯運用。

<sup>4</sup> 美國損益表並未有本業與營業外損益之區分，一些性質特殊或不常發生的事項，被統稱為特殊項目，包括在附註中揭露或是在財務報表上單獨列示的項目。Compustat 對 Special items 的定義，與 GAAP 的正式定義略有出入，係指重大不常發生之事項，例如資產沖銷、停業部門停業前損益、以前年度準備之移轉、以前年度損益之調整、天然災害損失、不常發生的處分資產、投資、證券等損益、債券買回損益、公司重整下特定項目皆屬之 (Elliott and Shaw 1988)。

低於現金流量與應計數，但仍具有未來盈餘之涵義。黃全宏(2001)將盈餘組成項拆解為營業淨利、投資損益以及其他業外損益三者，研究結果顯示投資損益具有盈餘持續性，其持續性程度高於其他業外損益，而低於營業淨利。

當公司特殊項目一再重複發生(multiple occurrence)時，Black et al. (2000)認為該項損益已具永久性盈餘特性，成為公司正常盈餘的一部份。在台灣，處分投資損益並不具有不尋常或不常發生之特性。因此，本文推論處分投資損益具有未來盈餘之涵義，並建立假說二如下：

**假說二：**處分投資損益可以解釋未來盈餘之變異。

不同於前人研究只探討盈餘各組成項對未來盈餘之涵義，本研究將未來盈餘亦拆解為各個組成項，進一步探討各盈餘組成項之持續性來源。特殊項目一直持續發生，此有二種可能涵義。一是代表不連續事件(discrete events)的重複發生，此隱含本期處分投資損益只對未來處分投資損益有預測能力，對未來重複發生的正常盈餘無預測能力。二是代表重複發生的特殊項目活動彼此相互關聯，形成一趨勢，因而對公司淨利與現金流量具有永久性的涵義(Black et al. 2000)。換言之，本期處分投資損益不僅只對未來處分投資損益有預測能力，對未來重複發生的正常盈餘亦有預測能力。

Claymen (1995)之實證證據顯示，當公司經常列報減低盈餘的特殊項目時，其股票報酬低於S&P 500，因而結論指出，這些公司可能面臨經營困難或是領導統御的決策能力有問題。Black et al. (2000)認為當公司經常列報特殊項目時，該特殊項目已具有價值攸關性，且實證發現重複發生的特殊項目，不論是調增或調減盈餘者，皆負向影響公司股價。據此，本文主張重複發生的處分投資活動並非代表數起不連續事件，而是代表公司趨勢走向，因此發展假說二之一如下：

**假說二之一：**處分投資損益不僅可以解釋未來處分投資損益之變異，亦可以解釋未來正常盈餘之變異。

## (二)處分投資損益與市場評價

DeGeorge et al. (1999) 認為盈餘管理之發生，部分起因於管理者與外界投資者間必須競賽之資訊揭露賽局 (the game of information disclosure)：投資者會參考管理者所編製之財務報告以制定決策，而管理者為了影響外界之認知並增加其投資興趣，乃有誘因從事盈餘管理。在這場資訊揭露的賽局中，管理者所努力的盈餘平穩化活動是否能如願地獲得市場投資人較高之評價，關鍵在於市場效率性。

長久以來，投資者是否能「看穿 (see through)」會計盈餘的操縱情形，一直是學術界與資本市場參與者關心的焦點。在 1970 年代，學術界的文獻普遍支持市場具效率性論點：股價的反應「就好像 (as if)」投資者非常精明能幹且可充分看穿會計數字的扭曲 (distortions) 情形。主要的實證證據包括：股價對盈餘資訊的反應是及時的，會計原則變動並不會導致股價跟著機械式反應。<sup>5</sup>

近年來，許多研究已提供證據顯示市場不具效率性：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。例如，Bernard and Thomas (1990) 的結果顯示當期與未來盈餘的可預測關係並未充分反映在股價上。換言之，當期盈餘具有未來盈餘的涵義，但是當下期盈餘公佈時，股價的反應就好像完全未事先預期到未來盈餘中的可預測部分。Sloan (1996) 發現應計數佔盈餘比重大的公司，其未來盈餘會下降，但股價的表現就好像投資者並未充分注意到未來盈餘會下降此一事實，因而於後續期間始發生股價補跌情況，且下跌的幅度與時間點，皆與可預測的盈餘下降幅度及時間點直接相關。利用證管會懲戒調查的案例為樣本，Dechow et al. (1996) 發現樣本公司透過應計數調增盈餘，往往能暫時地抬升股價。Bradshaw et al. (2001) 為進一步確認市場不具效率性，選擇二大專業投資者中間媒介 (professional investor intermediaries) — 亦即分析師與獨立會計師 — 探討專業人員是否能提供資訊警告投資者：應計數佔盈餘比重大的公司較容易經歷未來盈餘的衰退。結果顯示分析師盈餘預測並未充分考量到樣本公司的未來盈餘衰退問題；同樣地，在獨立會計師方面，審計意見或更換會計師亦與樣本公司的未來盈餘衰退問題不具關聯性。

<sup>5</sup> 詳參 Watts (1986) 對此系列文獻的回顧。



Bradshaw et al. 結論指出，專業投資中間媒介都未能警告投資者有關高應計數比重公司的盈餘品質問題，投資者自是無法充分預期應計數的負面涵義。

股東對報導穩定盈餘趨勢的公司會感覺到較放心(Hepworth 1953, p.33)，Barth et al. (1999) 提供實證證據顯示長期連續盈餘遞增公司擁有較高的股價溢酬，且盈餘成長年數愈久，股價溢酬愈高。然而，當盈餘成長型態不再被維持時，Barth et al.亦發現股價有重大滑落之現象。同樣地，DeAngelo et al. (1996) 針對連續9年盈餘成長後卻首次經歷盈餘衰退之公司進行研究，結果發現在首次盈餘下跌年度，累積異常報酬顯著為負。

綜觀前人研究，當公司操弄處分投資損益並維持穩定的盈餘以爭取市場投資人的認同時，在市場未具充分效率性的前提下，市場會固著在盈餘表面數字上，未能充分了解處分投資損益對未來盈餘之涵義，並因對報導穩定盈餘趨勢的公司感覺到較放心，而給予處分投資損益較高之評價。所謂較高評價，本文並非主張市場會過度反映處分投資損益對未來盈餘涵義之絕對觀念，而係主張相對觀念，換言之，當市場反映處分投資損益持續性的程度高於其他盈餘組成項時，即為本文所主張之市場給予處分投資損益較高之評價。由於前人研究（如 Sloan 1996；Bradshaw et al. 2001；Burgstahler et al. 2002）的實證證據顯示股價對主要盈餘項目（如現金流量或非特殊項目）有反映不足的現象，只要觀察到股價對處分投資損益反映不足的現象較主要盈餘項目輕微，即可對「市場較高評價處分投資損益」提供最保守之證據。據此，本文發展假說三如下：

**假說三：**相較於其他盈餘組成項，股價對處分投資損益反映不足的現象會較輕微。

## 參、處分投資與盈餘平穩化

### 一、實證模式

本文假說一係探討盈餘變動與處分投資損益之關聯性，茲設立實證模型如下：

$$\begin{aligned}
 EGAIN_{i,t} = & a_0 + a_1 \Delta ENOG_{i,t} + a_2 AFE_{i,t} + a_3 MFE_{i,t} + a_4 LEV_{i,t} \\
 & + a_5 SALEIN_{i,t} + a_6 SIZE_{i,t} + a_7 GROWTH_{i,t} \\
 & + \sum_{j=1}^{17} a_{8j} SIC_j + \sum_{j=1}^{10} a_{9j} YEAR_j + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)
 \end{aligned}$$

