

# 上市閉鎖期之盈餘管理行為

## Earnings Management around IPO and Lockup

黃志仁 Chih-Jen Huang

靜宜大學 財務金融學系

Department of Finance, Providence University

吳睿怡 Rui-Yi Wu

資誠會計師事務所

Pricewaterhouse Coopers

**摘要：**本文連結上市（Initial Public Offerings, IPO）盈餘管理與閉鎖期兩個重要議題，首度檢視此期間裁決性應計項目的變化。台灣對於閉鎖期獨特的兩階段規範，可提供此議題更堅實的研究結論。實證結果發現，IPO 公司於閉鎖期間內有明顯的盈餘管理需求。公司於 IPO 當季開始利用裁決性應計項目進行盈餘管理，一直持續至第一階段閉鎖期結束的下一季，且第二階段閉鎖期結束當季也有明顯進行盈餘管理的現象，顯示閉鎖期的結束時點對於 post-IPO 時期的盈餘管理行為具有關鍵性的影響。本文進一步針對五項裁決性應計科目進行細部分析，發現除了裁決性預收款之外，各項裁決性應計科目於 IPO 和閉鎖期兩段期間的使用程度具有明顯的差異。整體而言，裁決性應收帳款和裁決性存貨在此觀察期間的使用程度最高。觀察裁決性應計項目以及五項裁決性應計科目的使用情形，皆可看出「迴轉」的特性扮演重要角色。最後，2001 年 3 月閉鎖期規範的改變，確實改變了內部人在第一階段閉鎖期的盈餘管理的行為。

**關鍵詞：**上市；閉鎖期；盈餘管理；裁決性應計項目

**Abstract:** This research relates finance topics of initial public offerings (IPO) and lockup to examine the hypothesis that the timing of lockup expiration is crucial to the earnings management (EM) behavior in the post-IPO period. The unique two-stage lockup regulations make the Taiwanese sample an excellent candidate for examining this hypothesis. The evidence indicates a strong need of EM in

lockup period. Significantly positive discretionary accruals (DA) begin from the IPO quarter to the quarter right after expiration of 1<sup>st</sup>-stage lockup. Furthermore, the DA in the quarter of 2<sup>nd</sup>-stage lockup expiration is significantly positive. The Results indicate that the lockup provision is crucial to the literature findings of significant EM in the IPO year and the following year. Examining five specific items of DA, we find notable variation in implementing DA instruments between IPO and lockup periods. Among them, discretionary account receivable and discretionary inventory are most intensively used throughout IPO and both lockup periods. It seems that the reversal nature plays a role in the behavior of DA and of specific DA items. Finally, the regulation change in 2001 did affect the EM behavior in 1st-stage lockup.

**Keywords:** Initial public offering; Lockup; Earnings management; Discretionary accruals

## 1. 緒論

文獻指出，公司在首次上市（櫃）（Initial Public Offerings, IPO）前一年有顯著為正的裁決性應計項目（Discretionary Accrual），且認為這是為了順利上市所進行的盈餘管理行為（Friedlan, 1994; 連靜仙, 民 82）。儘管裁決性應計項目具有迴轉（reversal）的特性，Teoh, Wong and Rao（1998）與黃惠君（民 84）仍於 IPO 當年和後一年發現顯著為正的裁決性應計項目，但皆未針對 post-IPO 時期的盈餘管理行為探討可能的原因。由於 IPO 之後資訊不對稱相對嚴重，Brav and Gompers（2003）認為 IPO 之後的閉鎖期（Lockup）可用來分辨這些新公司品質的優劣。因此，基於「post-IPO 的盈餘管理證據」與「閉鎖期的訊息傳遞（Signaling）功能」兩方面理由，本文認為閉鎖期的規範對於 post-IPO 時期的盈餘管理行為具有關鍵性的影響。

在臺灣證券市場承購 IPO 股票的機率並不高，大多數投資者只能在上市後才有機會參與投資，公司 IPO 後的營運績效便成為重要的投資參考依據，因此有盈餘平穩化（Smoothing Periodic Income）的必要性。Hepworth 首次於 1953 年提出盈餘平穩化的概念，以應收帳款、存貨及備抵存貨跌價損

失之提列來說明損益平穩化的方法<sup>1</sup>。Wang and Williams (1994) 指出盈餘數字結合了管理當局對公司未來績效之私有資訊及公司本身之預測資訊，因此盈餘數字在經過平穩化後會更具有資訊價值。Barton (2001) 與高祥恒 (民 91) 認為盈餘平穩化可以增加管理者的報酬和財富、減少公司所得稅和財務成本、避免投資不足和突發性盈餘的發生以及降低盈餘的波動性。此外，由於閉鎖期的規定，使公司內部人大部分股票的流動性受到限制，因此在此期間內出售股票的需求將累積至閉鎖期結束後集中反應。Field and Hanka (2001) 發現閉鎖期間結束後，平均而言成交量增加約 40%。Bradley, Jordan, Roten and Yi (2001)、Brav and Gompers (2003)、徐燕山 (民 91) 等研究亦觀察到類似情況，顯示閉鎖期屆滿後內部人的確明顯增加其賣出的動作。內部人為了維護自身利益，會避免公司經營績效與股票長期報酬率在閉鎖期間過度衰退，必須保持一定的平穩性以達到訊息傳遞的效果，因此在閉鎖期進行盈餘管理將更具有誘因。

公司在 IPO 期間使用裁決性應計項目進行盈餘管理之後，其迴轉所需的時間長短並無定論，因此很難藉由觀察閉鎖期結束前後盈餘管理程度的變化，便直接作出「IPO 之後盈餘管理行為與閉鎖期有直接關聯」的有效推論，有可能只是時間上的巧合所造成。針對此重要議題，台灣樣本具有以下兩個特性，可以讓研究結論更加堅實 (robust)。第一，自 1998 年起，台灣所有的 IPO 公司皆必須受到兩階段閉鎖期的限制<sup>2</sup>，且受限制的期間長短都相同<sup>3</sup>，台灣 IPO 公司因而喪失了以自願性閉鎖的動作傳遞公司品質的機會。閉鎖期

---

<sup>1</sup>文獻上提及的其他盈餘管理工具眾多，例如：McNichols, Wilson and DeAngelo (1988) 將焦點放在裁決性應計項目中備抵呆帳提列比率的使用，探討呆帳提列是否可作為操弄盈餘的工具；Bartov (1993) 研究盈餘的操控是否與長期資產、長期投資的出售有關，因為經理人可以選擇資產出售的時機，給予經理人操控盈餘的機會；Barton (2001) 與高祥恒 (民 91) 探討裁決性應計項目與衍生性金融商品在盈餘平穩目的下之替代互補關係；Phillips, Pincus, and Rego (2003) 利用遞延所得稅費用來偵測盈餘管理，認為管理者會在不影響當期的應付所得稅下，利用裁量權來增加遞延所得稅費用，使原始的淨利往上提昇。

<sup>2</sup>1997 年 11 月證期會針對上櫃股票訂定兩個階段的閉鎖時間，1998 年 3 月亦將所有上市公司納入規範。

<sup>3</sup>在美國，IPO 公司管理者與上市前之投資人自願性地與承銷商簽定股票閉鎖的承諾協議。雖然大部分的閉鎖期間為 180 天，但期間長短仍可能各有差異。Brav and Gompers (2003) 研究發現，資訊不對稱問題較嚴重的公司，其 IPO 閉鎖期間會較長。此外，美國承銷商具有允許上市前投資人於閉鎖期結束前賣股票的權限，且承銷商和 IPO 公司都沒有義務宣告此一動作。因此，台灣樣本能避免上述的取樣誤差 (sampling bias) 與衡量誤差 (measurement error)。

