

# 國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

以預期管理為手段進行之盈餘賽局-台灣上市公司實

證

Earnings Game Accomplished by Expectation Management –

Evidence from Listed Firms in Taiwan

研究生：李昌峻

指導教授：謝文良 教授

中華民國一百零二年六月

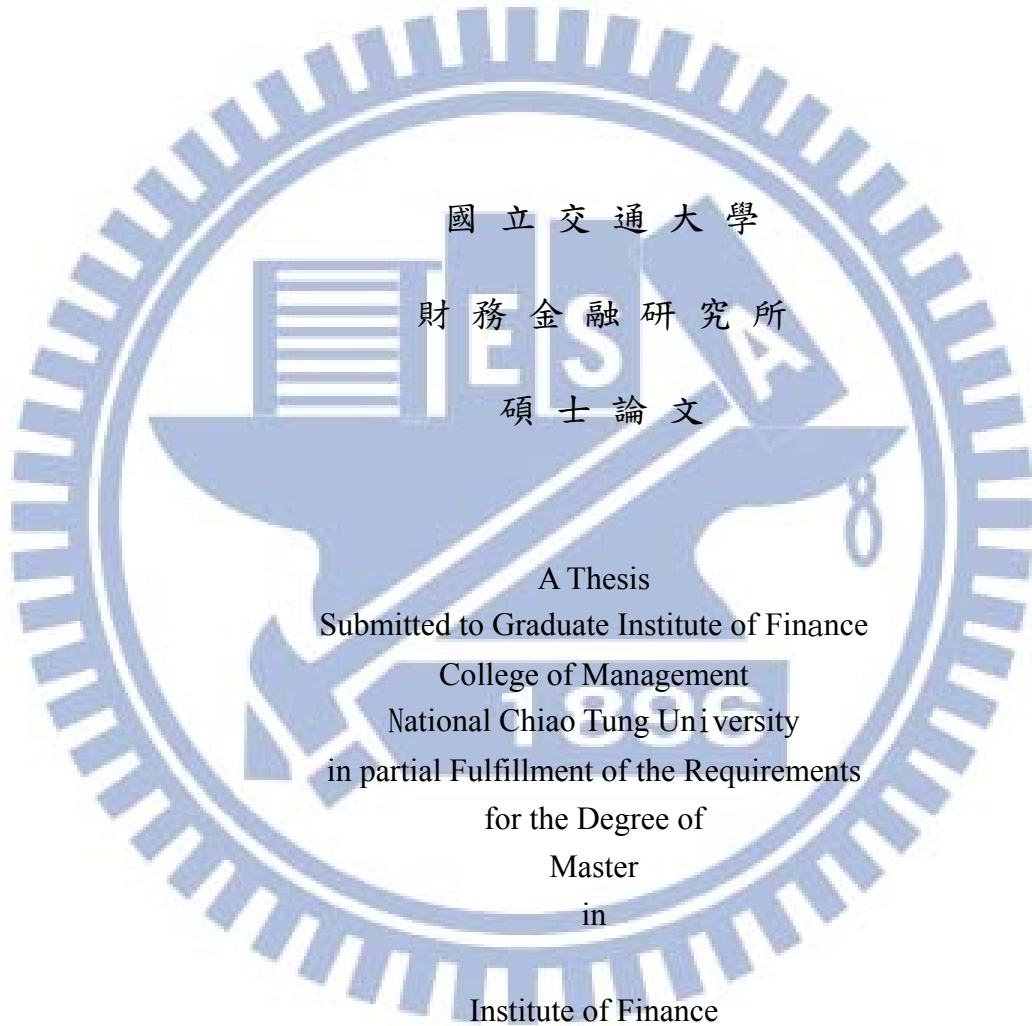
以預期管理為手段進行之盈餘賽局-台灣上市公司實證

研究生：李昌峻

Student : Chang-Chun Li

指導教授：謝文良

Advisor : Wen-Liang Hsieh



June 2013

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一百零二年六月

# 以預期管理為手段進行之盈餘賽局-台灣上市公司實證

學生：李昌峻

指導教授：謝文良

國立交通大學財務金融研究所碩士班

## 摘要

盈餘宣告日公布之真實盈餘若低於分析師盈餘的預測，可能造成股價大跌。本文探討管理階層是否會透過「預期管理」的手段，於事前引導分析師將盈餘預測調降至公司可達到的水準，以避免發生低於預期的盈餘。本文使用資料為 2006 年至 2011 年由 41 家券商發布的分析師報告，受評公司為 319 家台灣上市公司，共計 19556 筆觀察值。本文發現市場確實給予 MBE(Meeting or Beating Expectation；達成市場預期)公司較高報酬，而分析師的盈餘預測整體來說過於樂觀。本文於是應用並結合過去文獻中提出三種檢驗預期管理的方法，發現台灣市場存在預期管理的現象：分析師對公司盈餘樂觀的程度隨著盈餘宣告日的接近逐漸降低，甚至在某些情況下轉變為過於悲觀。並有許多原本過於樂觀的評估報告，因為分析師後續調降預測，使得最後真實盈餘成功地達成市場預期。本文最後發現，分析師持續對有使用外部融資活動的公司發布更加樂觀的盈餘預測，不過這些融資活動公司，因為 MBE 報酬的減少，並沒有更大的誘因去進行預期管理。

關鍵字：財務分析師；盈餘預測；預期管理；非預期盈餘；融資活動

# Earnings Game Accomplished by Expectation Management – Evidence from Listed Firms in Taiwan

Student : Chang-Chun Li

Advisor : Dr. Wen-Liang Hsieh

Institute of Finance  
National Chiao Tung University

## ABSTRACT

Failing to meet or beat earnings expectations formed by analysts' earnings forecasts may result in sharp decline in stock price. Therefore, this thesis investigates whether the management manages to avoid negative earnings surprises by expectation management, that is, in order to avoid negative earnings surprises, the management tries to guide analysts' earnings forecasts