

國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

盈餘管理與盈餘品質之跨國分析—以台灣及美
國市場為例



**Multinational Analysis of Earnings Management and Earnings
Quality — Evidence from Taiwan and US Market**

研究生：李宗諭

指導教授：林建榮 博士

中華民國九十八年六月

盈餘管理與盈餘品質之跨國分析—以台灣及美
國市場為例

**Multinational Analysis of Earnings Management and Earnings
Quality — Evidence from Taiwan and US Market**

研究生：李宗諭

Student : Tsung - Yu Lee

指導教授：林建榮 博士

Advisor : Dr. J. R. Philip Lin



財務金融研究所

碩士論文

A Thesis Submitted to Graduate Institute of Finance
National Chiao Tung University
in partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master of Science in
Finance

June 2009

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十八年六月

盈餘管理與盈餘品質之跨國分析—以台灣及美國市場為例

學生：李宗諭

指導教授：林建榮 博士

國立交通大學財務金融研究所

中華民國九十八年六月



本文採用 Ball and Shivakumar(2008)所提出的模型，衡量在不同市場之下，更高的盈餘品質要求對於公司盈餘管理動機所產生的抵銷效果。透過超額應計項目(Abnormal Accruals)來衡量盈餘管理程度，驗證在台灣及美國市場中初次公開發行(IPO)及現金增資(SEO)公司的盈餘管理現象，另外也以台灣發行海外存託憑證(GDR)公司為例，進一步區分在不同市場之下，由於市場規範程度差異所產生不一樣的結果。實證結果顯示在不同的發行種類及市場差異之下，盈餘管理程度受到盈餘品質提升而互相抵消，最終所呈現的結果也有所不同。

關鍵字：盈餘管理、盈餘品質、初次公開發行、現金增資、海外存託憑證。

Multinational Analysis of Earnings Management and Earnings Quality — Evidence from Taiwan and US Market

Student : Tsung -Yu Lee

Advisor : Dr. J. R. Philip Lin

Graduate Institute of Finance

National Chiao Tung University

June 2009

ABSTRACT

This thesis mainly uses the mode proposed by Ball and Shivakumar (2008) to assess the offsetting earnings management effect caused by higher request standard of earnings quality under different market conditions. We measure the extent of earnings management via abnormal accruals to examine whether this phenomenon exists before initial public offerings (IPO) or seasoned equity offerings (SEO) issued by companies in Taiwan and US market. Furthermore, we empirically test the global depositary receipts (GDR) in Taiwan. The empirical results show that the magnitude of earnings management, owing to the dissimilar offsetting effect by the elevated earnings quality, is distinct under different types of issues and markets.

KEYWORDS: Earnings Management 、 Earnings Quality 、 Initial Public Offerings 、 Seasoned Equity Offering 、 Global Depositary Receipts

誌謝

轉眼間，兩年的研究所生涯也邁入尾聲，包含大學的時期在內，不知不覺也在交大待了近七年的時間。校園內的每一個角落，最常出沒的浩然圖書館、籃球場、研究室…還有曾經住過的宿舍，都有著很多的回憶。我會想念大學時期的每一個片段，也會珍惜在研究所期間所學習到的每一件事。

畢業論文能夠順利完成，首先要感謝的是指導教授 林建榮老師。謝謝老師通融自己在研二上學期到上海交換學生，讓我能在這半年的時間看了很多、學了很多，也經歷了很多難忘的體驗。並且在回台灣後，開始每個星期都去找老師討論，不厭其煩地在我尋找題目及研究的過程中給了許多寶貴的建議和指教。另外，溫文儒雅、親切的態度及對於研究講究而嚴謹的態度，也讓我受益良多。在此，由衷地感謝老師這一年來的指導。另外，在論文口試期間所長 鍾惠民老師、陳達新教授及陳勝源教授對於本論文的校閱和指教，提出許多寶貴的建議，針對論文內容提供的建言而使本文更趨完善，在此也向三位老師獻上感謝之意。

研究所求學的過程是辛苦的，每個學期都有很多的考試、作業及報告，總是要花上很多時間努力學習。而在這段期間，也很高興認識了一些不錯的同学，同為林建榮老師所指導的俊文、家賢和 Shineron，師出同門所以在論文研究的過程中能夠互相的討論和交換苦悶及挫折時的心情，還有最後論文口試的準備事項，彼此互相的幫忙，謝謝你們！

當然，最感謝的是我的家人。最親愛的爸爸、媽媽，感謝你們所付出的一切，讓我可以沒有任何後顧之憂的學習。這段期間，從準備研究所考試開始到如今我要畢業了，過程中雖然失去了很多東西，不過確實也有所收穫，這些年的努力，都要感謝你們所給予的一切！

李宗諭 謹致於
國立交通大學財務金融所
中華民國九十八年六月

目錄

摘要.....	iii
目錄.....	vi
表目錄.....	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究架構.....	3
第二章 文獻回顧	4
第一節 盈餘管理相關文獻.....	4
第二節 盈餘品質相關文獻.....	5
第三節 法律制度與投資人保護.....	8
第三章 研究設計	10
第一節 樣本選取與資料來源.....	10
第二節 研究假說.....	11
第三節 研究方法.....	13
第四節 實證模型.....	15
第四章 實證分析	18
第一節 樣本敘述統計.....	18
第二節 實證結果.....	20
第五章 結論與建議	23
第一節 研究結論.....	23
第二節 未來研究方向建議.....	24
附表.....	25
參考文獻.....	37
附錄.....	40

表目錄

表一	台灣及美國 2001-2008 年間首次公開發行(IPO)之公司樣本	25
表二	台灣 2001-2008 年間上市、上櫃及櫃轉市之公司樣本	28
表三	台灣及美國 2001-2008 年間現金增資(SEO)之公司樣本	29
表四	台灣發行海外存託憑證(GDR)之公司樣本	32
表五	台灣及美國IPO樣本之實證結果	33
表六	台灣上市、上櫃及櫃轉市樣本之實證結果	34
表七	台灣及美國SEO樣本之實證結果	35
表八	台灣公司發行海外存託憑證(GDR)樣本之實證結果	36



第一章 緒論

第一節 研究動機

不同於過去多數文獻在公司首次公開發行(IPO)及現金增資(SEO)前是否存在盈餘管理的研究結果，Ball and Shivakumar(2008)以英國 1992-1999 年間初次公開發行公司(IPO)為樣本，沿用 Ball and Shivakumar(2005)所提出之模型並結合 Jones (1991)模型，進一步衡量其超額應計項目(abnormal accruals)及盈餘之條件性穩健(conditional conservatism)程度。實證結果顯示，公司在公開發行前對於財務報表的編製更加地穩健保守(conservatively)，與 Teoh, Welch and Wong(1998)所認為公司在 IPO 及 SEO 之前存在盈餘管理的結論相反。

近年許多關於盈餘管理之研究多數都沿用 Teoh et al. (1998a, b)所提出之模型，且結論多符合公司存在盈餘管理之現象。然而，Ball and Shivakumar(2008)質疑 Teoh 模型對於裁決性應計項目的估計存在向上偏誤(upward-biased)，提出六個理由加以解釋修正，並提出一模型(以下簡稱 **B-S 模型 2008**)。進一步重新驗證了 Teoh et al. (1998a)所採用 1980-1992 年間美國首次公開發行公司樣本，其結果同樣顯示了公司於公開發行前之報表揭露相對的穩健保守。

針對公司於公開發行前之報表編製相對穩健保守，Ball and Shivakumar (2008)將此現象歸因於財務報表的使用者對於公開發行公司的財報品質有更高的要求，必然使得審計人員、董事會、分析師、信評機構、媒體及訴訟當事人更加嚴格的監督，並採取更嚴謹的法律規範。Ball and Shivakumar(2005)提到未上市公司的財務報表由於其財務資料取得較為困難，另外也缺少了以市場為基準(例如：股價及報酬)來衡量品質的方式，間接影響其財報品質。然而公開發行公司由於市場對於報表需求及法規監督程度的加強，面臨了更高的財報編制標準。

由此可知，市場環境與法規制度是影響財報穩健程度的重要因素。然而，在同一資本市場或國家內的市場差異性並不大，因此許多研究針對跨國性的比較來

加以實證。Leuz et al. (2003)檢測了 31 個不同國家之間其盈餘管理的系統性差異，並且認為造成差異的主因在於公司內部人為了保有個人控制權的利益，傾向透過盈餘管理來隱瞞對外部人所公佈的公司績效。因此，預期公司的盈餘管理程度會隨著市場對投資人保護增強而減少。

Leuz et al. (2003)進一步依據投資人保護程度、股票市場發展健全程度及控制權集中程度，將這 31 個國家分為三個群集：群集 1 屬於法律執行力強的「外部人經濟」；群集 2 為「內部人經濟」但法律執行力強；群集 3 則為法律執行力弱的「內部人經濟」。分群標準主要沿用 La Porta et al. (1997, 1998)所提出的制度性變數(institutional variables)。其中，Ball and Shivakumar(2008)實證分析的英國、美國皆屬於第一群，台灣於分類群集中則隸屬於第二群(投資人保護及市場程度相對較不成熟)，在市場環境與法規制度的差異之下，是否會造成 B-S 模型(2008)在驗證結果上的改變，除了原先的 IPO 市場，另外針對現金增資(SEO)及台灣公司發行海外存託憑證(GDR)的市場加以實證，此即為本文主要的研究動機。