間的盈餘績效因而成為 IPO 公司維繫外部投資人信心的首要工具，因此強化了台灣 IPO 公司於閉鎖期間進行盈餘管理的動機。

第二，台灣 IPO 公司的內部人受到兩階段閉鎖期的限制，分別為 2 季和 8 季<sup>4</sup>。此外，證券暨期貨管理委員會（證期會）於 2001 年 3 月將第一階段閉鎖期延長為 4 季<sup>5</sup>（第二階段閉鎖期 8 季屆滿仍維持不變；請參考圖 1 與圖 2）。因此，透過檢驗多重的閉鎖期間（Pre-和 Post-2001 兩個樣本，各有兩個閉鎖期）<sup>6</sup>，觀察各階段閉鎖期盈餘管理程度的變化，能以較堅實的證據有效解決上述「時間點巧合」的疑慮。此外，吾人亦可藉此觀察閉鎖期相關法令的改變，對於內部人盈餘管理行為的影響。本文以季為事件期單位，在 IPO 之後至第一階段閉鎖期結束後一季期間，發現顯著為正的裁決性應計項目。第二階段閉鎖期結束當季的裁決性應計項目亦顯著為正。Pre-和 Post-2001 兩個樣本皆得到上述結論，實證結果顯示閉鎖期的規範對於 post-IPO 時期的盈餘管理行為的確具有關鍵性的影響。

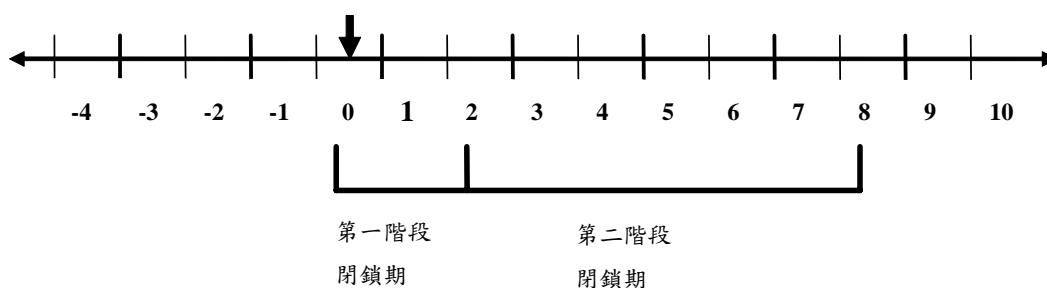


圖 1 Pre-2001 樣本之 IPO 與閉鎖期（單位屬季）

<sup>4</sup>「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」規定，申請 IPO 之發行公司，其董事、監察人及持股超過已發行股份總額百分之十之股東，應將其個人持股總額至少百分之五十之股票（此部分閉鎖至第二階段），併同扣除供上市公開銷售股數後之其餘股票（此部分閉鎖至第一階段），提交證券集中保管事業辦理集中保管。

<sup>5</sup>此法規改變的官方理由，是為了進一步降低 IPO 公司內部人與外部投資人之間的資訊不對稱。

<sup>6</sup>Pre-2001 樣本包含 2001 年第 1 季。

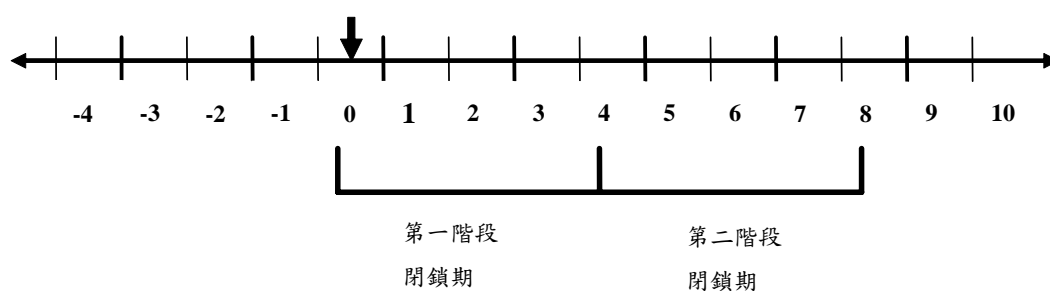


圖 2 Post-2001 樣本之 IPO 與閉鎖期（單位屬季）

由於權責基礎給予某些交易事項會計處理的彈性，使管理者可根據公司狀況，從眾多的裁決性應計科目中調整認列時點或損益實現期間。裁決性應計項目中較常被使用的科目包括裁決性應收帳款、裁決性存貨、裁決性預付款、裁決性應付帳款以及裁決性預收款。由於裁決性應計項目具迴轉特性，使管理者無法在短時間內重複利用同一種盈餘管理工具。若公司於 IPO 時高度使用某些裁決性應計科目，且在閉鎖期仍有盈餘管理的需求時，必然需使用不同的裁決性應計科目來達成盈餘管理目標。此外，IPO 期間的盈餘管理目標（通常是獲利達到門檻）與閉鎖期的盈餘管理目標（通常是盈餘平穩化）或有不同。因此，本文進一步檢視各工具在 IPO 和閉鎖期之使用程度的變化和差異。驗證結果發現，除了裁決性預收款之外，各工具在 IPO 和閉鎖期兩段期間的使用程度的確具有明顯差異。整體而言，裁決性應收帳款和裁決性存貨在 IPO 和閉鎖期的使用程度最高。

過去許多關於 IPO 的研究皆專注於公司在 IPO 前的盈餘管理 (Friedlan, 1994; 連靜仙, 民 82) 以及各盈餘管理工具對於盈餘平穩化或特定事件的影響 (Hepworth, 1953; McNichols et al., 1988; Bartov, 1993)。Bradley et al. (2001)、Field and Hanka (2001)、徐燕山 (民 91) 以及 Brav and Gompers (2003) 探討閉鎖期結束的市場反應及其決定因素。本文以季資料觀察企業的盈餘管理行為，連結 IPO 與閉鎖期兩個重要議題，首度針對此期間內盈餘管理程度變化、盈餘管理工具進行中長期觀察，因而擴展了 IPO 盈餘管理與閉鎖期兩類研究的廣度。

本文第 2 部份彙整裁決性應計項目估計模型的相關文獻、估計模型應用於 IPO 盈餘管理的研究、以及本文的估計方法和資料來源。第 3 部份討論實證結果。第 4 部份整理本文重點及結論。

## 2. 研究方法、假說及資料

### 2.1 裁決性應計項目估計模型與 IPO 實證文獻

裁決性應計項目的估計，文獻上較常使用的模型包括：Healy Model (1985)、DeAngelo Model (1986)、Jones Model (1991) 及 Modified Jones Model (Dechow, Sloan and Sweeney, 1995)。Healy (1985) 分析方法的基本假設為非裁決性應計項目 (Non-discretionary Accrual, NDA) 於非事件期及事件期內為固定，不隨時間而有所變動，因此用非事件期的平均淨應計項目來衡量非裁決性應計項目。Aharony, Lin and Loeb (1993) 利用 Healy (1985) 模型檢測 IPO 公司是否進行盈餘管理，並加入公司的成長性變數，以總資產來調整應計項目，但並未發現 IPO 公司在上市前之裁決性應計項目有顯著變動。

DeAngelo (1986) 修改 Healy (1985) 模型，僅以前一期估計非裁決性應計項目，而非將非事件期之應計項目加以平均。Friedlan (1994)、蘇慧芬 (民 81) 和陳家齊 (民 86) 利用 DeAngelo (1986) 模型檢視 IPO 公司盈餘管理之情形，以各期銷貨做為應計項目的平減因子，發現 IPO 公司在上市前最後一個會計期間，明顯利用裁決性應計項目來進行盈餘管理。

Jones Model (1991) 不假設非裁決性應計項目為固定，認為非裁決性應計項目的決定因素為銷貨及固定資產，因此利用迴歸式估計非裁決性應計項目。Jones (1991) 認為管理當局在非事件期內並無盈餘管理動機，因此以每一個公司在非事件期的銷貨變動數及固定資產為自變數、總應計項目為應變數進行迴歸。以個別公司非事件期之總應計項目來估計迴歸係數，如此即可估計個別公司事件期之非裁決性應計項目，再與公司事件期之實際淨應計項目作比較。黃惠君 (民 84) 採用 Jones Model (1991) 偵測公司盈餘管理的程度，發現 IPO 公司在上市當年及上市後第一年會利用裁決性應計項目來提高報表淨利。