其中

<i>EGAIN</i> :	超額處分投資損益
$\Delta ENOG$ :	盈餘變動水準
<i>AFE</i> :	分析師預測誤差
<i>MFE</i> :	管理者預測誤差
<i>LEV</i> :	長期負債比率
<i>SALEIN</i> :	出售投資金額
<i>SIZE</i> :	公司規模
<i>GROWTH</i> :	公司成長性
<i>SIC</i> :	產業虛擬變數
<i>YEAR</i> :	年度虛擬變數

若管理者操弄處分投資損益以進行盈餘平穩化活動，則操弄前盈餘愈小（大）於前期盈餘，處分投資損益愈大（小），因此  $a_1$  預期符號為負。

## 二、變數衡量

因變數為超額處分投資損益 (*EGAIN*)，定義為處分投資損益 (*GAIN*) 減除同年度、同產業之中位數 (Herrmann et al. 2003 p.93)。減掉同年度、同產業中位數是為了控制年度或產業之經濟因素，而與盈餘管理因素不相關者。所謂處分投資損益 (*GAIN*) 係指損益表中處分投資利益與損失之淨額，並以期初總資產平減之。詳細計算以符號表之如下：

$$EGAIN_{i,t} = GAIN_{i,t} - Med(GAIN_{i,t})$$

其中

<i>EGAIN</i> =	超額處分投資損益
<i>GAIN</i> =	處分投資損益，並以期初總資產平減
<i>Med</i> (.) =	取同年度、同產業之中位數

由於處分投資損益為稅前數字，為求基礎一致，本研究將盈餘

(*EARNNS*) 定義為繼續營業部門稅前淨利，並以期初總資產平減之。不含處分投資損益之盈餘 (*ENOG*)，則指盈餘減掉處分投資損益。之所以減掉處分投資損益總數而非超額處分投資損益，目的在減低 Lim and Lustgarten (1998) 所提及的「回溯減除法 (backing out)」之模式定式問題 (misspecification)。至於盈餘變動數 ( $\Delta ENOG$ )，文獻上則有二種衡量方法：一為不含出售投資損益之盈餘減去前期盈餘 (以符號表之為： $ENOG_t - EARNNS_{t-1}$ )，如管夢欣 (1993)。二是不含出售投資損益之盈餘變動數 (以符號表之為： $ENOG_t - ENOG_{t-1}$ )，如 Bartov (1993)，Poitras et al. (2002)。本研究採 Bartov 之作法衡量盈餘變動數<sup>6</sup>，詳細計算如下：

$$ENOG_{i,t} = (EARNNS_{i,t} - GAIN_{i,t})$$

$$\Delta ENOG_{i,t} = (ENOG_{i,t} - ENOG_{i,t-1})$$

而 *EARNNS* = 繼續營業部門稅前淨利，並以期初總資產平減

*GAIN* = 處分投資損益，並以期初總資產平減

其他有關控制變數之衡量，茲分述如下：

(一) 分析師預測誤差 (*AFE*)、管理者預測誤差 (*MFE*)：

用以控制其他盈餘平穩化門檻之影響。前期盈餘水準並非文獻上唯一被探討的盈餘平穩化門檻，投資者所參考的盈餘平穩化門檻尚有分析師預測<sup>7</sup>以及管理者預測<sup>8</sup>，因此列為控制變數。針對一位分析師對同一家公司發佈多次預測之問題，本文係取最新的預測值。此外，一家公司通常不只一位分析師跟隨，本文則以平均數作為分析師預測數，再以期初總資產平減之<sup>9</sup>。所謂分析師預測誤差 (*AFE*) 則定義為 *ENOG* 減掉分析師預測數。同理，管理者預測亦是取最新的預測數，再以期初總資產平減之，而管理者預測誤差 (*MFE*) 則以「*ENOG* 減掉管理者預測數」衡量之。*AFE* (*MFE*) 在補捉本期操弄前盈餘距離分析師 (管理者) 預測門檻所引發的盈餘管理誘因，預期符號為負。

<sup>6</sup> 改採管夢欣 (1993) 之作法衡量  $\Delta ENOG$ ，實證結果並未有重大改變。

<sup>7</sup> 如 DeGeorge et al. (1999) 以及陳育成與黃瓊瑤 (2001) 等。

<sup>8</sup> 如 Kasznik (1999)、Herrmann et al. (2003)、林嬋娟與官心怡 (1996) 以及金成隆等人 (1999) 等。

<sup>9</sup> 改以中位數為分析師預測數，後述實證結果並無重大改變。

(二)長期負債比率 (*LEV*)

用以控制債務契約假說之影響。債務契約通常以會計數字為規範工具，會計數字的改變會造成契約條款限制的改變。當公司逼近違反債務契約條款的門檻時，會認列較多的處分投資利益以降低違反債務契約條款的可能性(Bartov 1993; Poitras et al. 2002)。Beneish and Press (1993) 指出愈接近違反契約條款者，往往借款比率愈高，因此本文以長期負債比率 (*LEV*) 捕捉違反契約條款的接近度，並預期符號為正。長期負債比率係以長期負債除以總資產衡量之。

(三)出售投資金額 (*SALEIN*):

Bartov (1993) 認為管理當局出售投資可能不只是為了操縱盈餘，亦可能是根據投資或營運之最佳決策而決定的，因此控制出售投資水準可以降低統計模式定式錯誤 (misspecified statistical tests) 的可能性。由於出售金額愈高，處分利益愈高，或處分損失愈小，因此預期係數符號為正。衡量方式是取現金流量表之出售長期及短期投資總額，並以期初總資產平減之。

(四)公司規模 (*SIZE*):

用以控制公司規模對會計選擇之影響。Inoue and Thomas (1996) 指出規模愈大的公司在固定資產及有價證券的認列上傾向採用保守的會計原則，例如提列折舊時採用加速折舊法，評價有價證券時採用成本與市價孰低法，因此處分資產時容易有利得出現，預期係數為正。衡量方式為總資產取自然對數值。

(五)公司成長性 (*GROWTH*):

用以控制公司成長對會計選擇之影響。Herrmann et al. (2003) 指出公司在擴產、成長階段，通常較不會出售資產，較無處分資產損益，因此預期符號為負，並以銷貨變動數除以期初總資產衡量之<sup>10</sup>。

<sup>10</sup> Herrmann et al. (2003) 係以銷貨變動百分比衡量 *GROWTH*，但此舉易因上期銷貨的微小，造成 *GROWTH* 之鉅幅變動，為避免少數極端值影響結果，本文乃以上期總資產為平減分母，減緩 *GROWTH* 的變異。



(六)產業別： $(\sum_{j=1}^{17} SIC_j)$ 

此係控制各產業間之處分投資損益差異。依台灣證券交易所之分類將產業分成十八項(不含金融保險與綜合工業)，分別為水泥工業、食品工業、塑膠工業、紡織纖維、電機機械、電器電纜、化學生技醫療、玻璃陶瓷、造紙工業、鋼鐵工業、橡膠工業、汽車工業、電子工業、建材營造、航運業、觀光事業、貿易百貨以及其他等，故設了十七個產業虛擬變數。若樣本公司屬水泥工業，則  $SIC_1=1$ ；否則為 0，以下類推。

(七)年度別： $(\sum_{j=1}^{10} YEAR_j)$ 

此係控制各年度間之處分投資損益差異。本研究期間為 1993 年至 2003 年，故設了 10 個年度虛擬變數。若樣本公司屬 1993 年，則  $YEAR_1=1$ ；否則為 0。以下類推。