透過公司治理的觀點，公司管理階層在初次公開上市(IPO)及現金增資(SEO)事件之前，確實存在盈餘管理的動機；另一方面，外部市場環境及法規制度的改變，使得公司面臨更嚴謹的財報編制標準，因而提高了盈餘品質。公司面臨了兩個不同方向的影响因素，結果又會有什麼不同，本文透過台灣及美國市場的實證分析來做進一步觀察。

第二節 研究目的

本文主要沿用 Ball and Shivakumar(2008)所提出之模型，該文獻針對過去多數研究採用的 Teoh, Welch and Wong(1998)模型提出六點質疑，針對模型調整後重新驗證英、美公司於 IPO 前的盈餘管理現象，結果顯示與 Teoh et al. (1998)有所不同，認為公開發行後由於市場更嚴謹的規範將使得公司財報揭露更為穩健保守，具有較高的盈餘品質。

過去台灣盈餘管理相關文獻多採用 Teoh et al. (1998) 之模型，結果也多傾向於公司存在盈餘管理現象，然而經由 Ball and Shivakumar (2008) 研究發現，更嚴格的資本市場規範及對財報品質的要求，降低了公司盈餘管理的程度。是否台灣資本市場在 B-S 模型 (2008) 驗證之下，結果會如同英、美市場-盈餘管理程度不顯著，亦或是仍然存在盈餘管理現象而有所不同呢？

本文透過 B-S 模型 (2008) 驗證台灣資本市場在 2001-2008 年間初次公開發行 (IPO) 及現金增資 (SEO) 的公司，並與同期間的美國公司相互對應比較，驗證其結果是否在兩市場間存在有差異性。另外，亦採用 B-S 模型 (2008) 驗證台灣公司發行海外存託憑證 (GDR) 市場，是否於發行前存在有盈餘管理現象。

第三節 研究架構

第一章 緒論，提出本文研究動機、研究目的及架構。

第二章 文獻探討，將盈餘管理、盈餘品質、法律制度及投資人保護的相關文獻加以整理，並作為本研究理論架構之基礎。

第三章 研究設計，建立研究假說及方法，並提出所沿用之實證模型，定義模型中各項主要變數及衡量準則。

第四章 實證分析，描述本文實證所採用之樣本及資料來源，簡單的敘述統計分析，進一步記錄最後的實證結果，加以分析討論並驗證與提出之假說是否相符。

第五章 結論與建議，總結本文實證結果及提出未來可行之相關研究議題。

第二章 文獻回顧

本章共分為三小節，分別將盈餘管理、盈餘品質、法律制度及投資人保護的相關文獻加以整理。第一節盈餘管理主要探討裁決性應計項目，第二節盈餘品質主要探討穩健原則，第三部分內容為法律制度及投資人保護。

第一節 盈餘管理相關文獻

Healy and Wahlen (1999)對於盈餘管理提出了以下的定義「管理者透過財務報表中具裁決性的項目或建構交易事項來修改其財務報表，藉以誤導部分利害關係人對於該企業績效之經濟效益的理解，或影響依據財報會計數據而訂定之契約其結果，盈餘管理就此產生。」一般而言，公司在編製財務報表的過程中，主要透過三種方式來達到盈餘管理之目的：(1)會計方法之選擇；(2)裁決性應計項目(Discretionary Accruals)的調整；以及(3)對於實質交易期間的控制。

在一般公認會計原則 (Generally Accepted Accounting Principles; GAAP) 規定之下，所有的會計資訊與財務報表皆須遵守該項準則。然而 GAAP 並非僅提供一種制式標準，因應不同產業之特性或特定的情況，存在一些會計處理原則上的彈性空間，目的是希望企業更能真實反映實際情況，然而也間接給予了管理者盈餘操控的機會，其中又以裁決性應計項目最為常見。

裁決性應計項目

Healy(1985)採用應計項目來衡量盈餘管理，並將總應計項目分為裁決性應計項目及非裁決性應計項目(Nondiscretionary Accruals)。在符合 GAAP 應計基礎之下，裁決性應計項目允許管理者透過主觀判斷加以認定，其中包含長期資產價值減損的提列、遞延所得稅資產項目評價或是壞帳提列準備…等項目，由於不影響公司實質交易且部分判定標準亦無須對外揭露，因此成為衡量公司是否盈餘管理的重要工具。

Jones(1991)研究美國進口公司是否為了爭取政府保護資格以獲得進口補貼

或稅率優惠，進而透過盈餘操縱降低盈餘以符合審查資格。Jones 將外在經濟環境變動對於非裁決性應計項目的影響因素納入，以銷貨收入變動和固定資產兩項變數控制其影響，以此來估計個別公司之非裁決性應計項目。該研究採用 1980-1985 年間美國五個產業中的 23 家公司為樣本作實證分析，結果顯示樣本公司的裁決性應計項目於政府審查期間呈現顯著負值，亦即公司為獲取政府保護資格而操縱盈餘。

Dechow, Sloan and Sweeney(1995)修正了 Jones 的模型(The Modified Jones Model)，除考慮經濟環境變動因素之外，進一步將原本的銷貨收入分為賒銷(credit sales)及現銷(cash sales)，將其中賒銷的部分歸列為裁決性應計項目，並改由銷貨收入變動扣除應收帳款變動項和固定資產項兩變數加以估計。此外，透過模型設定檢定(specification test)及統計檢定力(power test)，評估另外四種常見的應計項目模型；Healy(1995)、DeAngelo(1986)、Jones(1991)和 The Industry Model(Dechow and Sloan, 1991)。結果顯示修正 Jones 模型在檢測盈餘管理時具有最強之檢定力(most powerful test)。

Teoh, Welch and Wong(1998a, 1998b)研究公司在進行公開發行(IPO)及現金增資(SEO)前是否存在盈餘管理的現象，該研究採用修正 Jones 模型，進一步將應計項目依據長短期分為裁決性流動應計(discretionary current accruals; DCA)和裁決性長期應計(discretionary long-term accruals; DLA)；非裁決性流動應計(NDCA)及非裁決性長期應計(NDLA)。將原模型中的固定資產變數排除，再以橫斷面 OLS 作迴歸分析，取其殘差項衡量裁決性流動應計項目(DCA)。實證分析採用美國的公司為樣本，結果顯示樣本公司的裁決性應計項目於 IPO 與 SEO 增資前均存在明顯增加，且與增資後的股價報酬表現呈現負相關。

第二節 盈餘品質相關文獻

過去文獻對於盈餘品質有許多不同定義，依據不同的指標(indicator)來衡量，所得到的結果也不盡相同。例如，Penman and Zhang(2002)將盈餘是否具有

持續性 (sustainable earnings) 做為衡量盈餘品質之指標，若當期財務報表之盈餘能有效預測未來盈餘，則表示具有較高盈餘品質。Ball and Shivakumar(2005) 採用「損失認列的及時性」(loss recognition timeliness) 作為盈餘品質的重要指標，該指標衡量負面的經濟事件反映至損益表及資產負債表之速度(及時性)，納入 Basu(1997) 所提損失及時認列之概念，利用盈餘認列不對稱性模型檢視盈餘的穩健性，將其視為衡量盈餘品質的重要因素。

穩健原則 (Conservatism)

Basu(1997) 對於穩健原則提出了以下的解釋「會計師在將好消息認列至財務報表時，相對壞消息而言，所要求的驗證程度更為嚴謹，亦即會計盈餘對於壞消息的反應相較於好消息來的迅速。」然而，由於認列方式的不對稱性，造成了盈餘在好、壞消息認列期間存在了及時性(timeliness)與維持性(persistence)的系統性差異¹。

Beaver and Ryan(2005) 進一步將穩健原則區分為「條件式」(conditional) 與「非條件式」(unconditional)。最主要的差別在於非條件式穩健原則為事前且與市場消息無關(*ex ante* or *news independent*)，其取決於一般的會計程序；而條件式穩健原則為事後且與市場消息相關(*ex post* or *news dependent*)，其認列處理方式會受到市場消息變化之影響，Basu(1997) 所提出之盈餘認列的不對稱性即屬於條件式穩健原則。Beaver 認為在不同的非條件式穩健原則之下，當期至落後三期的盈餘認列不對稱性(條件式)對於市場好壞消息的衡量會產生不同方向的影響(增強或減弱)。

1. 及時性(timeliness)與維持性(persistence)。More *timeliness*，意味著較多攸關當期價值的消息於發生同時被認列至當期盈餘，留下少部分的攸關價值於未來盈餘中認列；More *persistence*，僅有少部分攸關當期價值的消息被揭露於當期盈餘，而較多的部分會被揭露在未來的盈餘中。

Basu(1997)提出盈餘認列不對稱之模型，用來測試財務報表的盈餘是否存在穩健性，以市場股價報酬衡量其經濟收益，並研究收益與會計盈餘之間所存在的不對稱性關係。透過混合(pooled)橫斷面迴歸分析，研究發現當公司有壞消息時，對於股價報酬反應之係數高於有好消息的公司，亦即損失之認列相對及時。另外，隨著訴訟(litigation)趨勢的增加，也影響了財務報表的穩健程度。Ball and Shivakumar(2005)透過檢驗及時損失認列來衡量財務報表品質，品質的衡量除了沿用(I)Basu(1997)模型並採用了(II) Dechow et al. (1998)的模型，提出一個以應計為基礎(Accruals-based method)的損失認列模型。