由於 Jones Model (1991) 將應收帳款納入非裁決性應計項目模型中，可能會造成估計裁決性應計項目的誤差。因此 Dechow et al. (1995) 提出 Modified Jones Model，將銷貨收入之變動扣除應收帳款之變動後，再代入迴歸式估計非裁決性應計項目。Teoh et al. (1998) 利用 Modified Jones Model，發現 IPO 當年有顯著較高的盈餘績效與應計項目。

Guay, Kothari and Watts (1996) 發現，上述裁決性應計項目估計模型應用在財務績效表現極端的公司時，都會產生模型配置不當 (Mis-specification) 的問題。Kothari, Leone and Wasley (2005) 提出以資產報酬率 (Return on Assets, ROA) 進行績效調整之估計模型 (Performance-matched Model)，並指出此模型具有較低的配置不當問題，更能偵測出管理當局使用裁決性應計項目之情形，因此本文以 Kothari et al. (2005) 模型估計裁決性應計項目 (DAC)：

$$TAC_{it} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it}) + \beta_3(PPE_{it}) + \beta_4(ROA_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$NDAC_{it} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1(1/A_{it-1}) + \hat{\beta}_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \hat{\beta}_3(PPE_{it}) + \hat{\beta}_4(ROA_{it}) \quad (2)$$

$$DAC_{it} = TAC_{it} - NDAC_{it} \quad (3)$$

其中，

$TAC_{it}$  當期非現金之流動資產變動數減去流動負債變動數，但排除長期負債當期部份，再減去當期折舊和攤銷，最後以前期總資產進行平減。

$A_{it-1}$  前期總資產。

$\Delta REV_{it}$  當期銷貨收入的變動數除以前期總資產。

$\Delta REC_{it}$  當期應收帳款之變動數除以前期總資產。

$PPE_{it}$  當期財產、廠房和設備淨額除以前期總資產。

$ROA_{it}$  當期資產報酬率。

$NDAC_{it}$  估計之非裁決性流動應計金額。

$DAC_{it}$  估計之裁決性流動應計金額。

由於此模型需要較長的時間序列資料 (例如，Teoh et al. (1998) 使用事件期前 10 年的時間序列資料)，而台灣並沒有足夠的 IPO 前的財務資料。因此，本研究參考 Kasznik (1999) 橫斷面模式，以同期間所有同產業公司來估計(1)式參數  $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$  和  $\beta_4$ ，然後將所求得之係數估計值與 IPO 公司之財務資料代入(2)式中，計算出該公司各季的預期應計金額 (亦即非裁決性應計金額，NDAC)。最後，將實際總應計金額 (TAC) 減去非裁決性流動應計金額，即為裁決性流動應計金額 (DAC)<sup>7</sup>。

<sup>7</sup>本文基本上是以證券代碼前兩碼區分產業類別。由於是以同產業公司來估計非裁決性應計項目，因此排除 IPO 事件公司以及在事件季之前 11 季期間之內 IPO 的公司。為配合 Kothari et al. (2005) 模型估計之需要，參照洪小芬 (2005) 將相似之產業併成一類，並將產業家數不足 10 家之公司併入「其他」類產業以利(1)式參數之估計，共劃分為九大產業 (詳表 1)。

## 2.2 個別裁決性應計科目估計模型

本文進一步針對裁決性應計項目中，較常被使用的五種工具進行細部分析，包括裁決性應收帳款、裁決性存貨、裁決性預付款、裁決性應付帳款以及裁決性預收款。由於這五種工具性質差異頗大，與各工具相關程度較高的變數（如模型(1)右方科目）理應各不相同，因此並不適合再以類似 Kothari et al. (2005) 之單一模型估計所有工具之裁決性數額。因此本文以文獻上普遍被使用的簡單平均模型（徐清俊、陳宜峰，民 93；黃金發，民 90；林嬋娟、洪櫻芬、薛敏正，民 86；林嬋娟、官心怡，民 85；Healy, 1985）來估計這五種工具之裁決性數額。以裁決性應收帳款（Discretionary Account Receivable, DAR）為例：

$$E(AR_{i,t}) = \frac{1}{3} \sum_{t=-1}^{-3} AR_{i,t} \quad (4)$$

$$DAR_{i,t} = AR_{i,t} - E(AR_{i,t}) \quad (5)$$

其中， $AR_{i,t}$  為  $i$  公司第  $t$  季實際應收帳款，除以前季總資產進行平減； $E(AR_{i,t})$  為  $i$  公司第  $t$  季預期應收帳款； $DAR_{i,t}$  為  $i$  公司第  $t$  季之裁決性應收帳款。 $t=-1$  為去年同季， $t=-2$  為前年同季， $t=-3$  為三年前同季。裁決性存貨、裁決性預付款、裁決性應付帳款、裁決性預收款之估計方式與上述方法相同。結果列示於表 3 至表 6<sup>8</sup>。

## 2.3 研究假說

本文主要之研究目的為：1. IPO 公司在閉鎖期間是否進行盈餘管理以及盈餘管理行為是否受閉鎖結束時點影響；2. 相關法令改變是否影響盈餘管理行為；3. 個別工具的使用情形以及迴轉特性對於盈餘管理行為的影響。本文分別針對 Pre-2001 和 Post-2001 兩個樣本，觀察第一階段和第二階段閉鎖期結束前後不同季別的裁決性應計項目。此外，本文另一項研究利基在於利用

<sup>8</sup>本文亦同時採隨機漫步模型估計各科目之非裁決性數額（Chan, Louis, Jegadeesh and Lakonishok, 2006；Chan, Jegadeesh and Sougiannis, 2004；陳錦村與葉雅薰，民 91；徐清俊與陳宜峰，民 93；趙正源，民 93；林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正，民 86；林裕雄，民 85；DeAngelo, 1986）。本文亦曾以簡單平均模型估計裁決性應計項目。由於上述驗證結果與表 2 至表 6 大致相同（僅顯著水準稍有出入），因此未列示於文中。



此樣本特性，研究者能藉以觀察規範改變對於盈餘管理行為的影響。

首先，本文預期閉鎖期結束前會有顯著的盈餘管理行為，相關假說如下：

**H1a：閉鎖期結束前會有顯著為正的裁決性應計項目。**

**H1b：閉鎖期結束前會有顯著為正的裁決性應計項目。**

本文亦預期相關規範改變對於盈餘管理行為會產生影響。由於第一階段閉鎖期長度由兩季延長為四季（Post-2001），若觀察到 Post-2001 樣本在第一季至第四季期間之盈餘管理程度高於 Pre-2001 樣本，表示第一階段閉鎖期規範的改變確實影響了 IPO 公司的盈餘管理行為。相關假說如下：

**H2：第一季至第四季期間，Post-2001 樣本之盈餘管理程度高於 Pre-2001 樣本。**

在個別裁決性應計科目方面，本文預期其迴轉的特性會使管理者無法在短時間內重複利用同一種工具，因此觀察到各工具在 IPO 和閉鎖期的使用程度產生差異。相關假說如下：

**H3：個別裁決性應計科目在 IPO 和閉鎖期的使用程度具有差異。**

## 2.4 研究期間與資料來源

本文樣本為 1998 年第 1 季（台灣開始全面實行閉鎖期規定）至 2003 年第 1 季完成 IPO 的公司。事件期以季為基礎，因此更能觀察到 IPO 之後對應於各階段閉鎖期之盈餘管理行為的變化。研究期間內辦理 IPO 的公司（排除金融業）共 511 個，其中有 8 個在 IPO 之後 10 季之內辦理下市，因此有效觀察事件為 503 個，其中 254 個屬於 Pre-2001 樣本、249 個屬於 Post-2001 樣本。表 1 為樣本之產業分布狀況，前述以橫斷面方法估計非裁決性應計項目亦以此表為產業劃分基準。