## 三、樣本選擇

本研究之財務及股價資料均取自台灣經濟新報社資料庫。資料蒐集年度始自 1992，終至 2003，但因變數衡量需用到前期資料，故研究期間為 1993-2003，共 11 年。7,385 個上市櫃公司觀察值(不含金融保險業)擁有完整的財務變數資料，刪除非曆年制公司後，剩 7,346。有 3,064 個觀察值缺乏分析師預測或管理者預測資料，復又刪除之。基於平減變數考量，樣本公司須至少存在 2 年，此又刪去 1,293 個觀察值，因此最後的樣本量為 2,989。

## 四、實證結果

## (一)敘述性統計

表 1 列示迴歸式(1)各項變數之敘述性統計。 $EGAIN=0$  的個數僅佔全部樣本的 7%，此可看出  $EGAIN$  在樣本中的普遍性。 $EGAIN$  的平均值為 0.004，方向為正，表示屬獲利狀態；第三四分位數(Q3)為 0.004，代表 25%的樣本公司超額處分投資利益超過期初總資產的 0.4%。 $\Delta ENOG$  的平均值小於零，對照  $EGAIN$  的平均值為正，此之關係符合盈餘平穩化之預測。 $AFE$  與  $MFE$  的平均數皆為負數，與  $\Delta ENOG$  之

平均數證據一致，表示平均而言，本期盈餘均未達預期盈餘之門檻(前期盈餘、分析師預測或管理者預測)。另一方面，*AFE* 與 *MFE* 的 Q3 仍為小於零，顯示大部分的樣本公司屬樂觀預測之現象。*LEV* 的平均數為 0.087，顯示樣本公司的長期負債平均約佔總資產的 8.7%。*SALEIN=0* 的個數佔樣本的 31.2%，代表有 68.8% 的樣本公司其出售長短期投資可挹注公司現金。*SALEIN* 的平均值為 0.026，顯示出售長短期投資所挹注的現金流入，平均已達期初總資產的 2.6%。*GROWTH* 的第一四分位數(Q1)大於 0，代表大部分公司仍處於銷貨成長階段，平均銷貨成長率為 9.7%。

表 1 迴歸式(1)各項變數之敘述性統計

變數名稱	0的%	平均數	標準差	最小值	四分位數			最大值
					Q1	中位數	Q3	
<i>EGAIN</i>	7.0%	0.004	0.022	-0.134	-0.002	0.000	0.004	0.744
<i>ΔENOG</i>	0.3%	-0.001	0.025	-0.725	-0.004	0.000	0.002	0.217
<i>AFE</i>	0	-0.101	0.098	-1.750	-0.137	-0.081	-0.040	0.212
<i>MFE</i>	0	-0.083	0.105	-1.750	-0.124	-0.069	-0.026	0.381
<i>LEV</i>	24.6%	0.087	0.095	0.000	0.000	0.057	0.143	0.526
<i>SALEIN</i>	31.2%	0.026	0.075	0.000	0.000	0.005	0.027	1.951
<i>SIZE</i>	0	15.636	1.119	13.201	14.857	15.480	16.183	19.959
<i>GROWTH</i>	0	0.097	0.300	-1.638	0.000	0.041	0.143	8.007

樣本量：2,989

*EGAIN*： 超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

*ΔENOG*： 盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

*AFE*： 分析師預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉分析師預測數。

*MFE*： 管理者預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉管理者預測數。

*LEV*： 長期負債比率，長期負債除以總資產。

*SALEIN*： 出售長短期投資金額，並以期初總資產平減之。

*SIZE*： 公司規模，以總資產取自然對數衡量之。

*GROWTH*： 公司成長性，銷貨變動數除以期初總資產。

表 2 為迴歸式(1)各項自變數之相關係數。除了 *AFE* (分析師預測誤差) 和 *MFE* (管理者預測誤差) 的相關係數高達 0.88 外，其餘變數兩兩之間的相關係數未有超過 0.4 者。當相關係數接近 1 時，迴歸分析可能存有共線性問題，因此，後述迴歸式(1)之處理，將關注是否存有共線問題。

表 2 迴歸式(1)各項變數之相關係數

	<i>ΔENOG</i>	<i>AFE</i>	<i>MFE</i>	<i>LEV</i>	<i>SALEIN</i>	<i>SIZE</i>	<i>GROWTH</i>
<i>ΔENOG</i>		0.347 (0.000)	0.331 (0.000)	0.011 (0.537)	-0.363 (0.000)	-0.028 (0.133)	-0.064 (0.001)
<i>AFE</i>	0.201 (0.000)		0.880 (0.000)	0.161 (0.000)	-0.220 (0.000)	-0.021 (0.253)	-0.350 (0.000)
<i>MFE</i>	0.195 (0.000)	0.885 (0.000)		0.164 (0.000)	-0.177 (0.000)	-0.035 (0.056)	-0.401 (0.000)
<i>LEV</i>	0.016 (0.368)	0.185 (0.000)	0.185 (0.000)		0.007 (0.719)	0.395 (0.000)	-0.035 (0.059)
<i>SALEIN</i>	-0.139 (0.000)	-0.063 (0.001)	-0.039 (0.035)	-0.052 (0.004)		0.018 (0.331)	0.075 (0.000)
<i>SIZE</i>	-0.004 (0.832)	0.012 (0.502)	-0.011 (0.552)	0.346 (0.000)	0.157 (0.000)		0.030 (0.104)
<i>GROWTH</i>	-0.017 (0.356)	-0.391 (0.000)	-0.444 (0.000)	-0.013 (0.472)	-0.021 (0.253)	0.047 (0.010)	

右上半為 Pearson 相關係數，左下半為 Spearman 相關係數。

樣本量：2,989

*EGAIN*：超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

*ΔENOG*：盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

*AFE*：分析師預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉分析師預測數。

*MFE*：管理者預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉管理者預測數。

*LEV*：長期負債比率，長期負債除以總資產。

*SALEIN*：出售長短期投資金額，並以期初總資產平減之。

*SIZE*：公司規模，以總資產取自然對數衡量之。

*GROWTH*：公司成長性，銷貨變動數除以期初總資產。

表 3 為超額處分投資損益之單變量檢定。當盈餘變動數為正時，61.04%的樣本公司其超額處分投資損益小於零，且平均數與中位數皆顯著為負，此結果與假說預期一致：當本期盈餘超過前期盈餘門檻時，管理者利用其認列處分投資損益的裁量權，向下調減盈餘。相反地，當盈餘變動數為負時，62.63%的盈餘減少公司列報正的超額處分投資損益，且平均數和中位數皆顯著為正，此代表當本期盈餘未達前期盈餘門檻時，管理者利用超額處分投資利益以調增本期盈餘。綜合表 3 的證據，*EGAIN* 與  $\Delta ENOG$  的關係是符合盈餘平穩化之預測。

表 3 超額處分投資損益與盈餘變動數

	盈餘	變動數
	$\Delta ENOG \geq 0$	$\Delta ENOG < 0$
	(i)	(ii)
樣本量	1,445	1,544
<i>EGAIN</i> > (<) 0 的%	(61.04)	62.63
<i>EGAIN</i> 的平均數 (p 值)	-0.001 (0.0057)	0.009 (0.0001)
<i>EGAIN</i> 的中位數 (p 值)	-0.001 (0.0001)	0.001 (0.0001)
$H_0$ : cell (i)的平均數= cell (ii)的平均數 (p 值)	t = -13.13	(<0.0001)
$H_0$ : cell (i)的中位數= cell (ii)的中位數 (p 值)	Z = -20.45	(<0.0001)

*EGAIN*：超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$\Delta ENOG$ ：盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

## (二)迴歸結果

表 4 列示迴歸模式(1)之統計結果。首先觀察全部樣本之結果。F 值為 174.02，拒絕模式不成立之虛無假說。調整後  $R^2$  為 0.663，代表模型可解釋因變數 (*EGAIN*) 66.3%的變異。最大變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factors, VIF) 為 4.925，小於 5，顯示模型並無共線問題<sup>11</sup>。在各變數之係數顯著性上， $\Delta ENOG$  的係數為負，並達 0.1% 顯著水準，符合盈餘平穩化之預測。*AFE* 與 *MFE* 之係數亦顯著為負，