在Dechow (1998)的模型中，應計項目有助於減低營運現金流量所受到的干擾(noise)²。當營運現金為暫時性(transitory)的下降時，會導致現金流量在下一年度中產生增加的迴轉效果(reverse)；然而，應計會計原則透過成本的配合原則(matching principle)，認列已實現之收益，且將與該收益相關的所有成本於同期中轉列為費用，減低了使用營運現金時所受到的暫時性影響(transitory effects)，隱含應計項目與營運現金在同時期內存在有負向關係。

Ball and Shivakumar(2005)提到由於及時損益認列是建立在預期現金流量而非已實現現金流量的基礎之上，因此若將及時損益認列納入考慮，則應計與當期現金流量之間將存在正向但是非對稱的關係。當現金流量來自於耐久性資產(例如:固定資產、廠房設備)時，會隨著時間存在有相關性，即「持續性」(persistent)。此意味著對於當期現金流量與預期未來現金流量之修正，兩者間存在正向關係，從而減弱由 Dechow(1998)模型所預測的負向效果。

Ball and Shivakumar(2008)沿用了 Ball and Sivakumar(2005)所提出之模型並結合 Jones(1991)模型，進一步衡量其異常應計項目(abnormal accruals)及盈餘本身的條件性穩健(conditional conservatism)程度。實證結果顯示，在考量

2. 沿用 Dechow(1994)及 Guay et al. (1996)之模型。

財報品質的因素-「穩健原則」之後，公司於 IPO 公開發行前對於財務報表之編製相對地穩健保守(conservatively)，並將此歸因於市場上的財報使用者對於公開發行公司要求更高的財報品質，包括審計人員、董事會、分析師…等更嚴格的監督及市場更嚴謹的法規制度。

第三節 法律制度與投資人保護

市場規範與法律制度等環境因素是影響財報穩健程度的重要因素。一般而言，在相同市場或同一國家內的差異性並不大，因此近年許多研究便透過跨國的比較分析來加以驗證。

La Porta et al. (1998)將各國法律體系主要歸結為兩大類：普通法(common law)與成文法(code law)。成文法規歷史較為悠久且更廣泛地被使用，德國、法國、斯堪地那維亞(Scandinavian)的法律體制多屬此類，本文實證所採用的台灣亦屬於成文法；英國、美國則為普通法系的主要國家。成文法體系下，政府依據一定的立法程序制定出具有普遍效力的法律條文；然而，普通法通常根據過去對於該項目的習慣和先例加以評斷，並將此次裁定的結果進一步應用至未來案例中，強調「遵循先例」(precedent)的原則。

一般而言，成文法體系下的會計標準給予管理階層較大的裁量權，政府所制訂並施行的會計準則具有相當的法律效益，然而，在符合會計標準原則之下，管理者透過原則內給定的彈性空間，加以調整應用來降低會計收益的波動，達到盈餘管理之目的。La Porta et al. 進一步針對 49 個國家，驗證國家採行的法律體系與法規給予投資人保護之間的關係，結果顯示各國之間的法規對於投資人保護存在系統性的差異。相較於成文法系國家，普通法系國家給予投資人較為完善的保護，而在成文法國家之間，又以德國、斯堪地那維亞體系較法國體系所給予投資人的保護要來得完善。

Leuz et al. (2003)亦檢測了 31 個不同國家之間盈餘管理的系統性差異，首先依據這些國家制度上的特性加以分群，例如對投資者的保護程度、股票市場的

發展及控制權的集中程度，進一步驗證盈餘管理現象在不同群集中是否存在差異性。群集分析主要沿用了 La Porta et al. (1997, 1998) 所提出的制度性變數，除了地區性的差異，編組亦採用成文法、普通法加以區分，與 Ball et al. (2000, 2003) 所做的研究一致。

Leuz et al. (2003) 依據上述法律體系及制度的特性將其分為三個群集：群集 1, 外部人經濟(outsider economies)，法律執行力強；群集 2, 內部人經濟(insider economies)，法律執行力強；群集 3, 內部人經濟，法律執行力弱。³ 其中，「外部人經濟」最主要特性在於股票市場規模較大且更加成熟、股權集中程度低、外部投資人具有較大權利、揭露程度高及較強的法律執行能力。實證結果顯示，屬於外部人經濟的國家其盈餘管理程度最低，且隨著市場對投資人保護程度減弱而增加，較完善的投資人保護限制了內部人獲取控制權利益的能力，也降低了盈餘管理的動機。



3. 各國詳細分群內容參考 Leuz et al. (2003) Table 3 的 Panel B。其中，本文實證研究之國家，台灣被歸類為 Cluster 2 (insider economies)，而美國則被歸類為 Cluster 1 (outsider economies)。

第三章 研究設計

本章共分為四個小節。第一節敘述樣本選取及資料來源的取得；第二節研究假說，提出內文四項主要的推論；第三節研究方法，介紹本文實證所採用的模型，並於第四節實證模型中進一步描述模型的建立及各項主要變數的定義。

第一節 樣本選取及資料來源

本文採用台灣及美國公司於 2001-2008 年間初次公開發行(initial public offerings; IPO)及現金增資(seasoned equity offerings; SEO)為樣本，台灣方面資料取自台灣證券交易所(Taiwan Stock Exchange; TWSE)及台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal; TEJ)；美國方面資料來源則取自 SDC (Securities Data Company) Platinum 資料庫，首先由 SDC 找出於 01-08 年間美國 IPO, SEO 的發行時間、總額等數據，進一步從 Standard & Poor's Compustat 資料庫找出個別公司的財務資料。

台灣 2001-2008 年間首次公開發行原始樣本為 503 家，排除金融保險機構、未繼續公開發行或已下市、資料不齊全及產業別分類為其他(編號 20)的公司，篩選後最終符合的樣本數為441家(其中，上市與上櫃分別各為 88 及 353 家)。另外，亦整理出期間內由上櫃轉上市的公司，原始樣本數為 171 家，篩選後符合的最終樣本數為146家。關於 SEO 的樣本，本文以現金增資公司為主(不包含盈餘轉增資及資本公積)，排除金融保險機構及資料不齊全的公司(未繼續公開發行或已下市)，且於 2001-2008 年間重複現金增資之公司以期間內第一次現金增資為主，篩選最終符合之樣本共114家。

美國 2001-2008 年間初次公開發行的樣本在排除金融保險相關產業後，原始資料數為 794 家，進一步排除已下市、不繼續公開發行的公司以及在 Compustat 資料庫中財務資料不齊全的公司，篩選最後符合的樣本數為451家。美國 2001-2008 年，現金增資(SEO)樣本在排除金融相關產業之原始數目為 507 家，另外刪除期間內重複增資公司(採用期間內第一次增資)、已下市或在 Compustat 資料

庫中資料不齊的公司，最終符合的樣本數目共240家。

另外，台灣公司發行海外存託憑證(GDR)的原始資料數為 67 家(1992 年至 2007 年期間)，再排除金融保險、已下市、不於任何交易所上市及資料不齊全之公司後，最終符合的樣本數目為 52 家。進一步由台灣經濟新報(TEJ)取得各公司發行海外存託憑證年度前一年之公司財務資料。

第二節 研究假說

Leuz et al. (2003)將 31 個不同國家依據對投資者保護程度及法律制度規範的差異區分為「外部人經濟」(群集 1)及「內部人經濟」(群集 2, 3)。歸屬為外部人經濟體的國家，主要特性在於股票市場規模較大且更為成熟、股權集中度低、外部投資人具有較大權利、揭露程度高及較強的法律執行能力。實證結果亦顯示歸屬於外部人經濟的國家，其盈餘管理程度顯著低於內部人經濟的國家。其中，美國、英國皆被歸類為外部人經濟(群集 1)，而台灣則被歸類為內部人經濟(群集 2)。

Ball and Shivakumar(2008)採用其模型並以英國 IPO 市場作實證分析，且進一步重新驗證 Teoh, Welch and Wong(1998a)的美國公司首次公開發行(IPO)樣本，其結果顯示英、美資本市場的公司於首次公開發行前盈餘管理現象均並不顯著，與 Teoh et al. (1998)當時所作的結果不同。然而，過去台灣資本市場在採用 Teoh et al. (1998)模型之實證均顯示存在盈餘管理現象，在考量台灣與英、美市場之間對於投資人保護及法規制度的系統性差異(Leuz, 2003)之下，重新採用 B-S(2008)模型來分析台灣首次公開發行(IPO)市場，並提出假說一：

假說 1. 重新採用 B-S 模型分析台灣 IPO 市場，相較於英國、美國市場對於投資人保護及法律制度的完善程度，推論台灣公司於初次公開發行前一年度，仍存在盈餘管理現象。

Ball and Shivakumar(2008)針對公司於公開發行前之報表編製相對穩健保守，認為主要因素在於市場所造成的影響。財務報表的使用者對於公開發行公司的財報品質有更高的要求，使得審計人員、董事會、分析師、信評機構、媒體及訴訟當事人更加嚴格的監督，並面對更嚴謹的法律規範。這些因素進一步提高了財務報表的品質，抵銷了部分公司盈餘管理的動機。