本文以 IPO 當季為第 0 季，估計（-4, 10）期間各季的裁決性應計項目與個別裁決性應計科目，因此所需的財務資料期間為 1997 年第 1 季至 2005 年第 3 季。各公司 IPO 日期及設立日期擷取自『台灣經濟新報--上市（櫃）基本資料庫』；繼續營業部門淨利、營業活動現金流量、銷貨額及總資產擷取自『台灣經濟新報--上市（櫃）財務資料庫』。

表 1 研究樣本之產業分布

產業別	食品	塑化	化學	紡織	機電	鋼鐵	電子	營建	其他	合計
Pre-2001	5	9	13	18	19	10	130	20	30	254
Post-2001	2	2	6	4	10	3	204	7	11	249
合計	7	11	19	22	29	13	334	27	41	503

樣本為 1998 年第 1 季至 2003 年第 2 季間完成 IPO 的事件。Pre-2001 樣本（含 2001 年第 1 季）第一階段閉鎖至第 2 季，第二階段閉鎖至第 8 季。Post-2001 樣本第一階段閉鎖至第 4 季，第二階段閉鎖至第 8 季。塑化產業含塑膠、橡膠業。機電產業含電機、電器、電線電纜業。電子產業含資訊電子、通訊網路、軟體業。其他產業含觀光、運輸業。

### 3. 實證結果

#### 3.1 驗證閉鎖期之裁決性應計項目

由於 2001 年 3 月證期會將第一階段閉鎖期長度由 2 季修訂為 4 季，因此分別針對 Pre-2001 和 Post-2001 兩個樣本進行驗證，結果列示於表 2，各季裁決性應計項目平均數則分別繪製於圖 3 及圖 4。在 Pre-2001 樣本中，第一階段閉鎖期結束時點落在第 2 季；在 Post-2001 樣本中，第一階段閉鎖期結束時點落在第 4 季；兩個樣本第二階段閉鎖期結束時點皆落在第 8 季。由於部分公司 IPO 以前的財報資料不完整，因此觀察值個數會有較少的情況<sup>9</sup>。針對「IPO 公司會在閉鎖期期間進行盈餘管理」假說，本文利用簡單 t 檢定驗證（-4, 10）期間各季裁決性應計項目的平均值是否顯著異於 0。

表 2 Panel A 顯示，Pre-2001 和 Post-2001 樣本之整體平均裁決性應計項目分別為 0.0118、0.0212，皆顯著為正（t 值分別為 8.98、15.87），顯示相較於同產業之公司，IPO 公司在此期間內有較強的盈餘管理需求。整體而言，Post-2001 樣本利用裁決性應計項目進行盈餘管理的程度高於 Pre-2001 樣本（Panel B，t 值為 5.04），且 Post-2001 樣本裁決性應計項目的波動程度亦高於 Pre-2001 樣本（Panel B，F 值為 1.06）。

首先觀察兩個樣本之第 0 季（IPO 當季），裁決性應計項目平均數均顯著為正值（t 值分別為 3.13、8.36）。在 Post-2001 樣本中，公司從 IPO 之前兩季便開始進行盈餘管理，此結論類似於 Friedlan（1994）與連靜仙（民 82）

<sup>9</sup>本文亦曾僅針對（-4, 10）皆有完整財報資料的公司進行類似的驗證（Pre-2001、Post-2001 樣本各有 143、240 個觀察事件），並得到類似的研究結論（僅顯著水準稍有出入），因此未於文中列示。

表 2 平均裁決性應計項目與顯著性檢定

Panel A: 平均裁決性應計項目								
Pre-2001 樣本				季	Post-2001 樣本			
N	平均值	標準差	t 值		N	平均值	標準差	t 值
All	0.0118	0.0796	8.98***		All	0.0212	0.0816	15.87***
143	0.0031	0.0562	0.66	-4	240	0.0042	0.0934	0.70
213	0.0169	0.1061	2.32**	-3	247	0.0115	0.1280	1.41
253	0.0070	0.1088	1.02	-2	249	0.0326	0.0986	5.22***
254	0.0007	0.0929	0.12	-1	249	0.0257	0.0883	4.60***
254	0.0151	0.0769	3.13***	0	249	0.0339	0.0640	8.36***
254	0.0187	0.0651	4.58***	1	249	0.0421	0.0757	8.78***
254	0.0203	0.0681	4.75***	2	249	0.0291	0.0732	6.27***
254	0.0190	0.0709	4.27***	3	249	0.0302	0.0875	5.45***
254	0.0074	0.0767	1.54	4	249	0.0348	0.0897	6.12***
254	0.0039	0.0567	1.10	5	249	0.0264	0.0669	6.23***
254	0.0131	0.0618	3.38***	6	249	0.0067	0.0681	1.55
254	0.0135	0.0635	3.39***	7	249	0.0044	0.0476	1.46
254	0.0176	0.0715	3.92***	8	249	0.0212	0.0875	3.82***
254	0.0092	0.1013	1.45	9	249	0.0068	0.0655	1.64
254	0.0083	0.1145	1.16	10	249	0.0081	0.0903	1.42

Panel B: 裁決性應計項目之差異性檢定

Post-2001 樣本平均值 vs. Pre-2001 樣本平均值:  $t = 5.04^{***}$

Post-2001 樣本變異數 vs. Pre-2001 樣本變異數:  $F = 1.06^{***}$

Post-2001 (1,4)平均值 vs. Pre-2001 (1,4)平均值:  $t = 7.41^{***}$

(Pre-2001) 第 3 季 vs. 第 4 季:  $t = 1.77^*$

(Post-2001) 第 5 季 vs. 第 6 季:  $t = 3.26^{***}$

(Pre-2001) 第 5 季 vs. 第 6 季:  $t = -1.75^*$

(Post-2001) 第 7 季 vs. 第 8 季:  $t = -2.66^{***}$

(Pre-2001) 第 8 季 vs. 第 9 季:  $t = 1.08$

(Post-2001) 第 8 季 vs. 第 9 季:  $t = 2.08^{**}$

樣本為 1998 年第 1 季至 2003 年第 2 季間完成 IPO 的 503 個觀察事件。IPO 當季為第 0 季。Pre-2001 樣本 (含 2001 年第 1 季) 有 254 個觀察事件, 第一階段閉鎖至第 2 季, 第二階段閉鎖至第 8 季。Post-2001 樣本有 249 個觀察事件, 第一階段閉鎖至第 4 季, 第二階段閉鎖至第 8 季。由於部分公司 IPO 以前的財報資料不完整, 因此觀察值個數較少。裁決性應計項目以 Kothari, Leone and Wasley (2005) 績效調整模型應用 Kasznik (1999) 橫斷面模式加以估計。Panel A 驗證各季平均裁決性應計項目是否顯著異於 0,  $t$  值為  $H_0: u=0$  之雙尾檢定統計量。Panel B 驗證兩樣本之整體平均值和樣本變異數是否有顯著差異, 驗證閉鎖期 (以斜體字表示) 與非閉鎖期緊鄰兩季之平均裁決性應計項目是否有顯著差異,  $t$  值為  $H_0: u_1-u_2=0$  之雙尾檢定統計量。F 值為  $H_0: \sigma_1^2-\sigma_2^2=0$  之檢定統計量。\*\*\*、\*\*與\*分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=5\%$ 、 $\alpha=10\%$  水準下具顯著性。

對於年資料的觀察, 顯示相較於 Pre-2001 樣本, 為了達到符合上市規定門檻或提高承銷價格等目的, Post-2001 的 IPO 公司進行盈餘管理的意圖似乎更加明顯。自 IPO 當季開始, Pre-2001 樣本的盈餘管理行為會一直持續到第 3 季, 而 Post-2001 樣本的盈餘管理行為則持續到第 5 季, 皆恰為第一階段閉鎖期