<sup>11</sup> 除了 *AFE* 與 *MFE* 的 VIF 較大 (分別為 4.925 與 4.920) 外，其餘皆小於 2.1。雖然 VIF 顯示並無共線問題，本文仍嘗試分別刪除(1)*AFE*、(2)*AFE* 與 *MFE*，重新執行迴歸式(1)， $\Delta ENOG$  顯著為負的結果並未被改變。



代表管理者亦利用超額處分投資損益將盈餘平穩在盈餘預測數上。綜合  $\Delta ENOG$ 、 $AFE$  與  $MFE$  之證據，可知前期盈餘、分析師預測以及管理者預測皆為管理者盈餘管理之門檻。 $LEV$  係數顯著為正，與債務契約假說之預期一致，代表公司愈接近違反債務契約條款，超額處分投資損益愈大。 $SALEIN$  方向為正，達 0.1% 顯著水準，表示出售投資的金額愈多，產生的超額處分利益愈大或處分損失愈小。 $SIZE$  係數為正值，且達 0.1% 顯著水準，顯示公司規模愈大，超額處分投資損益愈大，與 Inoue and Thomas (1996) 之觀點一致。 $GROWTH$  的係數顯著為負，符合 Herrmann et al. (2003) 之預期，代表公司在擴產、成長階段，較不會出售資產，較無處分資產損益。

### (三) 敏感性分析

為使研究更穩定 (robustness)，本研究共執行了四種敏感性分析，計有按盈餘變動數為正或負分拆樣本子群組，分年度與分產業執行迴歸，以及改以十分位等級衡量值估計迴歸。茲分述如下：

Poitras et al. (2002) 認為盈餘增加與減少公司出售資產的動機是不對稱的，盈餘減少公司有較強的動機利用處分利益以調增盈餘，相對地，盈餘增加公司利用處分損失以調減盈餘的動機則較弱。為避免表 4 全部樣本之結果主要來自盈餘減少公司，表 4 第二 (三) 部分則觀察盈餘變動數大 (小) 於零之樣本子群組結果。盈餘變動數為正 (負) 時， $\Delta ENOG$  的係數顯著為負，代表在控制其他變數下，盈餘增加 (減少) 時，處分投資損益較小 (大)，結合表 3 之證據，61.04% (62.63%) 的超額處分損益為負 (正)，由此可進一步推論，管理前盈餘高 (低) 於前期盈餘時，管理者利用超額處分投資損失 (利益) 調減 (增) 本期盈餘，因此超額處分投資損益與盈餘變動數呈顯著負相關。仔細觀察表 4 第二與第三部分  $\Delta ENOG$  的係數差異，仍可發現盈餘變動為負的公司， $\Delta ENOG$  係數的幅度大於盈餘變動數為正的公司，此符合 Poitras et al. (2002) 之論點：管理者雖利用超額處分投資損益以平穩盈餘，但調增與調減的程度並非對稱。

表 4 處分投資損益與盈餘平穩化的關係

$$EGAIN_{i,t} = a_0 + a_1\Delta ENOG_{i,t} + a_2AFE_{i,t} + a_3MFE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5SALEIN_{i,t} + a_6SIZE_{i,t} + a_7GROWTH_{i,t} + \sum_{j=1}^{17} a_{8j}SIC_j + \sum_{j=1}^{10} a_{9j}YEAR_j + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

	1993-2003 預期符號	全部		樣本		$\Delta ENOG \geq 0$		$\Delta ENOG < 0$	
		係數值	p值	係數值	p值	係數值	p值	係數值	p值
常數項		-0.019	0.000 ****	-0.012	0.002 ***	-0.015	0.001 ****		
$\Delta ENOG$	-	-0.559	0.000 ****	-0.067	0.087 *	-0.887	0.000 ****		
$AFE$	-	-0.027	0.002 ***	-0.007	0.570	-0.012	0.032 **		
$MFE$	-	-0.015	0.035 **	-0.020	0.018 **	-0.019	0.044 **		
$LEV$	+	0.010	0.001 ****	0.009	0.004 ***	0.010	0.002 ***		
$SALEIN$	+	0.071	0.001 ****	0.044	0.002 ***	0.026	0.054 *		
$SIZE$	+	0.001	0.001 ****	0.001	0.044 **	0.001	0.036 **		
$GROWTH$	-	-0.004	0.000 ****	-0.006	0.000 ****	-0.004	0.000 ****		
$SIC$		略		略		略			
$YEAR$		略		略		略			
F值		174.02	0.000 ****	5.44	0.000 ****	317.71	0.000 ****		
調整後R <sup>2</sup>		0.663		0.095		0.875			
最大VIF		4.925		5.099		4.992			
樣本量		2,989		1,445		1,544			

\*\*：10%顯著水準    \*\*：5%顯著水準    \*\*\*：1%顯著水準    \*\*\*\*：0.1%顯著水準  
t值之計算已使用 White (1980) 方法校正變異數-共變異數矩陣。

$EGAIN$ ： 超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$\Delta ENOG$ ： 盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

$AFE$ ： 分析師預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉分析師預測數。

$MFE$ ： 管理者預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉管理者預測數。

$LEV$ ： 長期負債比率，長期負債除以總資產。

$SALEIN$ ： 出售長短期投資金額，並以期初總資產平減之。

$SIZE$ ： 公司規模，以總資產取自然對數衡量之。

$GROWTH$ ： 公司成長性，銷貨變動數除以期初總資產。

$SIC$ ： 產業虛擬變數。

$YEAR$ ： 年度虛擬變數。

表 5 為年度別之迴歸結果。本文研究期間為 1993-2003，針對每一年度之橫斷面公司資料進行迴歸分析，共得 11 條迴歸估計式之綜合結果，並彙總於表 5。每一年迴歸樣本量的平均數（中位數）為 270（297），調整後  $R^2$  的平均數（中位數）為 0.619（0.628），可知即使逐年執行迴歸分析，並不會有樣本量過少或模式不成立之憂慮。11 年中， $\Delta ENOG$  的係數符號完全與預期一致，且每一年皆顯著為負。利用 11 年的係數估計值進行 t 檢定與 Wilcoxon 檢定，不論是平均數或中位數結果，各項變數之係數檢定結果，仍未與表 4 差距太大。

表 5 迴歸式(1)年度別結果統計

$$EGAIN_{i,t} = a_0 + a_1 \Delta ENOG_{i,t} + a_2 AFE_{i,t} + a_3 MFE_{i,t} + a_4 LEV_{i,t} + a_5 SALEIN_{i,t} + a_6 SIZE_{i,t} + a_7 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

變數名稱	預期符號	符合預期 個數	顯著個數	平均數	P值	中位數	P值
$\Delta ENOG$	-	11	11	-0.492	0.000****	-0.438	0.000****
$AFE$	-	8	5	-0.016	0.055*	-0.022	0.102*
$MFE$	-	7	1	-0.008	0.147	-0.008	0.102*
$LEV$	+	7	4	0.007	0.071*	0.005	0.083*
$SALEIN$	+	11	10	0.084	0.000****	0.095	0.001****
$SIZE$	+	10	3	0.001	0.008***	0.001	0.024**
$GROWTH$	-	9	4	-0.004	0.012**	-0.003	0.014**
Adj $R^2$				0.619		0.628	
樣本量				270		297	

註 1：1993-2003 年共執行了 11 條迴歸，本表為 11 年迴歸結果之統計量。

註 2：顯著個數係以 10% 顯著水準為計算基準。

$EGAIN$ ： 超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$\Delta ENOG$ ： 盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