台灣初次公開發行(IPO)的樣本主要包含直接上市及上櫃，然而公司在申請上市與上櫃時，所必須符合的條件並不相同(參考_附錄 1)，不論是在設立年限、公司實收資本額及獲利能力方面，申請上市所要求的條件都相較於申請上櫃來得嚴格，隱含兩市場之間存在有差異性。進一步的將初次公開發行樣本細分為上市、上櫃。另外，亦納入 2001-2008 年間由上櫃轉上市的公司樣本，將三者加以比較，提出假說二：



假說 2. 相較於申請上櫃及由櫃轉市公司而言，公司申請上市時面對更嚴格的市場規範，推論其財報品質將更顯著地提升，因此上市公司盈餘管理程度較上櫃及櫃轉市公司來得更不顯著。

現金增資(SEO)是上市公司向股東籌資的一種方式，其目的通常為募得資金以進行投資及擴張公司業務，部分公司則利用所募集的資金以償還債務，進而改善公司的資本結構和財務狀況。上市公司在現金增資時，必須通過金融監管單位的審核(例如:證期會)，監管單位會要求公司提出經由會計師查核簽證的財務報表等相關文件。除此之外，就本文最主要所考量的市場因素而言，公司於現金增資時所面對市場變動程度的影響不大，不論是在台灣或是美國的資本市場，兩者皆是受到公開市場的法律規範，市場對於財報品質要求的程度高。本文以台灣、美國之 SEO 為例，提出假說三：

假說 3. 公司現金增資時受到公開市場的法律規範，因此市場對於公司財報品質的要求程度高，推論不管台灣或是美國現金增資的公司，在增資前一年度的盈餘管理程度均不顯著。

公司發行海外存託憑證(Global Depositary Receipt ; GDR)最主要目的在於募集海外資金，以當地幣值計價，等同於公司普通股之憑證，並且可在兩個以上的股票市場進行交易，海外投資人在購買該存託憑證後，即等同於間接持有本國該上市上櫃公司的股票，其權利義務與本國投資人相同。同樣地，海外存託憑證於國外股票交易所上市後，亦受到該國股票交易所的法律限制及規範，以台灣海外存託憑證為例，海外上市的交易所主要集中於盧森堡、紐約、那斯達克及倫敦等地。這類大型國際股票交易所，其市場規範及監督機制皆更為嚴謹，由此提出假說四：



假說 4. 台灣上市上櫃公司發行海外存託憑證(GDR)，於國外交易所上市並受到該國的法律規範及限制，對於公司財報品質的要求更為提高，以此推論發行海外存託憑證的公司，其發行前一年度之盈餘管理現象並不顯著。

第三節 研究方法

本文主要採用 Ball and Shivakumar(2008)的模型，該模型沿用 Ball and Shivakumar(2005, 2006)所提出之模型。Ball and Shivakumar(2005)提出一個以應計為基礎的損失認列模型，採用 Dechow et al.(1998)的模型並透過應計項目進一步考慮未實現利得與損失(unrealized gains and losses)。而 Ball and Shivakumar(2008)模型即為 Ball and Shivakumar(2005)的模型結合 Jones(1991)模型，納入其中的銷貨變動及固定資產變數。

Ball and Shivakumar(2008)並針對 Teoh et al.(1998)的模型提出質疑，認為他們所估計的裁決性應計項目並不可靠，導致結果顯著存在盈餘管理現象 (upward- biased)，針對 DCAs 的估計偏誤提出了以下六項理由：

1. Teoh et al.(1998)估計出來的裁決性流動應計項目(DCAs)數值太大，很難不被監理機制所查覺。在他們樣本資料中，歸類為最具盈餘管理的層級平均應收帳款的增加高達 600.39%，在 GAAP 原則之下很難不被發現。
2. Teoh估計應計項目時所採用的營運資金(working capital)來自資產負債表，相較於從現金流量表中取得，其估計出的數值存在較大的偏誤。⁵
3. Teoh 研究裡的營運資金變動取自 IPO 事件前(pre-IPO)的資產負債表，而他們也承認 IPO 事前的營運資金變動應不致於對 IPO 的發行價格(事後)造成影響，任何於 IPO 事前發生的盈餘(earnings)增長都會透過流動應計項目來影響 IPO 事前的營運資金，而非事後價格。
4. 對於 DCAs 的估計會受到 IPO 後高於平常的成長及 IPO 發行總額而產生偏誤，異於平常的高成長將反映至銷售及最適營運資金水準，進一步產生正的應計項目數值 (Fairfield et al., 2003)。
5. Ball and Shivakumar(2005, 2006)認為 Jones(1991)所提出的模型忽略了應計項目在(I)減低營運現金流所受到的干擾(noise)及(II)損失及時認列中所扮演的角色。⁶
6. 過低的平減指數(deflator) - 以公司前一年度的總資產做為平減指數。然而，在 Teoh 美國 IPO 的樣本中，近 5%的公司總資產數值小於一百萬美金，這也是造成 Teoh 研究在估計 DCAs 上產生許多極端值的主因。

5. Hribar and Collins, (2002)研究指出，有近 16.7%的公司於 IPO 當年度會有併購或撤資 (divestiture)的行動，而這些行為影響了 IPO 事後資產負債表上面的營運資本項目。

6. 應計項目有助減低營運現金流所受到的干擾(noise)—Dechow(1998)及考量損失認列的及時性(timeliness in loss recognition)—Basu(1997)。

Ball and Shivakumar(2008)針對 Teoh 模型估計可能產生的偏誤，提出了六項合理的解釋並加以修正。因此，本文的實證分析選擇採用 B-S(2008)所提出的模型加以驗證。

第四節 實證模型

Ball and Shivakumar(2005)所提出的模型，以 Dechow et al.(1998)模型為基礎，進一步考量應計項目於及時認列時所存在的不對稱性，亦即經濟損失相較於經濟收益會更及時地認列，該不對稱性所隱含應計與現金流之間的正向關係也減弱了 Dechow et al.(1998)模型中所預期這兩項目之間的負向關係。Ball and Shivakumar(2005)提出以下模型，預期應計項目與現金流之間應存在有片段線性 (piecewise-linear)的關係：

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 DCFO_t + \beta_2 CFO_t + \beta_3 DCFO_t \times CFO_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$ACC_{i,t}$ ：公司*i*在*t*年度時的總應計項目。(其中 $ACC_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t}$)

$EBXI_{i,t}$ ：非常項目及停業部門損益前的淨利

$CFO_{i,t}$ ：公司*i*在*t*年度營運現金流量

$DCFO_{i,t}$ ：此為一虛擬變數。當營運現金流量為負值時， $DCFO=1$ ；若營運現金流為正時則 $DCFO=0$ 。

該模型隱含了應計項目所扮演的兩個角色：減低營運現金流量所受到的干擾 (noise)及對於未實現損失與收益認列之間的不對稱性。 β_2 係數反映了 Dechow et al.(1998)所預期應計項目與營運現金流之間的負向關係，預估為一負值。在應計項目對於損失之認列較收益更為及時的假設之下， β_3 係數預估為一正值，當營運現金為負時，抵銷了應計項目的變動，依此判斷該公司是否較為穩健保守。

Ball and Shivakumar(2008)模型主要沿用其 05 年所提出的模型，進一步納入Jones (1991)模型中的營業銷貨淨額變動及固定資產帳面價值的變數。其中，不同於多數文獻對於應計項目的估計採用資產負債表的方式⁷，該模型依據Hribar and Collins(2004)之研究，認為在資產負債表方式估計下所產生的偏誤，連帶影響在裁決性應計項目上的估計，對於衡量盈餘管理的結果也因此改變。Hribar提出總應計項目的計算，是以非常項目及停業部門損益前之稅後淨利(EBXI)扣除營運現金流量(CFO)⁸，而B-S(2008)模型如下：

$$ACC_t = \alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t} + \varepsilon_t \quad (2)$$

ACC_{i,t}：公司i在t年度時的總應計項目。(其中ACC_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t})

△Sales_{i,t}：公司i在t年度時營業銷貨淨額的變動。

FASSET_{i,t}：公司i在t年度時固定資產的帳面價值。

(其他變數之定義與公式 1 相同)

該模型納入Jones(1991)模型中的兩個主要變數， $\alpha_{j,1}$ 反映當公司銷貨變動增加時，連帶使得應計項目增加，估計該值應為一正值。 $\alpha_{j,2}$ 主要反映固定資產與應計項目之間的變動關係，其估計值同Jones(1991)所提出之假設，應為一負值，其他係數同公式一之定義。同樣可由 $\alpha_{j,5}$ 之係數判斷是否該公司對於損失更及時的認列，而更為穩健保守。

7. 多數文獻計算總應計時採用資產負債表方法。詳細計算方式可參考Teoh et al.(1998)的附錄 A (p.1966-1967)。

8. EBXI= net income before extraordinary items and discontinued operations (Compustat #18); CFO= operating cash flow from cash flow statement (Compustat #308)

以初次公開發行(IPO)樣本為例，將該年度於同產業內的非 IPO 公司財務資料經過第二式計算，求得模型中的各項參數($\alpha_{j,0} \sim \alpha_{j,5}$)，把 IPO 公司當年度財務資料代入，求算出估計的正常應計項目(normal accruals)，以當年度所計算出的實際應計項目扣除估計的正常應計，所得之差額即為 ABN_ACC(超額應計項目，裁決性應計項目)，若 ABN_ACC 顯著大於 0，則顯示公司存在盈餘管理的現象。

$$ABN_ACC_{i,t} = ACC_{i,t} - [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t}] \quad (3)$$