結束時點的下一季，顯示 2001 年起延長第一階段閉鎖期間，同時也延長了 IPO 以後的盈餘管理期間。此外，兩個樣本第二階段閉鎖期結束當季（第 8 季）裁決性應計項目的平均數皆顯著為正（ $t$  值分別為 3.92、3.82）。不同的是，Pre-2001 樣本在第 6、7 兩季的裁決性應計項目亦顯著為正，但 Post-2001 樣本則無此現象。本文認為，由於 Post-2001 的樣本公司於第一階段閉鎖期進行盈餘管理至第 5 季，裁決性應計項目的迴轉特性使其無力在第 6、7 兩季持續進行盈餘管理。最後，兩個樣本在第 9、10 兩季的平均裁決性應計項目皆未顯著異於 0，表示在第二階段閉鎖期結束後便無明顯的盈餘管理需求。值得注意的是，由圖 3 及圖 4 可以清楚觀察到，兩個樣本之平均裁決性應計項目皆在閉鎖期結束當季達到「相對」高點。上述結果相當程度支持假說 H1，post-IPO 時期之盈餘管理行為與閉鎖期規範之間的密切關聯。

由於裁決性應計項目在  $(-4, 10)$  期間之整體平均值顯著為正，因此單單驗證閉鎖期間各季的平均裁決性應計項目是否異於 0，仍無法完全突顯閉鎖期規範對於盈餘管理行為的影響。本文進一步偵測所謂的「異常」盈餘管理程度，表 2 Panel B 比較閉鎖期結束期間有明顯盈餘管理該季（以斜體字表示，如 Pre-2001 樣本第一階段的第 3 季）與其緊鄰之季（如 Pre-2001 樣本第一階段的第 4 季）之間裁決性應計項目的差異。在六對的比較組合中，閉鎖期結束期間之平均裁決性應計項目顯著高於其緊鄰之季有五組（除了 Pre-2001 樣本「第 8 季 vs. 第 9 季」之外），表示 post-IPO 期間的盈餘管理程度在閉鎖期結束時點附近有明顯的轉折，為「閉鎖期影響 post-IPO 盈餘管理」假說提供更堅實的證據。最後，表 2 Panel B 「Post-2001 (1,4) vs. Pre-2001 (1,4)」之平均值差異檢定  $t$  值=7.41（達 1%顯著水準），顯示第一階段閉鎖期由兩季延長為四季之後，(1,4) 期間的裁決性應計項目也明顯增加，實證結果支持假說 H2，進一步為「規範改變影響盈餘管理行為」提供更直接的證據。

綜合以上所述，表 2 的分析結果具有以下幾點重要意涵。第一，IPO 公司在內部人股票閉鎖期間具有明顯的盈餘管理需求。第二，閉鎖期的規範與文獻上所發現的 post-IPO 盈餘管理行為（Teoh et al., 1998; 黃惠君, 民 84）具有密切的關聯性。第三，閉鎖期的盈餘管理行為與閉鎖期結束時點之間具有明顯的一致性，且裁決性應計項目的迴轉特性扮演重要的角色。

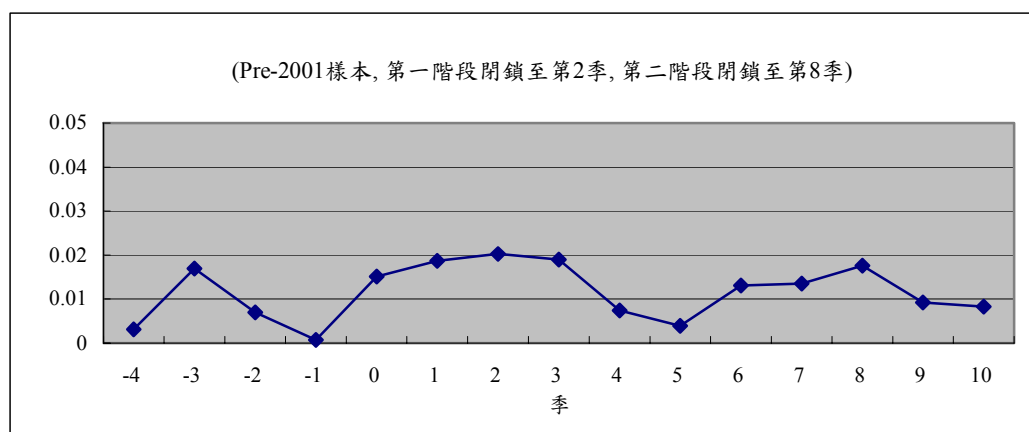


圖 3 IPO 與閉鎖期之平均裁決性應計項目

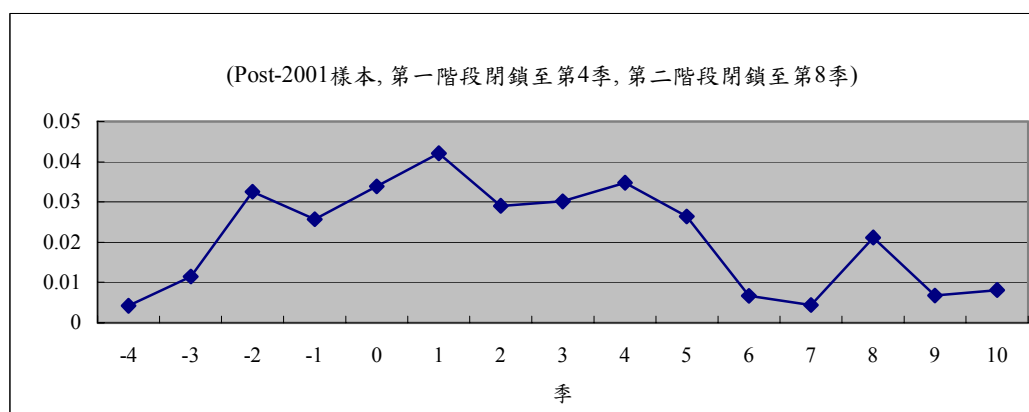


圖 4 IPO 與閉鎖期之平均裁決性應計項目

### 3.2 驗證閉鎖期之個別裁決性應計科目

本節進一步針對裁決性應計項目中，較常被使用的五種科目進行分析，利用模型(2)和(3)估計裁決性應收帳款、裁決性存貨、裁決性預付款、裁決性應付帳款以及裁決性預收款。除了檢視各科目裁決性估計值於 IPO 及閉鎖期間各季是否顯著異於 0，並由時間序列角度比較各科目在不同期間運用程度的變化。此分析方法不僅能深入了解公司經理人進行盈餘管理的細部運作狀況，也能與上一節裁決性應計項目的結果做對照分析。應注意的是，裁決性應收帳款、裁決性存貨和裁決性預付款大於 0 時具有使帳面盈餘增加的盈餘管理效果，而裁決性應付帳款與裁決性預收款之小於 0 時才具有使帳面盈餘

增加的盈餘管理效果。表 3 (Pre-2001 樣本) 和表 5 (Post-2001 樣本) 列示五種裁決性應計科目各季的平均估計值，並驗證是否異於 0；表 4 (Pre-2001 樣本) 和表 6 (Post-2001 樣本) 驗證個別裁決性應計科目於 IPO 期間和閉鎖期之間是否有顯著差異 (假說 H3)。為了使盈餘管理程度之比較能有一致的基準，本文將各期間的計算長度統一為兩季：IPO 期間為-1 季和第 0 季之總和；Pre-2001 樣本第一階段閉鎖期為第 1 季和第 2 季之總和、Post-2001 樣本第一階段閉鎖期為第 3 季和第 4 季之總和；第二階段閉鎖期為第 7 季和第 8 季之總和。

在 Pre-2001 樣本方面，五種裁決性應計科目中以裁決性應收帳款和裁決性存貨的使用程度最高 (平均值分別為 0.0423、0.0374)，且皆顯著異於 0 (t 值分別為 2.18、1.93)。裁決性預付款在整個觀察期間內並未被明顯利用，表列 10 季期間皆未顯著異於 0。表 2 指出 IPO 公司會在第 0 季利用裁決性應計項目進行盈餘管理，但表 3 顯示在此期間僅裁決性應付帳款一種科目顯著異於 0 (t 值為-1.97)。於第一階段閉鎖期間，IPO 公司於第 1 季傾向利用裁決性應收帳款和裁決性存貨進行盈餘管理 (t 值分別為 3.59、1.90)，第 2 季則傾向利用裁決性應收帳款、裁決性存貨和裁決性預收款進行盈餘管理 (t 值分別為 1.93、1.91、-1.98)。雖然表 2 顯示 IPO 公司的盈餘管理行為會持續到第 3 季，但僅裁決性存貨在第 3 季顯著異於 0 (t 值為 1.74)。於第二階段閉鎖期間，第 7 季僅有裁決性應收帳款顯著為正 (t 值為 3.89)，第 8 季則有裁決性應收帳款和裁決性存貨顯著為正 (t 值分別為 2.51、3.65)。