$AFE$ ： 分析師預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉分析師預測數。

$MFE$ ： 管理者預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉管理者預測數。

$LEV$ ： 長期負債比率，長期負債除以總資產。

$SALEIN$ ： 出售長短期投資金額，並以期初總資產平減之。

$SIZE$ ： 公司規模，以總資產取自然對數衡量之。

$GROWTH$ ： 公司成長性，銷貨變動數除以期初總資產。

表 6 為產業別迴歸結果。依台灣證券交易所之產業分類，共可分十八大類（不含金融保險與綜合工業）產業，針對每一產業各自執行迴歸分析，18 個產業迴歸分析結果則彙總於表 6。產業別迴歸的樣本量平均數（中位數）為 165（117）個。18 個產業的平均調整後  $R^2$  為 53.4%。 $\Delta ENOG$  的符號與預期一致的有 18 個，每一個產業皆顯著為負。以 18 個產業的係數估計值進行 t 檢定與 Wilcoxon 檢定，除了  $MFE$  和  $SIZE$  外，其餘各變數結果，仍與表 4 一致。

表 6 迴歸式(1)產業別結果統計

$$EGAIN_{i,t} = a_0 + a_1\Delta ENOG_{i,t} + a_2AFE_{i,t} + a_3MFE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5SALEIN_{i,t} + a_6SIZE_{i,t} + a_7GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

變數名稱	預期符號	符合預期 符號 個數	顯著個數	平均數	P值	中位數	P值
$\Delta ENOG$	-	18	18	-0.410	0.000****	-0.425	0.000****
$AFE$	-	16	9	-0.054	0.000****	-0.046	0.000****
$MFE$	-	12	4	-0.014	0.251	-0.014	0.229
$LEV$	+	13	6	0.012	0.017**	0.009	0.030**
$SALEIN$	+	17	14	0.090	0.004***	0.060	0.001****
$SIZE$	+	11	5	0.000	0.345	0.001	0.325
$GROWTH$	-	16	7	-0.009	0.029**	-0.006	0.001****
Adj $R^2$				0.534		0.564	
樣本量				165		117	

註 1：依台灣證券交易所之分類，產業共十九類（不含金融保險），分別為水泥工業、食品工業、塑膠工業、紡織纖維、電機機械、電器電纜、化學生技醫療、玻璃陶瓷、造紙工業、鋼鐵工業、橡膠工業、汽車工業、電子工業、建材營造、航運業、觀光事業、貿易百貨、綜合企業、其他等，但因綜合企業僅有一家公司，恐迴歸自由度不足，不單獨執行迴歸，故產業別迴歸執行了 18 條。本表為 18 個產業迴歸結果之統計量。

註 2：顯著個數係以 10% 顯著水準為計算基準。

$EGAIN$ ：超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$\Delta ENOG$ ：盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

$AFE$ ：分析師預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉分析師預測數。

$MFE$ ：管理者預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉管理者預測數。

$LEV$ ：長期負債比率，長期負債除以總資產。

$SALEIN$ ：出售長短期投資金額，並以期初總資產平減之。

$SIZE$ ：公司規模，以總資產取自然對數衡量之。

$GROWTH$ ：公司成長性，銷貨變動數除以期初總資產。



表 7 係以十分位等級法 (rank-decile) 將所有變數資料分成十組，每組之數值由 0.1 至 1，重新執行迴歸式(1)。實證結果仍與表 4 大致相同。

表 7 處分投資損益與盈餘平穩化的關係 (十分位等級估計值)

$$R(EGAIN) = a_0 + a_1R(\Delta ENOG) + a_2R(AFE) + a_3R(MFE) + a_4R(LEV) + a_5R(SALEIN) + a_6R(SIZE) + a_7R(GROWTH) + \sum_{j=1}^{17} a_{8j}SIC_j + \sum_{j=1}^{10} a_{9j}YEAR_j + \varepsilon_{i,t} \dots (1)$$

1993-2003	預期符號	係數值	t值	p值	VIF值
常數項		6.167	22.92	0.000 ****	0.000
$R(\Delta ENOG)$	—	-0.412	-25.81	0.000 ****	1.132
$R(AFE)$	—	-0.157	-4.79	0.000 ****	4.738
$R(MFE)$	—	-0.068	-2.07	0.039 **	4.805
$R(LEV)$	+	0.035	2.00	0.046 **	1.284
$R(SALEIN)$	+	0.274	17.28	0.000 ****	1.104
$R(SIZE)$	+	0.039	2.23	0.026 **	1.343
$R(GROWTH)$	—	-0.062	-3.47	0.001 ****	1.422
SIC		略			
YEAR		略			
F值 (P值)		44.20	(0.000 ****)	調整後R <sup>2</sup>	0.331

\* : 10%顯著水準 \*\* : 5%顯著水準 \*\*\* : 1%顯著水準 \*\*\*\* : 0.1%顯著水準  
樣本量：2,989

$EGAIN$  : 超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$\Delta ENOG$  : 盈餘變動，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利變動數。

$AFE$  : 分析師預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉分析師預測數。

$MFE$  : 管理者預測誤差，不含處分投資損益之繼續營業部門稅前淨利減掉管理者預測數。

$LEV$  : 長期負債比率，長期負債除以總資產。

$SALEIN$  : 出售長短期投資金額，並以期初總資產平減之。

$SIZE$  : 公司規模，以總資產取自然對數衡量之。

$GROWTH$  : 公司成長性，銷貨變動數除以期初總資產。

$SIC$  : 產業虛擬變數。

$YEAR$  : 年度虛擬變數。

$R(.)$  : 代表變數經十分位等級轉換。

## 肆、處分投資損益與盈餘持續性

### 一、實證模式

假說二是探討超額處分投資損益是否具有持續性，因此實證模式的建構首先根據 Freeman et al. (1982)，將當期盈餘與未來盈餘之關係表之如下：

$$EARN S_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 EARN S_t + v_{i,t+1} \dots\dots\dots(2)$$

其中 EARN S 為盈餘，已於 3.2 節詳述。其次，為測試超額處分投資損益之持續性，將式(2)進一步修正如下：

$$EARN S_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_2 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots(3)$$

其中 *EARN SPRE* 為不含超額處分投資損益之盈餘，*EGAIN* 為超額處分投資損益。之所以如此拆解盈餘組成項，是因為假說二的目的在觀察超額處分投資損益對未來盈餘的預測力，因此將盈餘組成項拆解為超額處分投資損益及其他，而「其他」，根據定義，即為盈餘減去超額處分投資損益後之差額。 $\gamma_2$  為 *EGAIN* 對未來盈餘的預測係數，用以補捉 *EGAIN* 所貢獻之盈餘持續性。根據假說二，預期  $\gamma_2$  顯著異於零。

不同於前人研究只探討盈餘各組成項對未來盈餘之涵義，本研究將未來盈餘亦拆解為各個組成項，進一步探討各盈餘組成項之持續性來源。實證模式列示如下：

$$EARN SPRE_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_3 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_4 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots(4)$$

$$EGAIN_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_5 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_6 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots(5)$$

Black et al. (2000) 認為重複發生的特殊項目活動彼此相互關聯，形成一趨勢，因而對公司淨利與現金流量具有永久性的涵義。根據假說二之一，本期處分投資損益對未來重複發生的正常盈餘以及未來處分投資損益皆具有預測能力，因此預期  $\gamma_4$  與  $\gamma_6$  顯著異於零。

## 二、樣本選擇

假說二的樣本選擇係先延用假說一的原始資料，但因變數衡量須同時用到 t-1、t 及 t+1 三期資料，因此研究期間較假說一短了一年，為 1993-2002 年，再加上樣本公司須至少存在三年，因此觀察值個數自原始樣本的 6,617 減為 5,346。最後，本研究幾乎包含所有的非金融保險業上市櫃公司，為避免樣本差異過大形成極端樣本，乃再刪除各項變數之衡量值在 10 個標準差以外者，剩餘樣本量為 4,979。<sup>12</sup>