ABN_ACC_{i,t}：公司 i 在 t 年度時的超額總應計項目(亦即裁決性應計項目)，為當年度實際應計項目與預估正常應計項目之間的差額。

(其他變數之定義與公式 1 和公式 2 相同)



第四章 實證分析

本章主要分兩小節。第一節將樣本作簡單的敘述統計分析，包含台灣及美國的 IPO、SEO 市場，進一步細分台灣 IPO 樣本，最後則是台灣公司發行海外存託憑證之樣本；第二節為本章重點，將實證的結果加以敘述且進一步驗證與第三章所提出的各項假說是否相符，並加以解釋。

第一節 樣本敘述統計分析

1.1 台灣及美國 2001-2008 年間初次公開發行(IPO)市場

將台灣 2001-2008 年間首次公開發行(IPO)樣本分別依據台灣證交所(TWSE)產業別及公開發行年度加以區分，並且概述樣本公司的基本特性(表一)。台灣的 IPO 發行公司中，電子相關產業就涵蓋了 369 家(約占總數 83.67%)。另外，發行年度分布較為平均，主要集中在 01-05 年間，06 及 08 年度最少。在公司特性中，IPO 公司之銷貨收入變動及總資產變動均呈現大幅成長(平均數分別為 91.83%、38.5%；中位數則為 23.13%、26.53%)，而各公司之間存在的規模差異也非常的大。

美國 2001-2008 年間的 IPO 依據 SIC(Standard Industrial Classifications)產業別前兩碼及 IPO 公開發行年度分類。各產業分類中又以電腦硬體軟體產業最多達 112 家，約占全數 25%。另外，IPO 公開發行年度則集中在 04-07 年間，約占全數的 80%。而首次公開發行的額度規模(proceeds)及發行價(offer price)，平均數分別為 178.68(\$百萬美金)及 14.35 美金，中位數各為 94.1(\$百萬美金)及 14 美金，而公司之間的個別差異大。

1.2 台灣上市、上櫃及櫃轉市之公司樣本

台灣初次公開發行包含上市及上櫃公司，然而公司在申請上市與上櫃時，監管單位對於公司所要求的條件並不相同(參考_附錄 1)，不論在設立年限、公司

實收資本額及獲利能力方面，申請上市所面臨的條件都較上櫃來得嚴謹。因此，進一步將初次公開發行樣本區分為上市及上櫃(表二)，篩選後最終符合的樣本數分別為 88 和 353 家。另外，也納入同期間內上櫃公司轉上市之樣本列入比較，該項樣本數為 146 家。Panel B 針對各分類其首次承銷價格列一簡單的敘述統計分析，以上市公司價格最高，其次則為上櫃轉上市公司，上櫃公司之承銷價格則為最低。

1.3 台灣及美國 2001-2008 年間現金增資(SEO)市場

台灣 2001-2008 年間現金增資(SEO)樣本公司，同樣依據台灣證交所產業別及增資年度作分類，概述樣本公司基本特性(表三)。台灣 01-08 年間現金增資(SEO)公司中，66 家為電子相關產業(約占總樣本 58%)，比重較 IPO 樣本資料低。另外，SEO 公司於增資後的銷貨變動及總資產變動平均皆明顯小於 IPO 樣本公司(平均數分別為 27.24%及 22.61%；中位數為 20.43%和 15.46%)，顯示公司現金增資後於銷貨及資產的變動明顯小於公司首次公開發行的程度。

美國 2001-2008 年間公司現金增資數目(SEO)在排除金融相關產業後的原始樣本為 507 家，另外排除期間內重複增資公司(採用期間內第一次增資)、已下市或在 Compustat 資料庫中資料不齊的公司，最終符合的樣本數目共 240 家。同樣依據 2-digit SIC code 產業別及 SEO 現金增資年度分類。各產業中仍以電腦軟體為最大宗，約占全數的 25%。年度分布則逐年增加，至 2007 年時達最多共 71 家，接近全部的三成。在公司現金增資的特性上，不論是增資規模或是發行價格均大於 IPO 初次公開發行之內容，推論應為現金增資公司的規模普遍較初次上市公司來得大，因此增資規模更大。

1.4 台灣發行海外存託憑證(GDR)之公司樣本

由(表四)之 Panel A 所示，台灣公司發行海外存託憑證(GDR)的原始樣本資料數為 67 家(涵蓋期間為 1992-2007 年間)，再排除金融保險、已下市、不於任

何交易所上市及資料不齊全的公司後，最終符合的樣本數目為 52 家。表四 Panel B 進一步將 52 家發行公司依據上市地點分類，其中以盧森堡交易所占最大比例，約佔總數的 60%，包含倫敦交易所的樣本，於歐洲交易所上市約佔全數的 85%，而在美國紐約及那斯達克交易所上市的樣本則約佔總數的 15%。

第二節 實證結果

2.1 台灣及美國初次公開發行(IPO)樣本實證結果

由(表五)結果顯示，採用B-S (2008)模型重新驗證台灣 2001-2008 年間的IPO 公司之樣本，排除金融保險業及IPO公開發行年度前一年財務資料不齊全之公司後，另外刪除總資產小於三千萬台幣及正負兩端各 1%之樣本極端值，最終符合的樣本數為 441 家。其超額/裁決性應計項目(Abnormal/Discretionary accruals)的平均數為 0.0203，並且在虛無假設平均數小於 0 ($H_0: \mu \leq 0$)的t-檢定之下，所得t值分別為 3.6910 (0.0003)，表示在IPO公開發行年度前一年的裁決性應計項目顯著大於 0 (在 1%信賴水準之下)，實證顯示，台灣資本市場的公司於IPO上市前確實存在盈餘管理的現象，此結果符合假說一的推論。

另一方面，美國 2001-2008 年間之對照樣本，排除總資產小於一百萬美金知公司且刪除正負各 1%極端值，最終有效樣本數為 440 家。由表五結果顯示，其平均數及中位數分別為-0.0192 和 0.0015，並且在平均數 t-檢定和中位數符號檢定下，分別為-1.2846(0.1996)及 0.4773(0.6332)，實證結果皆不顯著。顯示美國資本市場的公司於 IPO 上市前之盈餘管理現象並不顯著，此結果與 Ball and Shivakumar(2008)所做的結果相符。

2.2 台灣上市、上櫃及櫃轉市樣本實證結果

將台灣初次發行區分上市公司及上櫃公司，並與上櫃轉上市比較，將實證結果編制(表六)。由表六結果顯示，首次公開發行(IPO)樣本中直接上市公司其超額應計項目之平均數及中位數分別為-0.0078 和 0.0155，且在平均數 t 檢定及中

為數符號檢定下，得到 t 值(p 值)結果各為-0.4310(0.6676)和 0.9705(0.3318)，結果皆不顯著。顯示直接上市公司其公開發行前盈餘管理程度並不顯著，此與本文的假說二相符。

然而，首次公開發行樣本中屬於直接上櫃的公司，其超額應計項目之平均數及中位數分別為 0.0262 和 0.0271，在平均數 t 檢定及中位數符號檢定之下，所得到的 t 值(p 值)結果各是 4.6817(0.0000)和 4.8922(0.0000)，結果在 1%信賴水準之下均顯著大於零，隱含直接上櫃公司於公開發行前存在顯著的盈餘管理現象，亦符合本文的假說二。

另外，同期間內由上櫃轉上市的公司樣本，其超額應計項目之平均數及中位數分別為 0.0188 和 0.0170，在平均數 t 檢定及中位數符號檢定之下，得到 t 值(p 值)的結果為 2.4266(0.0165)和 2.6760(0.0075)，結果分別在 5%及 1%的信賴水準之下顯著大於零，表示上櫃轉上市公司於事件發生前一年度亦存在顯著的盈餘管理現象，同樣符合假說二之推論。

由假說二的推論，本文認為造成三者之間差異的主要因素在於市場的變換，公司申請上市面臨更嚴格的條件及市場規範，因此顯著提升了財報的盈餘品質，抵銷了公司潛在盈餘管理的動機，使得盈餘管理並不顯著。相較於上市公司，上櫃及由櫃轉市的公司，其盈餘品質的提升不足以有效抵銷盈餘管理的動機，因此結果仍顯示公司存在有盈餘管理的現象。

2.3 台灣及美國現金增資(SEO)樣本實證結果

由(表七)，台灣 2001-2008 年間現金增資(SEO)樣本在排除金融保險相關產業、財務資料缺漏及刪除正負各 1%極端值之後，最終樣本數為 110 家。其平均數於增資前一年度為 0.007，採用 t 檢定之結果為 0.6617(0.5096)，結果均不顯著。另一方面，該年度的中位數為 0.0005，在符號檢定下為 0.0953(0.9240)，結果同樣並不顯著。實證結果顯示，台灣公司於現金增資(SEO)前一年度的盈餘管理現象並不顯著，此結果與本文的假說三相符。