表 3 顯示在兩個階段閉鎖期間，裁決性應收帳款和裁決性存貨是 IPO 公司主要的盈餘管理工具，此結論也在表 4 得到進一步的支持。表 4 的兩樣本 t 檢定顯示第一階段閉鎖期結束前之裁決性應計項目總和顯著高於 IPO 期間 (t 值為 2.42)。檢視五項個別裁決性應計科目，發現造成此項差異主要來自第一階段閉鎖期相對較高的裁決性應收帳款以及裁決性存貨 (t 值分別為 2.84、1.99)。此外，第二階段閉鎖期的裁決性應收帳款以及裁決性存貨水準也顯著高於 IPO 期間 (t 值分別為 1.79 和 2.41)。裁決性預付款於第二階段閉鎖期的使用水準明顯低於 IPO 期間 (t 值為-2.32)。表 3 證據指出裁決性應付帳款是 IPO 期間主要的盈餘管理工具，表 4 顯示其在 IPO 期間的使用程度顯著高於第二階段閉鎖期 (t 值為 1.99)。

表 3 Pre-2001 樣本個別裁決性應計科目平均值與顯著性檢定

季	N	裁決性應收帳款		裁決性存貨		裁決性預付款		裁決性應付帳款		裁決性預收款	
		平均值	t 值	平均值	t 值	平均值	t 值	平均值	t 值	平均值	t 值
All		0.0423 (0.9787)	2.18**	0.0374 (0.9758)	1.93*	0.0004 (0.1133)	0.16	-0.0088 (0.7550)	0.59	-0.0060 (0.7431)	-0.41
-1	92	0.0221 (0.3038)	0.70	0.0167 (0.3207)	0.50	0.0036 (0.0423)	0.81	0.0007 (0.1311)	0.05	-0.0379 (0.2036)	-1.79*
0	96	0.0193 (0.3820)	0.50	0.0153 (0.2087)	0.72	0.0043 (0.0476)	0.89	-0.0368 (0.1838)	-1.97**	-0.0023 (0.1068)	-0.21
1	113	0.1087 (0.3221)	3.59***	0.0562 (0.3145)	1.90*	0.0015 (0.0347)	0.46	-0.0029 (0.0958)	-0.32	-0.0090 (0.1182)	-0.81
2	129	0.0488 (0.2869)	1.93*	0.0469 (0.2790)	1.91*	-0.0019 (0.0368)	-0.59	-0.0032 (0.1972)	-0.18	-0.0317 (0.1824)	-1.98**
3	129	0.0232 (0.2573)	1.02	0.0484 (0.3161)	1.74*	-0.0018 (0.0291)	-0.70	0.0217 (0.2635)	0.94	0.0271 (0.4054)	0.76
4	140	0.0115 (0.1724)	0.79	-0.0013 (0.1346)	-0.11	0.0036 (0.0370)	1.15	-0.0583 (0.4045)	-1.71**	-0.0038 (0.2446)	-0.18
5	143	0.0290 (0.3980)	0.87	0.0338 (0.3381)	1.20	-0.0008 (0.0328)	-0.29	-0.0090 (0.1847)	-0.58	0.0182 (0.2791)	0.78
6	213	0.0467 (0.3132)	2.18**	0.0239 (0.2949)	1.18	-0.0019 (0.0371)	-0.75	-0.0192 (0.2492)	-1.12	-0.0137 (0.2663)	-0.75
7	253	0.0585 (0.2392)	3.89***	0.0244 (0.2827)	1.37	-0.0016 (0.0238)	-1.07	0.0079 (0.1853)	0.68	-0.0045 (0.1998)	-0.36
8	254	0.0556 (0.3529)	2.51**	0.1099 (0.4794)	3.65***	-0.0014 (0.0313)	-0.71	0.0107 (0.3276)	0.52	-0.0025 (0.1981)	-0.20

樣本為 1998 年第 1 季至 2001 年第 1 季間完成 IPO 的 254 個觀察事件，第一階段閉鎖至第 2 季，第二階段閉鎖至第 8 季，IPO 當季為第 0 季。個別裁決性應計科目之估計以過去三年同季之簡單平均作為預期值（除以前季總資產進行平減）。由於部分公司 IPO 以前的財報資料不完整，因此觀察值個數較少。括弧內為各裁決性應計科目平均值所對應的標準差，t 值為  $H_0: u=0$  之雙尾檢定統計量，驗證個別裁決性應計科目之平均是否顯著異於 0。\*\*\*、\*\*與\* 分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=5\%$ 、 $\alpha=10\%$  水準下具顯著性。

在 Post-2001 樣本方面（表 4），五種裁決性應計科目中同樣以裁決性應收帳款和裁決性存貨的使用程度最高（平均值分別為 0.0468、0.0610），兩者皆顯著為正值（t 值分別為 2.34、2.09）。裁決性預付款的使用程度（平均值 0.0022）相較於 Pre-2001 樣本（平均值 0.0004）明顯增加，10 季中第 3 和第 8 季顯著為正值（t 值分別為 2.34、2.04）。反之，裁決性應付帳款的使用程度（平均值 -0.0014）則明顯低於 Pre-2001 樣本（平均值 -0.0079），僅第 1 季之使用程度顯著為負值（t 值為 -2.11）。在 IPO 期間，裁決性應收帳款和裁決性存貨於第 -1 季（t 值分別為 2.80、3.23）和第 0 季皆顯著為正（t 值分別為 4.47、1.71）。在第一階段閉鎖結束時點（第 4 季）前後期間，IPO 公司於第 3 季傾向利用裁決性存貨和裁決性預付款進行盈餘管理（t 值分別為 3.54、2.34）；第 4 季傾向利用裁決性應收帳款和裁決性存貨進行盈餘管理（t 值分

別為 4.05、2.12)；第 5 季則只有裁決性應收帳款顯著為正值 (t 值為 3.55)。在第二階段閉鎖結束時點之第 8 季，IPO 公司傾向利用裁決性預付款和裁決性預收款進行盈餘管理 (t 值分別為 2.04、-2.45)，第 7 季則傾向利用裁決性存貨 (t 值為 3.74)。值得注意的是，兩種主要的盈餘管理工具--裁決性應收帳款和裁決性存貨--在第一階段閉鎖期間顯著使用的季別，由 Pre-2001 樣本的第 1、2、3 季轉變為 Post-2001 樣本的第 3、4、5 季，顯示閉鎖期規範的改變，確實改變了 IPO 公司進行盈餘管理的行為。

**表 4 Pre-2001 樣本個別裁決性應計科目於 IPO 和閉鎖期之差異性檢定**

裁決性應計項目	IPO	第一階段閉鎖	第二階段閉鎖	LU1	LU2
	期間	期間(LU1)	期間(LU2)	vs. IPO	vs. IPO
	平均值 (標準差)			t 值	
裁決性應計項目總和	0.0158 (0.7018)	0.2134 (0.6783)	0.2708 (0.8449)	2.42**	3.86***
裁決性應收帳款	0.0414 (0.4881)	0.1575 (0.4306)	0.1141 (0.4263)	2.84***	1.79*
裁決性存貨	0.0320 (0.3826)	0.1031 (0.4204)	0.1341 (0.5565)	1.99**	2.41**
裁決性預付款	0.0079 (0.0637)	-0.0004 (0.0506)	-0.0030 (0.0393)	-1.62	-2.32**
裁決性應付帳款	-0.0361 (0.2258)	-0.0061 (0.2192)	0.0186 (0.3764)	1.52	1.99**
裁決性預收款	-0.0402 (0.2299)	-0.0407 (0.2173)	-0.0070 (0.2814)	-0.03	1.46