## 三、實證結果

表 8 為假說二之迴歸檢定結果。首先觀察式(3)之結果。 $\gamma_2$  顯著異於零，表示超額處分投資損益具未來盈餘之涵義，假說二得到支持。仔細比較  $\gamma_1$  與  $\gamma_2$  的係數差異， $\gamma_1 = 0.753 > 0.114 = \gamma_2$ ，且進一步檢定二者之相等性，Wald 檢定顯示  $\chi^2$  值為 127.534，p 值為 0.000，顯示 *EARNSPRE* 對未來盈餘的預測力顯著高於 *EGAIN* 之預測力。換言之，*EARNSPRE* 較補捉重複發生的正常盈餘效果，因此持續性較高；相對地，超額處分投資損益較補捉暫時性盈餘成分，因此持續性較低。

式(4)之目的在檢測超額處分投資損益對未來正常盈餘的預測力，結果顯示  $\gamma_4$  符號為負，且達 5% 統計顯著性。相對地，式(5)之目的在測試本期 *EGAIN* 對未來 *EGAIN* 的預測力，結果則呈現出  $\gamma_6$  顯著為正。 $\gamma_6$  的顯著為正，隱含公司本期處分投資，下期仍會繼續處分。相對地， $\gamma_4$  顯著為負，代表公司本期的超額處分投資損益愈大，下期的經營績效愈差。綜合表 8 之結果，持續發生的超額處分投資損益彼此相互關聯，形成一趨勢，隨著公司績效變化，未來繼續處分投資以調控盈餘，因而對公司淨利與現金流量具有永久性的涵義，因此本期處分投資損益不僅對未來超額處分投資損益有預測能力，對未來正常盈餘亦有預測能力。假說二之一得到支持。

<sup>12</sup> 若改成刪除 5 個標準差以外者，剩餘樣本量為 4,110，表 10 之實證結果亦無重大改變。

表 8 超額處分投資損益與下期盈餘之迴歸結果

$$EARN S_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_2 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots (3)$$

$$EARN SPRE_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_3 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_4 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots (4)$$

$$EGAIN_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_5 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_6 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots (5)$$

	式 (3)		式 (4)		式 (5)	
	係數值	p值	係數值	p值	係數值	p值
常數項	0.020	0.000 ****	0.017	0.000 ****	0.003	0.000 ****
EARN SPRE	0.753	0.000 ****	0.749	0.000 ****	0.004	0.214
EGAIN	0.114	0.040 **	-0.129	0.017 **	0.243	0.000 ****
F值	1,428.39	0.000 ****	1,488.92	0.000 ****	157.58	0.000 ****
調整後 R <sup>2</sup>	0.365		0.374		0.059	
Test $\gamma_1 = \gamma_2$	$\chi^2=127.534$	0.000 ****				

\* : 10%顯著水準    \*\* : 5%顯著水準    \*\*\* : 1%顯著水準    \*\*\*\* : 0.1%顯著水準  
 樣本量：4,979。

EARN S : 盈餘，繼續營業部門稅前淨利除以期初總資產。  
 EARN SPRE : 不含超額處分投資損益之盈餘，盈餘減掉超額處分投資損益。  
 EGAIN : 超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

## 伍、處分投資損益與市場評價

### 一、實證模式

假說三是探討股價對超額處分投資損益反映不足的現象是否會較輕微，因此採用 Sloan (1996) 的雙方程式法測試之。模型如下：

$$EARN S_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EARN SPRE_{i,t} + \gamma_2 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots\dots\dots (3)$$

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta \times (EARN S_{i,t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* EARN SPRE_{i,t} - \gamma_2^* EGAIN_{i,t}) + \varepsilon_{i,t+1} \dots\dots\dots (6)$$

其中

- EARN S<sub>i,t+1</sub> : 第 t+1 期之盈餘。
- EARN SPRE<sub>i,t</sub> : 不含超額處分投資損益之盈餘。
- EGAIN<sub>i,t</sub> : 超額處分投資損益。
- CAR<sub>i,t+1</sub> : 累積異常報酬。



迴歸式(3)被稱為預測方程式，主要在估計盈餘組成項對未來盈餘的預測係數。式(6)為評價方程式，主要在估計市場分配給 *EARNSPRE* 與 *EGAIN* 二個盈餘組成項的評價係數。對式(3)與式(6)的估計，是以聯立方式 (jointly) 重複的運用非線性最小平方 (iterative ordinary nonlinear least squares) 估計程序。當市場理性評價盈餘組成項  $q$  時，預期  $\gamma_q^* = \gamma_q$ ， $q=1, 2$ 。相反地，若觀察到  $\gamma_q^* \neq \gamma_q$ ， $q=1, 2$ ，則代表市場並未理性反映本期盈餘組成項  $q$  對未來盈餘的涵義。當公司利用超額處分投資損益平穩盈餘時，投資人因對盈餘平穩公司感到較放心，會給予較高之評價，根據假說三，股價對超額處分投資損益反映不足的現象會較輕微，因此預期  $\gamma_1 - \gamma_1^* \geq \gamma_2 - \gamma_2^*$ 。

## 二、變數衡量

盈餘 (*EARNNS*)、超額處分投資損益 (*EGAIN*) 以及不含超額處分投資損益之盈餘 (*EARNSPRE*) 之衡量已於 3.2 和 4.1 節詳述，此處僅說明累積異常報酬 (*CAR*)。累積異常報酬係採市場調整模式估計異常報酬，累積之窗期則為年度結束後之一月一日開始起算十二個月<sup>13</sup>。詳細計算公式如下：

$$CAR_{i,t+1} = \prod_{p=1}^{12} (1 + R_{i,t,p}) - \prod_{p=1}^{12} (1 + R_{m,t,p})$$

其中

$R_{i,t,p}$ ：i 公司股票在第 p 月之月報酬率。p=0，代表 t 年年度結束之月份。

$R_{m,t,p}$ ：市場投資組合在第 p 月之月報酬率。

## 三、樣本選擇

假說三的樣本選擇係以假說二的原始資料為基礎，扣掉股價資料不齊全的公司，樣本量剩下 3,851。再刪除各項變數之衡量值在 10 個標準差以外者，最後樣本量為 3,842。

<sup>13</sup> 本文亦曾嘗試年度結束後二月、三月、四月及五月一日開始起算十二個月，股價對 *EARNSPRE* 反映不足的現象逐漸減緩，此代表隨著時間經過，股價對盈餘逐漸充分反映，但 *EGAIN* 的過度反映則不受累積窗期之影響。

## 四、實證結果

## (一)敘述性統計

表 9 為迴歸式(3)、(6)各項變數之敘述性統計。 $EARNSt_{t+1}$  與  $EARNSPRE$  的第一四分位數皆為正數，顯示至少 75%的樣本觀察值其盈餘為正值。比較  $EARNSt_{t+1}$  與  $EARNSPRE$ ，大部分  $EARNSPRE$  的基本統計量皆大於  $EARNSt_{t+1}$ ，此顯示樣本觀察值有盈餘下降之現象。對照  $CAR_{t+1}$  的基本統計量，中位數為負，顯示大部分  $CAR_{t+1}$  呈現負數。綜合表 9，盈餘減少，累積異常報酬小於零，代表資料具合理性<sup>14</sup>。