另外，美國 2001-2008 年間現金增資的公司樣本，排除金融保險相關產業及財務資料有缺漏的公司。對照樣本僅取產業內 SEO 樣本數大於 10 家之產業樣本，並刪除正負各 1% 之極端值，最終樣本數為 145 家。結果顯示，超額應計項目之平均數為 0.026，採用 t 檢定之結果為 0.6101(0.5428)，結果亦不顯著。另外，中位數為 0.0475，以符號檢定之結果為 1.6609(0.0967)，結果同樣不顯著。實證結果顯示，美國公司於現金增資前一年度的盈餘管理現象並不顯著，該結果同樣符合本文的假說三。

2.4 台灣公司發行海外存託憑證(GDR)之實證結果

由(表八)結果所示，台灣公司發行海外存託憑證最終符合的樣本數為 53 家，涵蓋期間為 1992- 2007 年間，同樣藉由衡量發行前一年度的超額應計項目以判斷是否存在盈餘管理現象。其超額應計項目之平均數及中位數分別為 0.0226 和 0.0141，在平均數 t 檢定及中位數符號檢定之下，所得到的 t 值(p 值)結果各為 1.3697(0.1768)和 0.9707(0.3317)，結果並不顯著大於零。顯示台灣公司於發行海外存託憑證(GDR)前一年的盈餘管理現象並不顯著，該結果符合本文假說四的推論。

由於台灣海外存託憑證主要於盧森堡、倫敦、紐約及那斯達克交易所上市，這類大型國際交易所本身的法律規範及制度相對完善，且市場中的財報使用者，包含審計人員、分析師、信評機構及監管單位具有更高的水平，因此公司發行海外存託憑證勢必面對更高的品質要求，抵銷公司本身盈餘管理的動機，此亦為假說四所推論的主因。

第五章 結論與建議

本章整理前一章實證研究之結果，探討在採用 B-S(2008)模型之下，衡量公司盈餘管理及盈餘品質之間的消長。以台灣及美國資本市場加以驗證在不同市場的系統性差異之下，對於公司盈餘管理及盈餘品質所產生的影響，並對未來可行的研究提出建議。

第一節 研究結論

對照 Ball and Shivakumar(2008)針對英國及重新驗證 Teoh et al.(1998)美國 IPO 市場的結果，本文採用 B-S(2008)模型驗證台灣 IPO 初次公開發行市場，結果發現公司仍舊存在有盈餘管理的現象。依據 Ball and Shivakumar(2008)所提出的解釋，認為市場本身因素確實在公司財報品質上扮演了重要的角色。公開市場對於公司財報要求更嚴格的法規和審計過程，更嚴謹的監管機制，使得公司財報品質提升，抵銷了公司內部潛在的盈餘管理動機。

本文主要的實證結果呈現在不同市場之下，所造成的結果將有所不同。台灣市場不如英、美市場來得效率，故實證顯示仍存在盈餘管理現象。進一步細分台灣上市、上櫃及櫃轉市公司，結果更清楚反映出市場對於公司財報品質的影響力。然而，以現金增資及海外存託憑證實證，均符合了本文最初的推論假設。因此，本文認為衡量公司盈餘管理的同時，必須同樣納入市場對於盈餘品質要求所造成的效果，如此才能更完善的反應真實情況。

盈餘品質的提升從另一個方向影響了公司的盈餘管理現象，兩者之間相互抵消。當財報品質提升效果大於盈餘操控的動機時，則公司盈餘管理現象將不再顯著。其中，資本市場對於投資人的保護及法規制度，影響了公司的財報品質程度(本文以穩健原則衡量)。當資本市場愈為完善，公司財報品質提升的程度就愈高，進而抵銷了公司原有盈餘管理的動機；反之，若資本市場較為鬆散，公司對於財報品質的提升有限，結果並不足以減弱公司盈餘管理的現象。

第二節 未來研究方向建議

過去文獻對於盈餘管理及盈餘品質多為個別的衡量，例如：Teoh 僅針對公司可能採行的裁決性應計衡量公司盈餘管理程度，而盈餘品質相關文獻透過一些基本會計處理的原則來衡量財報品質(穩健保守原則、及時認列...)。然而，在評估盈餘管理現象並未有能同時衡量盈餘操縱程度及盈餘品質的文獻。除此之外，還有許多面向皆可納入評估時的因素(例如：公司治理)，在多方因素的考量下能夠更完善整體性的衡量盈餘管理，當然評估過程與模型的建立勢必更為複雜艱難，因此仍有可以更深入去探討研究的方向。



表

表一. 台灣及美國 2001-2008 年間 IPO 首次公開發行公司之樣本

台灣市場 2001-2008 年間首次公開發行公司原始樣本數目共家，排除金融保險業及不繼續公開發行(資料不齊全)之公司，最終符合之樣本數為441家。Panel A 依據台灣證券交易所(TWSE)的產業別進一步作分類；Panel B 依據 IPO 發行年度加以區分；Panel C 則是針對樣本公司的基本特性作概述。

美國市場 2001-2008 年間 IPO 首次公開發行公司原始樣本數為 794 家(不含金融保險產業)，另外排除已下市/不繼續公開發行及 Compustat 中資料不齊全之公司，最終符合之公司樣本數目共451家。Panel A 依據 SIC code 前兩碼產業別加以分類；Panel B 依據公司 IPO 公開發行年度加以區分；Panel C 則是針公司首次公開發行時的特性簡述。

Panel A: 台灣 IPO 樣本依據 TWSE 產業別分類

交易所產業別	數目	百分比%
紡織纖維	4	1.08
電機機械	5	4.73
鋼鐵工業	7	1.51
貿易百貨	18	1.51
化學工業	21	1.72
生技醫療	22	5.81
半導體業	24	13.55
電腦及週邊設備業	25	10.54
光電業	26	11.61
通信網路業	27	7.96
電子零組件業	28	19.14
電子通路業	29	5.81
資訊服務業	30	4.95
其他電子業	31	7.74
樣本公司小於三間	3, 11, 12, 14, 15, 16, 23	11
總計	441	100.00

Panel B: 台灣 IPO 發行年度分類

年度	數目	百分比%
2001	54	11.74
2002	81	17.61
2003	78	16.96
2004	78	16.96
2005	51	11.09
2006	37	8.04
2007	48	10.43
2008	33	7.17
總計	441	100

Panel C: 台灣 IPO 樣本公司特性概述

(\$ 千元)	資產總額	營運現金流量	營業收入淨額	銷貨變動(%)	總資產變動(%)
平均數	7,446,040	592,807	6,039,779	91.83	38.50
中位數	2,567,210	200,175	2,196,731	23.13	26.53
最小值	493,706	-10,533,408	21,167	-51.57	-41.28
最大值	312,011,106	23,715,122	169,389,585	11829.40	595.99

Panel D: 依據 SIC Codes 前兩碼 產業分類

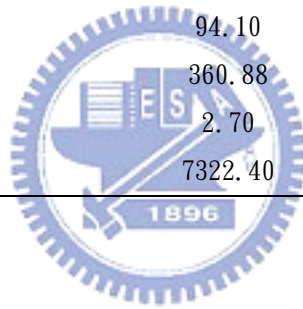
產業	SIC Codes 前兩碼	數目	百分比%
Oil and Gas	13, 29	43	9.53
Food Products	20	8	1.77
Paper and Paper Products	27	3	0.67
Chemical Products	28	59	13.08
Manufacturing	34	6	1.33
Computer Hardware & Software	35, 73	112	24.83
Electronic Equipment	36	40	8.87
Transportation	37, 39, 44, 45	25	5.54
Scientific Instruments	38	38	8.43
Communications	48	19	4.21
Electric and Gas Services	49	15	3.33
Durable Goods	50	9	2.00
Retail	56, 59	27	5.99
Eating and Drinking Establishments	58	12	2.66
Health	80	10	2.22
All others	12, 43, 51, 87	25	5.54
總計		451	100

Panel E: 美國 IPO 依據年度分類

年度	樣本數	百分比 %
2001	33	7.32
2002	27	5.99
2003	21	4.66
2004	86	19.07
2005	88	19.51
2006	85	18.85
2007	97	21.51
2008	14	3.10
總計	451	100.00

Panel F: 美國 IPO 公司樣本特性

	發行規模(\$百萬)	承銷價
平均數 (\$ 百萬)	178.68	14.35
中位數 (\$ 百萬)	94.10	14.00
標準差	360.88	6.75
最小值	2.70	1.00
最大值	7322.40	85.00



表二. 台灣 2001-2008 年間上市、上櫃及櫃轉市公司樣本

Panel A 表示台灣 2001-2008 年間初次公開發行公司原始數目為 503 家(其中上市上櫃分別為 126 及 377 家)，再排除金融保險、產業類別為其他(編號 20)及財務資料不齊全之公司後，最終符合的 IPO 樣本數為 441 家(其中上市上櫃各別為 88 及 353 家)。另外，於相同期間內上櫃公司轉上市的樣本數再篩選之後的樣本數為 146 家。Panel B 分別將該期間內上市、上櫃及櫃轉市公司的首次承銷價格做一簡單的比較。

Panel A: 台灣首次公開發行(IPO)樣本組成

2001-2008 年間	首次公開發行		
	上市	上櫃	櫃轉市
TEJ 原始資料數	126	377	171
排除： 金融保險	(14)	(5)	(5)
其他	(4)	(15)	(8)
資料不齊全	(20)	(4)	(12)
總計	88	353	146