樣本為 1998 年第 1 季至 2001 年第 1 季間完成 IPO 的 254 個觀察事件，第一階段閉鎖至第 2 季，第二階段閉鎖至第 8 季，IPO 當季為第 0 季。個別裁決性應計科目之估計以過去三年同季之簡單平均作為預期值 (除以前季總資產進行平減)。各裁決性應計科目 IPO 期間平均值為第-1 季和第 0 季平均值的加總。第一階段閉鎖期間平均值為第 1 季和第 2 季平均值的加總。第二階段閉鎖期間平均值為第 7 季和第 8 季平均值的加總。括弧內為各期間裁決性應計項目平均值所對應的標準差。t 值為  $H_0: u_1 - u_2 = 0$  之雙尾檢定統計量，驗證閉鎖期間與 IPO 期間之累計平均裁決性應計項目是否有顯著差異。\*\*與\*分別代表  $\alpha=5\%$ 、 $\alpha=10\%$  水準下具顯著性。

表 5 顯示第二階段閉鎖期裁決性應收帳款的使用並未顯著異於 0，但 IPO 期間的高度使用，使得表 6 兩樣本 t 檢定得到這兩段期間具有顯著差異的結論 (t 值為 -4.89)，這同時也是造成第二階段閉鎖期裁決性應計項目總和顯著低於 IPO 期間 (t 值為 -2.19) 之主因。此外，儘管裁決性應收帳款於第 4 季顯著為正，但其使用程度仍明顯低於 IPO 期間 (t 值為 -2.03)。表 5 中裁決



性存貨於 IPO、第一階段閉鎖期以及第二階段閉鎖期皆有明顯的使用情況，因此兩樣本 t 檢定並未發現顯著差異，此結果與 Pre-2001 樣本不同。裁決性預付款方面，兩個階段閉鎖期的使用程度皆顯著高於 IPO 期間（t 值分別為 2.39、1.88）。最後，第一階段閉鎖期裁決性應付帳款的使用程度高於 IPO 期間（t 值為-1.94）。

**表 5 Post-2001 樣本個別裁決性應計科目平均值與顯著性檢定**

季	N	裁決性應收帳款		裁決性存貨		裁決性預付款		裁決性應付帳款		裁決性預收款	
		平均值	t 值	平均值	t 值	平均值	t 值	平均值	t 值	平均值	t 值
All		0.0468 (0.9986)	2.34**	0.0610 (1.4566)	2.09**	0.0022 (0.1374)	0.81	-0.0014 (0.9668)	-0.07	-0.0018 (0.2676)	-0.34
-1	206	0.0892 (0.4570)	2.80***	0.1204 (0.5343)	3.23***	-0.0003 (0.0307)	-0.14	0.0096 (0.1986)	0.69	-0.0003 (0.0516)	-0.08
0	208	0.0912 (0.2944)	4.47***	0.0368 (0.3117)	1.71*	-0.0005 (0.0393)	-0.18	0.0098 (0.2821)	0.50	-0.0027 (0.0489)	-0.80
1	217	0.0512 (0.3542)	2.13**	0.0366 (0.3655)	1.48	0.0002 (0.0447)	0.07	-0.0524 (0.3659)	-2.11**	-0.0090 (0.0602)	-1.87*
2	229	0.0414 (0.4992)	1.25	0.0239 (0.2414)	1.50	0.0014 (0.0489)	0.43	-0.0319 (0.3492)	-1.38	-0.0042 (0.0339)	-1.95*
3	230	0.0269 (0.3168)	1.29	0.1087 (0.4656)	3.54***	0.0063 (0.0409)	2.34**	-0.0113 (0.1967)	-0.87	-0.0021 (0.0246)	-1.29
4	236	0.0670 (0.2540)	4.05***	0.0783 (0.5682)	2.12**	0.0051 (0.0495)	1.58	-0.0338 (0.3470)	-1.50	-0.0003 (0.0252)	-0.18
5	240	0.0724 (0.3156)	3.55***	0.0155 (0.4977)	0.48	0.0014 (0.0439)	0.49	0.0292 (0.3552)	1.27	0.0075 (0.0825)	1.41
6	247	0.0186 (0.2286)	1.28	0.0535 (0.5789)	1.45	-0.0003 (0.0414)	-0.11	0.0279 (0.3089)	1.42	0.0015 (0.0582)	0.41
7	249	0.0068 (0.0932)	1.15	0.1004 (0.4234)	3.74***	0.0024 (0.0416)	0.91	0.0261 (0.3474)	1.19	0.0060 (0.2031)	0.47
8	249	0.0036 (0.404)	1.41	0.0367 (0.4956)	1.17	0.0065 (0.0502)	2.04**	0.0125 (0.2417)	0.82	-0.0148 (0.0955)	-2.45**

樣本為 2001 年第 2 季至 2003 年第 2 季間完成 IPO 的 249 個觀察事件，第一階段閉鎖至第 4 季，第二階段閉鎖至第 8 季，IPO 當季為第 0 季。個別裁決性應計科目之估計以過去三年同季之簡單平均作為預期值（除以前季總資產進行平減）。由於部分公司 IPO 以前的財報資料不完整，因此觀察值個數較少。括弧內為各裁決性應計科目平均值所對應的標準差，t 值為  $H_0: \mu=0$  之雙尾檢定統計量，驗證個別裁決性應計科目之平均是否顯著異於 0。\*\*\*與\*\*分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=5\%$  水準下具顯著性。

**表 6 Post-2001 樣本個別裁決性應計科目於 IPO 和閉鎖期之差異性檢定**

裁決性應計項目	IPO	第一階段閉鎖	第二階段閉鎖	LU1	LU2
	期間	期間(LU1)	期間(LU2)	vs. IPO	vs. IPO
	平均值 (標準差)			t 值	
裁決性應計項目總和	0.3522 (0.8971)	0.2448 (0.9322)	0.1862 (0.8179)	-1.32	-2.19***
裁決性應收帳款	0.1804 (0.5436)	0.0939 (0.4060)	0.0104 (0.1016)	-2.03**	-4.89***
裁決性存貨	0.1572 (0.6186)	0.1870 (0.7346)	0.1371 (0.6518)	0.49	-0.36
裁決性預付款	-0.0008 (0.0499)	0.0114 (0.0642)	0.0089 (0.0652)	2.39**	1.88*
裁決性應付帳款	0.0194 (0.3450)	-0.0451 (0.3989)	0.0386 (0.4232)	-1.94*	0.56
裁決性預收款	-0.0030 (0.0711)	-0.0024 (0.0352)	-0.0088 (0.2244)	0.12	-0.39

樣本為 2001 年第 2 季至 2003 年第 2 季間完成 IPO 的 249 個觀察事件，第一階段閉鎖至第 4 季，第二階段閉鎖至第 8 季，IPO 當季為第 0 季。個別裁決性應計科目之估計以過去三年同季之簡單平均作為預期值（除以前季總資產進行平減）。各裁決性應計科目 IPO 期間平均值為第-1 季和第 0 季平均值的加總。第一階段閉鎖期間平均值為第 3 季和第 4 季平均值的加總。第二階段閉鎖期間平均值為第 7 季和第 8 季平均值的加總。括弧內為各期間裁決性應計項目平均值所對應的標準差。t 值為  $H_0: u_1 - u_2 = 0$  之雙尾檢定統計量，驗證閉鎖期間與 IPO 期間之累計平均裁決性應計項目是否有顯著差異。\*\*\*與\*分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=10\%$  水準下具顯著性。

#### 4. 結論

文獻上發現 IPO 公司在上市之後仍有明顯的盈餘管理現象。文獻也指出，閉鎖期具有潛在的訊息傳遞功能。基於上述兩項證據，本文認為閉鎖期的相關規範對於 post-IPO 時期的盈餘管理行為具有關鍵性的影響。台灣對於閉鎖期獨特的兩階段規範，使其成為探討此議題的絕佳樣本。本文以季為分析單位，有助於精準觀察閉鎖期結束時點與盈餘管理程度之間在時間點上的配合情形。