表 9 迴歸式(3)與(6)之敘述性統計

變數名稱	平均數	標準差	最小值	四分位數			
				Q1	中位數	Q3	最大值
$EARNSt_{t+1}$	0.054	0.101	-0.466	0.004	0.044	0.098	0.857
$EARNSPRE$	0.060	0.106	-0.520	0.003	0.046	0.103	0.917
$EGAIN$	0.005	0.017	-0.132	-0.001	0.000	0.005	0.201
$CAR_{t+1}$	0.054	0.556	-1.221	-0.269	-0.049	0.244	4.945

樣本量：3,842。

$EARNSt_{t+1}$ ：盈餘，繼續營業部門稅前淨利除以期初總資產。

$EARNSPRE$ ：不含超額處分投資損益之盈餘，盈餘減掉超額處分投資損益。

$EGAIN$ ：超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$CAR_{t+1}$ ：累積異常報酬。

表 10 為迴歸式(3)、(6)各變數之相關係數。 $EARNSPRE$  與  $EARNSt_{t+1}$  的相關係數達 0.687，可知盈餘具持續性。 $EARNSt_{t+1}$  與  $CAR_{t+1}$  的相關係數為 0.302，相對地， $EARNSPRE$  與  $CAR_{t+1}$  的相關係數則為 0.063，顯示盈餘/股價之同期關聯性大於跨期關聯性。

<sup>14</sup> 至於  $CAR_{t+1}$  的平均值為正，表示樣本存有極端值。刪除 5 個標準差以外者，剩餘樣本量為 3,797，表 11 之實證結果亦無重大改變。

表 10 迴歸式(3)與(6)各項變數之相關係數

1993-2002	$EARNSt_{t+1}$	$EARNSPRE$	$EGAIN$	$CAR_{t+1}$
$EARNSt_{t+1}$		0.687 (0.000)	-0.001 (0.957)	0.302 (0.000)
$EARNSPRE$	0.724 (0.000)		-0.050 (0.002)	0.063 (0.000)
$EGAIN$	0.065 (0.000)	0.016 (0.308)		-0.036 (0.026)
$CAR_{t+1}$	0.336 (0.000)	0.085 (0.000)	-0.013 (0.419)	

右上半為 Pearson 相關係數，左下半為 Spearman 相關係數。  
樣本量：3,842。

$EARNSt_{t+1}$ ：盈餘，繼續營業部門稅前淨利除以期初總資產。

$EARNSPRE$ ：不含超額處分投資損益之盈餘，盈餘減掉超額處分投資損益。

$EGAIN$ ：超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之  
差額。

$CAR_{t+1}$ ：累積異常報酬。

## (二)迴歸結果

表 11 為假說三之迴歸檢定結果。首先觀察市場分配給各盈餘組成項的評價係數。 $\gamma_1^*=0.532$ ， $\gamma_2^*=0.583$ ，二者皆顯著異於零，代表二個盈餘組成項皆在市場評價中扮演顯著角色。進一步檢定二者之相等性，Wald 檢定結果顯示二者並未達統計顯著差異性 (p 值=0.7813)。至於股價是否充分反映當期盈餘對未來盈餘之涵義，式(6)結果顯示  $\gamma_1^*=0.532$ ，對應式(3)的  $\gamma_1$  則高達 0.650，再以 Wald 檢定  $\gamma_1$  與  $\gamma_1^*$  是否相等，結果是拒絕二者相等之虛無假說 ( $\chi^2$  值為 14.23, p 值為 0.000)。 $\gamma_1 \neq \gamma_1^*$ ，代表市場並未充分反映  $EARNSPRE$  對未來盈餘的涵義，而且  $\gamma_1 > \gamma_1^*$ ，顯示市場對  $EARNSPRE$  之持續性有反映不足之現象，此之結果並未與 Sloan (1996)、Xie (2001)、Bradshaw et al. (2001)、Burgstahler et al. (2002) 以及張文瀾 (2003) 等有所抵觸。不同於股價對  $EARNSPRE$  有反應不足的現象，股價對  $EGAIN$  則屬過度反映之情形。 $\gamma_2^*=0.583 > 0.194 = \gamma_2$ ，且 Wald 檢定顯示二者顯著不等。相對於市場低估

*EARNSPRE* 的持續性，卻過度反映 *EGAIN*，以 Wald 檢定市場對二盈餘組成項反映程度的差異性，p 值為 0.009，假說三獲得支持：相對於其他盈餘組成項，市場較高評價超額處分投資損益對未來盈餘的涵義。

表 11 假說二、三之迴歸檢定結果

$$EARNNS_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EARNSPRE_{i,t} + \gamma_2 EGAIN_{i,t} + v_{i,t+1} \dots \dots \dots (3)$$

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta \times (EARNNS_{i,t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* EARNSPRE_{i,t} - \gamma_2^* EGAIN_{i,t}) + \varepsilon_{i,t+1} \dots \dots \dots (6)$$

式(3)預測係數				式(6)評價係數			
參數	估計值	t 值	p 值	參數	估計值	t 值	p 值
				$\alpha$	0.040	3.74	0.000 ****
$\gamma_0$ (常數項)	0.014	10.18	0.000 ****	$\beta$ ( $EARNNS_{t+1}$ )	2.724	23.82	0.000 ****
$\gamma_1$ ( <i>EARNSPRE</i> )	0.650	58.64	0.000 ****	$\gamma_1^*$ ( <i>EARNSPRE</i> )	0.532	18.19	0.000 ****
$\gamma_2$ ( <i>EGAIN</i> )	0.194	2.83	0.005 ***	$\gamma_2^*$ ( <i>EGAIN</i> )	0.583	3.25	0.001 ****
				Wald 檢定			
市場對盈餘各組成項之理性預期檢定				$\chi^2$	p 值		
$\gamma_1^* = \gamma_2^*$				0.080	0.781		
$\gamma_1^* = \gamma_1$				14.230	0.000 ****		
$\gamma_2^* = \gamma_2$				4.100	0.043 **		
$\gamma_1 - \gamma_1^* = \gamma_2 - \gamma_2^*$				6.870	0.009 ***		

\*：10%顯著水準 \*\*：5%顯著水準 \*\*\*：1%顯著水準 \*\*\*\*：0.1%顯著水準  
樣本量：3,842。

*EARNNS*：盈餘，繼續營業部門稅前淨利除以期初總資產。

*EARNSPRE*：不含超額處分投資損益之盈餘，盈餘減掉超額處分投資損益。

*EGAIN*：超額處分投資損益，處分投資損益減掉同年度、同產業中位數後之差額。

$CAR_{t+1}$ ：累積異常報酬。



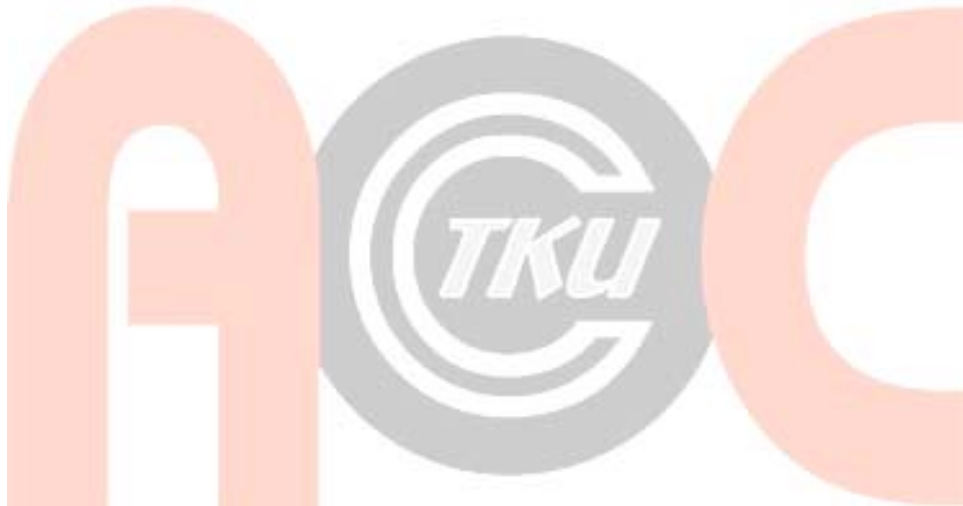
## 陸、結論

當市場未具充分效率性時，會計資訊對投資人的有用性，在於投資人是否能利用此一資訊賺取超額報酬。在會計資訊中，盈餘是衡量公司營業績效的工具之一，惟當管理當局透過特定盈餘管理工具操弄公司盈餘時，投資人能否判讀背後所隱含的意義，即是一很重要的問題。本研究目的在探討公司管理當局是否利用處分投資損益從事盈餘平穩化，以及此種盈餘平穩化行為是否可獲得投資人較高之評價。蒐集了1992至2003年上市櫃公司之財務及股價資料，本研究分成三階段進行實證分析。首先探討管理當局有無透過處分投資行為從事盈餘平穩化，其次探討處分投資損益對未來盈餘之涵義，最後則是探討股票市場是否較高評價公司的盈餘平穩化行為。