Panel B: 首次承銷價格

	上市	上櫃	櫃轉市
平均數	66.90	39.20	51.32
中位數	44.00	30.00	41.00
標準差	57.23	30.24	33.28
最大值	278	218	188
最小值	10.5	10.5	11

表三. 台灣及美國 2001-2008 年間 SEO 現金增資公司之樣本

台灣市場 2001-2008 年間發行SEO現金增資的公司原始樣本數為 185 家，排除金融保險業、期間內重複增資及不繼續公開發行(資料不齊全)之公司，最終符合之公司樣本數目共114家。Panel A 依據台灣證券交易所(TWSE)產業別進一步分類；Panel B 依據公司SEO現金增資年度加以區分；Panel C 則是針對樣本公司的基本特性作概述。

美國現金增資公司原始樣本數為 507 家(不含金融保險業)，排除期間內重複增資、已下市/不繼續公開發行及Compustat中資料不齊全之公司，最終符合之公司樣本數目共240家。Panel D 依據 2-digit SIC code 產業別進一步分類；Panel E 依據公司SEO現金增資年度加以區分；Panel F 則是針對公司發行現金增資時的內容特性概述。

Panel A: 台灣 SEO 樣本依據 TWSE 產業別分類

	交易所產業別	數目	百分比 %
紡織纖維	4	6	5.26
電機機械	5	6	5.26
鋼鐵工業	10	8	7.02
建材營造	14	6	5.26
航運業	15	3	2.63
其他	20	5	4.39
化學工業	21	3	2.63
半導體業	24	13	11.40
電腦及週邊設備業	25	9	7.89
光電業	26	16	14.04
通信網路業	27	5	4.39
電子零組件業	28	12	10.53
電子通路業	29	6	5.26
其他電子業	31	5	4.39
樣本少於三間	2, 6, 8, 11, 18, 22, 23	11	9.65
總計		114	100

Panel B: 台灣 SEO 樣本依據年度分類

年度	樣本數	百分比 %
2001	9	7.89
2002	21	18.42
2003	15	13.16
2004	13	11.40
2005	20	17.54
2006	9	7.89
2007	21	18.42
2008	6	5.26
總計	114	100

Panel C: 台灣 SEO 樣本公司特性概述

(\$ 千元)	資產總額	營運現金流量	營業收入淨額	銷貨變動(%)	總資產變動(%)
平均數	15,749,320.29	496,819.54	12,556,771.03	27.24	22.61
中位數	5,142,576	219,922	4,390,550	20.43	15.46
最小值	584,065	-2,732,196	358,504	-64.91	-52.94
最大值	113,401,949	6,918,122	147,770,156	182.90	173.64

Panel D: 美國 SEO 樣本依據 SIC Codes 前兩碼產業分類

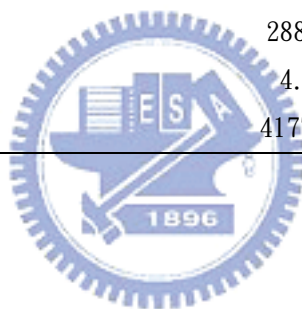
產業	SIC Codes 前兩碼	數目	百分比%
Coal, Oil and Gas	12, 13, 46	30	12.50
Paper and Paper Products	27	4	1.67
Chemical Products	28	35	14.58
Computer Hardware & Software	35, 73	58	24.17
Electronic Equipment	36	17	7.08
Transportation	37, 44, 45	16	6.67
Scientific Instruments	38	20	8.33
Communications	48	7	2.92
Electric and Gas Services	49	13	5.42
Durable Goods	50	5	2.08
Retail	56, 59	11	4.58
Eating and Drinking Establishments	58	8	3.33
Health	80	9	3.75
All others	20, 29, 34, 51	7	2.92
總計		240	100

Panel E: 美國 SEO 樣本依據年度分類

年度	樣本數	百分比 %
2001	2	0.83
2002	10	4.17
2003	19	7.92
2004	19	7.92
2005	42	17.50
2006	55	22.92
2007	71	29.58
2008	22	9.17
總計	240	100

Panel F: 美國 SEO 公司樣本特性

	發行規模(\$ 百萬)	承銷價
平均數 (\$ 百萬)	193.04	27.59
中位數 (\$ 百萬)	123.30	24.00
標準差	288.03	24.44
最小值	4.60	1.50
最大值	4177.00	389.75



表四. 台灣公司發行海外存託憑證(GDR)之樣本

由 Panel A 所示,台灣公司發行海外存託憑證(GDR)的原始樣本資料數為 67 家(期間為 1992- 2007 年間),再排除金融保險、已下市、不於任何交易所上市及資料不齊全的公司後,最終符合的樣本數目為 52 家。Panel B 進一步將 52 家發行公司依據上市地點分類,其中以盧森堡交易所為主,佔總數約 60%,包含倫敦交易所的樣本,於歐洲交易所上市約佔全數 85%,而在美國紐約及那斯達克上市則約佔 15%。

Panel A:

台灣發行海外存託憑證(GDR)公司樣本	數目
原始樣本數	67
排除:	
金融保險	(5)
已下市	(7)
不於任何交易所上市	(2)
資料不齊全	(1)
最終符合樣本	52

Panel B:

上市地點	數目	百分比%
盧森堡	35	59.52
倫敦	10	23.81
那斯達克	2	4.76
紐約	5	11.90
總計	52	100

表五. 台灣及美國 IPO 採用 B-S(2008)模型之實證結果

樣本資料為台灣及美國資本市場於 2001-2008 年間首次公開發行(IPO)之公司。台灣樣本資料，排除財務資料有缺漏及總資產小於三千萬台幣的公司，刪除正負兩邊各 1%極端值之公司，最終符合的樣本數為 441 家。美國市場之樣本，首先排除總資產低於一百萬美金之公司，並刪除正負各 1%的極端值，考慮 IPO 公開發行前一年度，其最終樣本數為 440 家。本表主要衡量 IPO 公司之超額應計項目 (ABN_ACC)其平均數及中位數，並進一步檢驗是否顯著大於零(存在盈餘管理現象)。超額應計項目 (亦即 Discretionary accruals)的估計採用 B=S(2008)之模型：

$$ACC_t = [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t} + \epsilon_t$$

$$ABN_ACC_{j,t} = ACC_{j,t} - [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t}]$$

模型內各項變數之定義如下，ABN_ACC_{i,t}：公司 i 在 t 年度時的超額總應計項目 (亦即裁決性應計項目)，為當年度實際應計項目與預估正常應計項目之間的差額；ACC_{i,t}：公司 i 在 t 年度時的總應計項目 (其中 ACC_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t})； $\Delta Sales_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時營業銷貨淨額的變動；FASSET_{i,t}：公司 i 在 t 年度時固定資產的帳面價值；CFO_{i,t}：公司 i 在 t 年度營運現金流量 (取自現金流量表)；DCFO_{i,t}：(a dummy indicator)當營運現金流量為負值時，DCFO_{i,t}：此為一虛擬變數。當營運現金流量為負值時，DCFO=1；若營運現金流為正時則 DCFO=0。

台灣與美國市場 2001-2008 年間首次公開發行 (IPO)

Ball and Shivakumar (2008)	首次公開發行前一年度	
	台灣	美國
樣本數	441	440
超額應計項目之平均數	0.0203	-0.0192
t-值 (p-值)	3.6910 *** (0.0003)	-1.2846 (0.1996)
超額應計項目之中位數	0.0241	0.0015
正超額應計所占比率(%)	61.80	51.14
符號檢定 (p-值)	4.8594 *** (0.0000)	0.4773 (0.6332)
偏態	-1.1444	-1.5650

*** 在 1%信賴水準 ($\alpha=0.01$)情形下呈現顯著

** 在 5%信賴水準 ($\alpha=0.05$)情形下呈現顯著

表六. 台灣 2001-2008 年間上市、上櫃及櫃轉上市公司之實證結果

台灣初次公開發行(IPO)包含直接上市及直接上櫃兩類，由於公司申請上市與上櫃所必須符合的條件不同，申請上市條件相較於上櫃條件更為嚴謹，因此將 IPO 樣本進一步區分為上市及上櫃，最終符合的樣本數各為 88 與 353 家。另外，同期間內由上櫃轉上市的公司也一併列出互相比較。同樣藉由衡量超額應計項目(ABN_ACC)其平均數及中位數，並進一步檢驗是否顯著大於零(判斷是否存在盈餘管理現象)。超額應計項目的估計採用 B=S(2008)之模型：

$$ACC_t = [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t}] + \varepsilon_t$$

$$ABN_ACC_{j,t} = ACC_{j,t} - [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t}]$$

模型內各項變數之定義如下， $ABN_ACC_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時的超額總應計項目(亦即裁決性應計項目)，為當年度實際應計項目與預估正常應計項目之間的差額； $ACC_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時的總應計項目(其中 $ACC_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t}$)； $\Delta Sales_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時營業銷貨淨額的變動； $FASSET_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時固定資產的帳面價值； $CFO_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度營運現金流量(取自現金流量表)； $DCFO_{i,t}$ ：此為一虛擬變數。當營運現金流量為負值時， $DCFO=1$ ；若營運現金流為正時則 $DCFO=0$ 。

台灣 2001-2008 年間首次公開發行(IPO)