實證結果顯示，IPO 公司在股票閉鎖期間具有明顯的盈餘管理需求。於 IPO 至第一階段閉鎖期結束後一季期間，發現顯著為正的裁決性應計項目。2001 年 3 月證期會將第一階段閉鎖期由 2 季延長為 4 季，不僅拉長了內部人在 IPO 之後進行盈餘管理期間的長度，同時也改變了裁決性應收帳款和裁決性存貨兩種主要工具的使用季別。此外，第二階段閉鎖期結束當季的裁決性

應計項目亦顯著為正。Pre-和 Post-2001 兩個樣本皆得到上述結論，顯示閉鎖期的規範對於 post-IPO 時期的盈餘管理行為具有關鍵性的影響。

由於 IPO 之後緊接著閉鎖期間，且裁決性應計項目具迴轉特性，因此本文認為管理者在 IPO 和閉鎖期無法持續使用同一種盈餘管理工具。針對五項裁決性應計科目（裁決性應收帳款、裁決性存貨、裁決性預付款、裁決性應付帳款以及裁決性預收款）進行分析，發現除了裁決性預收款，各工具在 IPO 和閉鎖期兩段期間的使用程度的確具有差異，且沒有單獨一項裁決性科目可以連續顯著使用超過三季，此亦點出了以年資料觀察個別裁決性應計科目所可能產生的盲點。整體而言，裁決性應收帳款和裁決性存貨在 IPO 和閉鎖期的使用程度最高。觀察裁決性應計項目以及五項裁決性應計科目的使用情形，皆可看出其迴轉特性扮演了重要的角色。

本文連結 IPO 與閉鎖期兩個重要議題，首度針對此期間內盈餘管理程度變化、盈餘管理工具進行中長期觀察，因而擴展了 IPO 盈餘管理與閉鎖期兩類研究的廣度。本文之證據顯示 IPO 公司之盈餘管理行為的確受到閉鎖期結束時點的影響，但並未討論在閉鎖期間進行盈餘管理的動機為何。閉鎖期規範的目的是避免創始股東在上市後大量出脫持股而傷及外部股東權益，但卻可能造成 IPO 公司盈餘管理的動機，預先為閉鎖結束後創造有利的賣股條件。後續研究可嘗試驗證閉鎖期間盈餘管理程度與閉鎖期結束後該公司內部人持股轉讓之間的關聯性。在內部人自利假說前提下，預期兩者之間呈正相關 (Elitzur and Yaari, 1995; Beneish and Vargus, 2002; Park and Park, 2004; Bergstresser and Philippon, 2006; Ronen, Tzur and Yaari, 2006)。最後，由於整體裁決性應計項目與個別裁決性應計科目之間本質上的差異，兩者必須分別使用不同的模型估計，因此無法完全將兩部分的分析結果作直接的連結，此為本文之研究限制。

## 參考文獻

- 林裕雄 (民 85), 「列入全額交割股上市公司盈餘管理之實證研究」, 國立中央大學企業管理研究所碩士論文。
- 林嬋娟、洪櫻芬、薛敏正 (民 86), 「財務困難公司之盈餘管理實證研究」, 管理學報, 第十四卷第一期, 15-38 頁。
- 林嬋娟、官心怡 (民 85), 「經理人員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，27-42 頁。
- 洪小芬（民 94），「盈餘及盈餘管理特性對分析師預測之影響」，私立淡江大學會計研究所未出版之碩士論文。
- 高祥恒（民 91），「裁決性應計項目、衍生性金融商品與損益平穩化」，國立成功大學會計學研究所碩士論文。
- 徐清俊、陳宜峰（民 93），「經理人、分析師盈餘預測準確度與盈餘管理之關連性研究—以上市電子公司為例」，*玄奘管理學報*，第二卷第一期，25-49 頁。
- 徐燕山（民 91），「強制集保對股價的影響—以台灣為例」，*國科會專題研究計劃成果報告*。
- 陳家齊（民 86），「我國新上市公司實質盈餘管理之研究」，*國立政治大學會計研究所碩士論文*。
- 陳錦村、葉雅薰（民 91），「公司改組、監督機制與盈餘管理之研究」，*會計評論*，第三十四期，1-29 頁。
- 連靜仙（民 82），「新上市公司盈餘管理之研究」，*國立政治大學會計研究所碩士論文*。
- 黃金發（民 90），「台灣新上市公司盈餘操作之研究」，*朝陽學報*，第六期，19-38 頁。
- 黃惠君（民 84），「公司上市前後盈餘操縱與上市後盈餘績效及盈餘操縱動機之關聯性研究」，*國立台灣大學會計研究所碩士論文*。
- 趙正源（民 93），「應計項目組成與股票報酬之關聯性」，*私立輔仁大學會計學研究所碩士論文*。
- 蘇慧芬（民 81），「新上市公司上市前後年度盈餘窗飾之研究」，*國立政治大學會計研究所碩士論文*。
- Aharony, J., C.J. Lin and M.P. Loeb(1993), "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 10(1), 61-80.
- Barton, J.(2001), "Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions?," *The Accounting Review*, 76(1), 1-26.
- Bartov, E.(1993), "Timing of Asset Sales and Earnings Manipulations," *The Accounting Review*, 68(4), 840-855.
- Beneish, M.D. and M.E. Vargus(2002), "Insider Trading, Earnings Quality, and

- Accrual Mispricing,” *The Accounting Review*, 77(4), 755-792.
- Bergstresser, D. and T. Philippon(2006), “CEO Incentives and Earnings Management,” *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
- Bradley, D., B. Jordan, I. Roten and H. Yi(2001), “Venture Capital and IPO Lock-up Expiration: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Research*, 24(4), 465-492.
- Brav, A. and P.A. Gompers(2003), “The Role of Lock-ups in Initial Public Offerings,” *Review of Financial Studies*, 16(1), 1-29.
- Chan, K, N. Jegadeesh and T. Sougiannis(2004), “The Accrual Effect on Future Earnings,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22(2), 97-121.
- Chan, K, K.C. Louis, N. Jegadeesh and J. Lakonishok(2006), “Earnings Quality and Stock Returns,” *Journal of Business*, 79(3), 1041-1082.
- DeAngelo, L.E.(1986),” Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders,” *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney(1995), “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Elitzur, R.R. and V. Yaari(1995), “Executive Incentive Compensation and Earnings Manipulation in a Multi-period Setting,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 26(2), 201–219.
- Field, L.C. and G. Hanka(2001), “The Expiration of IPO Share Lockups,” *Journal of Finance*, 56(2), 471-500.
- Friedlan J.M.(1994), “Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings,” *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 1-31.
- Guay, W., S.P. Kothari and R. Watts(1996), “A Market-based Evaluation of Discretionary Accrual Models,” *Journal of Accounting Research*, 34(3), 83-105.
- Healy, P.M.(1985), “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision,” *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Hepworth, S.R.(1953), “Smoothing Periodic Income,” *The Accounting Review*, 28(1), 32-39.
- Jones, J.(1991), “Earnings Management During Import Relief Investigations,”

*Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.

Kaszniak, R.(1999), "On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.

Kothari, S.P., A.J. Leone and C.E. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.

McNichols, M., P. Wilson and L. DeAngelo(1988), "Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts," *Journal of Accounting Research*, 26(3), 1-31.

Park, M.S. and T. Park(2004), "Insider Sales and Earnings Management," *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 381-411.

Phillips, J., M. Pincus, and S.O. Rego(2003), "Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense," *The Accounting Review*, 78(2), 491-521.

Ronen, J., J. Tzur and V. Yaari(2006), "The Effect of Directors' Equity Incentives on Earnings Management," *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 359-389.

Teoh, S.H., T.J. Wong and G.R. Rao(1998), "Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, 3(1-2), 175-208.

Wang, Z. and T.H. Williams(1994), "Accounting Income Smoothing and Stockholder Wealth," *Journal of Applied Business Research*, 10(3), 96-104.