第一階段的實證結果顯示，當本期不含處分投資損益之盈餘高(低)於前期盈餘時，管理者利用超額處分投資損失(利益)調減(增)本期盈餘，且超額處分投資損益與盈餘變動數成顯著負相關，代表管理當局操弄處分投資之時機從事盈餘平穩化。另分年度、分產業、分盈餘變動數為正、負以及改變變數衡量方式，執行敏感性分析，實證結果仍是一致的。在第二階段的盈餘持續性分析上，超額處分投資損益具有未來盈餘之涵義，隱含台灣轉投資活動的盛行已使處分投資損益具有經常性特質。雖然具有未來盈餘之涵義，但超額處分投資損益之持續性程度則遠低於其他盈餘組成項。此外，經常可見的處分動作意味著公司趨勢，本期處分投資損益不僅對未來超額處分投資損益具有預測能力，對未來正常盈餘亦有預測能力。在第三階段雙方程組之迴歸結果上，相對於市場對其他盈餘組成項的反映程度，市場對超額處分投資損益的反映程度較高，隱含管理者所努力的盈餘平穩化活動顯著得到市場投資人較高的評價。綜合本研究結果，當市場固著在盈餘表面數字時，公司利用超額處分投資損益平穩帳上盈餘，投資人因對報導穩定盈餘趨勢的公司感到較放心，便調高反映超額處分投資損益對未來盈餘的涵義。

在出售資產損益與盈餘平穩化關聯性之研究中，過去的研究(如Bartov 1993; Poitras et al. 2002)多直接假設市場評價為管理者從事盈

餘管理（平穩化）行為的誘因之一，本文則補充此領域有關市場評價誘因之證據。本文雖提供證據顯示超額處分投資損益與未來盈餘具有正向關聯性，但此正向關聯性卻是來自未來超額處分投資損益，並非來自未來正常盈餘。畢竟，股票價格變化不易預測，以不易預測的出售投資利得持續挹注盈餘，盈餘品質是較低的，對報表使用者的隱含意義不容忽視。除此之外，本研究結果亦發現本期超額處分投資損益與未來正常盈餘具有負向關聯性，因此投資人在評估公司賺得正常盈餘的能力時，應該根據財務報表上的處分投資損益科目，調整公司績效變化之方向。



## 參考文獻

- 工商時報，1998/11/26，本業表現欠佳:統領、高林、匯僑、遠百，紛紛處分轉投資股票，拉抬業績（第 20 版）。
- 林嬋娟、官心怡，1996，經理人盈餘預測與盈餘操縱之關聯性研究，管理與系統，第三卷，第一期：27-41。
- 金成隆、林修葳與張永芳，1999，強制性財務預測誤差與盈餘管理關係：20%門檻限制影響之研究，中國財務學刊，第七卷第一期：59-96。
- 張文瀾，2003，本益比變動與盈餘管理，當代會計，第四卷第一期：29-56。
- 陳育成、黃瓊瑤，2001，台灣資本市場盈餘預測與盈餘管理關聯性之研究，證券市場發展季刊，第十三卷，第二期：97-120。
- 馮志卿，1999，營運活動現金流量、應計項目、業外損益之盈餘持續性及市場效率研究，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 黃全宏，2001，投資損益持續性及市場反應效率分析，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 經濟日報，2001/8/24，營建業處分轉投資 帳面好看多了（第 18 版）。
- 管夢欣，1993，長期性資產出售交易與盈餘管理行為之關聯性實證研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- Barth, M. E., J. A. Elliott and M. W. Finn. 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37 (Autumn): 387-413.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68 (Oct): 840-855.
- Beaver, W. H. 1970. The time series behavior of earnings. *Journal of Accounting Research* 8 (June/September): 319-346.
- Beneish, D. and E. Press. 1993. Costs of technical default. *The Accounting Review* 68: 233-57.
- Bernard, V., and J. Thomas. 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 13 (December): 305-340

- Black, E. L., T. A. Carnes and V. J. Richardson. 2000. The value relevance of multiple occurrences of nonrecurring items. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (4): 391-411.
- Bowen, R., L. DuCharme and D. Shores. 1995. Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics* (December): 99-126.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson and R. G. Sloan. 2001. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 39 (June): 45-74.
- Burgstahler, D., J. Jiambalvo and T. Shevlin. 2002. Do stock prices fully reflect the implications of special items for future earnings? *Journal of Accounting Research* 40 (June): 585-616.
- Clayman, M. 1995. One-time charges never having to say you're sorry? *Financial Analysts Journal* 51 (September-October): 57-60.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner. 1996. Reversal of fortune: dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40 (March): 341-371.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (Spring): 1-36.
- Degeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72 (January): 1-33.
- Dye, R. A. 1988. Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting Research* 26 (Autumn): 195-235
- Elliott, J. A. and W. H. Shaw. 1988. Write-offs as accounting procedures to manage perception. *Journal of Accounting Research* 26: 91-119.
- Freeman, R., J. Ohlson, and S. Penman. 1982. Book rate-of-return and prediction of earnings changes: an empirical investigation. *Journal of Accounting Research* 20 (Autumn): 3-42.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economic* 7 (April): 85-107.



- Hepworth, S. R. 1953. Smoothing periodic income. *The Accounting Review* 28 (January): 32-39.
- Herrmann, D., T. Inoue and W. B. Thomas. 2003. The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41 (March): 89-109.
- Inoue, T., and W. Thomas. 1996. The choice of accounting policy in Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* (Spring): 1-23.
- Kaszniak, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* (Spring): 57-81.
- Lim, S. C. and S. Lustgarten. 1998. Testing for income smoothing using the Backing out Method. Working paper, Baruch College.
- Michelson, S. E., J. Jordan-Wagner and C. W. Wootton. 2000. The relationship between the smoothing of reported income and risk-adjusted returns. *Journal of Economic and Finance* 24 (Nov): 141-159.
- Poitras, G., T. Wilkins and Y. S. Kwan. 2002. The timing of asset sales: evidence of earnings management? *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (Sep): 903-935.
- Ronen, J., and S. Sadan. 1981. Smoothing income numbers: objective, means, and implications. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings. *The Accounting Review* 71 (July): 289-315.
- Trueman, B., and S. Titman. 1988. An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 127-139
- Watts, R. 1986. Does it pay to manipulate EPS? The Revolution in Corporate Finance, edited by J. M. Stern and D. H. Chew Jr. Basil Blackwell: 3-11.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of*

*Financial Economics* 20(January-March): 431-460.

White, H. 1980. A heteroscedastic-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity. *Econometrica* 48(4): 817-828.

Xie, H. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76 (July): 357-373.