Ball and Shivakumar (2008)	首次公開發行(IPO)		
	上市	上櫃	櫃轉市
樣本數	88	353	146
超額應計項目之平均數	-0.0078	0.0262	0.0188
t-值 (p-值)	-0.4310 (0.6676)	4.6817 *** (0.0000)	2.4266 ** (0.0165)
超額應計項目之中位數	0.0155	0.0271	0.0170
正超額應計所占比率(%)	55.81	63.29	61.54
符號檢定 (p-值)	0.9705 (0.3318)	4.8922 *** (0.0000)	2.6760 *** (0.0075)
偏態	-2.2086	-0.8256	-0.6323

*** 在 1%信賴水準($\alpha=0.01$)情形下呈現顯著

** 在 5%信賴水準($\alpha=0.05$)情形下呈現顯著

表七. 台灣及美國 SEO 採用 B-S(2008)模型之實證結果

樣本資料為台灣及美國資本市場於 2001-2008 年間現金增資之公司(SEO)。台灣樣本資料在排除財務資料有缺漏的公司及刪除正負極端各 1%之公司，最終樣本數為 110 家。美國市場的對照樣本，僅取產業內 SEO 樣本數大於 10 家之產業樣本，並刪除正負各 1%之極端值，最終樣本數為 145 家。本表主要衡量 SEO 公司之超額應計項目(ABN_ACC)，觀察其平均數及中位數，並進一步檢驗是否顯著大於零(存在盈餘管理現象)。超額應計項目(亦即 Discretionary accruals)的估計採用 B=S(2008)之模型：

$$ACC_t = [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t} + \epsilon_t$$

$$ABN_ACC_{j,t} = ACC_{j,t} - [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{i,t} + \alpha_{j,2}FASSET_{i,t} + \alpha_{j,3}CFO_t + \alpha_{j,4}DCFO_{i,t} + \alpha_{j,5}DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t}]$$

模型內各項變數之定義如下，ABN_ACC_{i,t}：公司 i 在 t 年度時的超額總應計項目(亦即裁決性應計項目)，為當年度實際應計項目與預估正常應計項目之間的差額；ACC_{i,t}：公司 i 在 t 年度時的總應計項目(其中 ACC_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t})； $\Delta Sales_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時營業銷貨淨額的變動；FASSET_{i,t}：公司 i 在 t 年度時固定資產的帳面價值；CFO_{i,t}：公司 i 在 t 年度營運現金流量(取自現金流量表)；DCFO_{i,t}：此為一虛擬變數。當營運現金流量為負值時，DCFO=1；若營運現金流量為正時則 DCFO=0。

台灣與美國市場 2001-2008 年間現金增資 (SEO)

Ball and Shivakumar (2008)

	現金增資前一年度	
	台灣	美國
樣本數	110	145
超額應計項目之平均數	0.0070	0.0260
t-值 (p-值)	0.6617 (0.5096)	0.6101 (0.5428)
超額應計項目之中位數	0.0005	0.0475
正超額應計所占比率(%)	50.91	57.24
符號檢定 (p-值)	0.0953 (0.9240)	1.6609 (0.0967)
偏態	2.6486	-0.2346

*** 在 1%信賴水準($\alpha=0.01$)情形下呈現顯著

** 在 5%信賴水準($\alpha=0.05$)情形下呈現顯著

表八. 台灣公司發行海外存託憑證(GDR)之實證結果

台灣公司發行海外存託憑證最終符合的樣本數為 53 家，涵蓋期間為 1992-2007 年間，主要於盧森堡、倫敦、紐約及那斯達克交易所上市。同樣藉由衡量發行前一年度之超額應計項目 (ABN_ACC) 其平均數及中位數，進一步檢驗是否顯著大於零(判斷是否存在盈餘管理現象)。超額應計項目的估計採用 B=S(2008)之模型：

$$ACC_{it} = [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{it} + \alpha_{j,2}FASSET_{it} + \alpha_{j,3}CFO_{it} + \alpha_{j,4}DCFO_{it} + \alpha_{j,5}DCFO_{it} \times CFO_{it}] + \varepsilon_{it}$$

$$ABN_ACC_{j,t} = ACC_{j,t} - [\alpha_{j,0} + \alpha_{j,1}\Delta Sales_{it} + \alpha_{j,2}FASSET_{it} + \alpha_{j,3}CFO_{it} + \alpha_{j,4}DCFO_{it} + \alpha_{j,5}DCFO_{it} \times CFO_{it}]$$

模型內各項變數之定義如下， $ABN_ACC_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時的超額總應計項目(亦即裁決性應計項目)，為當年度實際應計項目與預估正常應計項目之間的差額； $ACC_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時的總應計項目(其中 $ACC_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t}$)； $\Delta Sales_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時營業銷貨淨額的變動； $FASSET_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度時固定資產的帳面價值； $CFO_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年度營運現金流量(取自現金流量表)； $DCFO_{i,t}$ ：此為一虛擬變數。當營運現金流量為負值時， $DCFO=1$ ；若營運現金流為正時則 $DCFO=0$ 。

台灣海外存託憑證 (GDR)

Ball and Shivakumar (2008)

發行前一年度

GDR

樣本數	53
超額應計項目之平均數	0.0226
t-值 (p-值)	1.3697 (0.1768)
超額應計項目之中位數	0.0141
正超額應計所占比率(%)	57.69
符號檢定 (p-值)	0.9707 (0.3317)
偏態	1.2580

*** 在 1%信賴水準($\alpha=0.01$)情形下呈現顯著

** 在 5%信賴水準($\alpha=0.05$)情形下呈現顯著

參考文獻：

- Ball, R., S. P. Kothari and A. Robin, 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1): 1-51 .
- Ball, R., A. Robin and J. S. Wu, 2003. Incentive versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3): 235-270.
- Ball, R., and Shivakumar, L., 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39, 83–128.
- Ball, R., and Shivakumar, L., 2008. Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics* 45, 324-349.
- Basu, S., 1995. Conservatism and the asymmetric timeliness of earnings. Ph.D. dissertation, University of Rochester, 178 pages.
- Basu, S., 1997. The conservatism principle and asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24, 3-37.
- Beaver, W. H. and S. Ryan, 2005. Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling. *Review of Accounting Studies* 10, 269-309.
- Dechow, P. M., 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18, 3-42
- Dechow, P. M., R. M. Sloan, and A. P. Sweeny, 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70, 193-225.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, and R. L. Watts, 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25, 133-168.

- Fairfield, P.M., J.S. Whisenant and T.L. Tohn, 2003. Accrued earnings and growth: implications for future earnings performance and market mispricing. *The Accounting Review* 78, 353-371.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick, 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118(1), 107-155.
- Guay, W., S. P. Kothari, and R. L. Watts, 1996. A market-based evaluation of discretionary accruals. *Journal of Accounting Research* 24, 83-115.
- Healy, P. M., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7, 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* Vol.13 No.4, 365-383.
- Hribar, P., and D. W. Collins, 2002. Errors in estimating accruals: Implication for empirical research. *Journal of Accounting Research* 40, 105-134.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3,305-360
- Jones, J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29, 193–228.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Leuz, C., D. Nanda and P. D. Wysocki, 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69,

505-527.

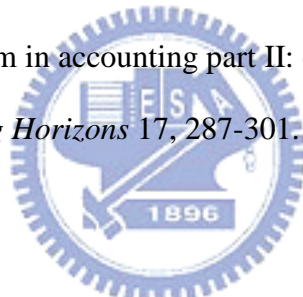
Penman, S. and X. J. Zhang, 2002. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review* 77, 237-264.

Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998a. Earnings management and the long run underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50, 53-100.

Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998b. Earnings management and the subsequent market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 53, 1935-1974.

Watts, R., 2003a. Conservatism in accounting part I: explanations and implications. *Accounting Horizons* 17, 207-221.

Watts, R., 2003b. Conservatism in accounting part II: evidence and research opportunities. *Accounting Horizons* 17, 287-301.



國內文獻：

戚務君、廖益均、林嬋娟(2008)。我國企業盈餘穩健特性之研究。東吳會計學報
Nov 2008, pp.1-28.

蔡逸民(2006)。外部公司治理、盈餘管理與公司價值之關聯性—美國上市公司之
實證研究。國立交通大學

張心美(2004)。存託憑證發行公司之盈餘管理行為與股價績效。國立交通大學

蔡璧徽、李書行(2004)。首次發行存託憑證前盈餘管理動機之研究。中華會計學
刊/ Vol.4 No.2, 153-180

附錄_1

台灣公司初次公開發行(IPO)須符合之條件

資料來源：台灣經濟新報 TEJ

項目	上市		上櫃	
	一般	科技事業	一般	科技事業
設立年限	設立滿五年		設立滿三年	
實收資本額	申請時須六億元以上	申請時須三億元以上	申請時須一億元以上	申請時須一億元以上
獲利能力	<ul style="list-style-type: none"> · 最近一會計年度無累積虧損 · 其個別及依財務會計準則公報第七號規定編製之合併財務報表之營業利益及稅前純益應符合下列標準之一： <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近二會計年度均達 6%，且後一年較前一年佳。 2. 最近五會計年度均達 3%。 	申請上市會計年度財務預測，最近一年度最近期財報淨值不低於實收資本額 2/3	符合下列條件之一者 <ul style="list-style-type: none"> · 營業利益及稅前純益占實收資本額比率最近達 4%以上， 	中央目的事業主管機關出具係屬科技事業之明確意見書
輔導年限	一年	一年	一年	一年