downward to a beatable level. The data period is from 2006 to 2011, consisting of 19556 analyst reports issued by 41 brokers, and 319 listed firms are covered. I find that there is a reward to MBE (Meeting or Beating Expectations) firms, and analysts' earnings forecasts are, in general, too optimistic. Then I apply and combine three methodologies developed by prior researches to examine the existence of expectation management. The results show that expectation management does exist, and analysts become less optimistic, even switch to overly pessimistic in some cases, as the date of earnings announcement approaches. I also find lots of reports with positive forecast error in the beginning of year, but successfully MBE at last because analysts revise their forecasts downward. Finally, I discover that analysts consistently issue more optimistic and biased earnings forecasts for firms with corporate financing activities, but firms with corporate financing activities will less likely to engage in expectation management due to less MBE premiums.

Key words : Analysts ; Earnings Forecasts ; Expectation Management ; Earnings Surprises ; Financing Activities

## 誌 謝

研究所的生涯即將畫下句點，如今想起來真是覺得時光飛逝。在交通大學這兩年面臨到更多挑戰，認識了更多好同學，也很開心自己當初選擇財務金融的領域繼續深造，讓自己的學生時代留下美好的記憶。當然要感謝所有財金所的老師，因為有老師們辛勤的付出和孜孜不倦的教導，我們才得以學習到財金領域的知識。老師們更用心培養我們學習的精神和自我突破，學會如何「釣魚」，這將會是我們一輩子都受用無窮的實力。

這一篇論文的誕生更要感謝我的指導老師—謝文良老師。感謝老師多次的支持與鼓勵，以及所有給予的意見。老師在百忙之中，逐字逐句的修正使文字得以更加精煉，協助我清楚明確地表達出重點，並且建立我撰寫論文的概念和訣竅。感謝老師找我擔任研究助理，讓我精進 STATA、MATLAB 的使用技巧，也讓我對計量模型有更深的認識。也感謝口試委員—邱忠榮教授、李進生教授和葉銀華教授的建議與肯定，使論文能夠盡善盡美。

分析師資料庫的建檔耗費了我們不少時間，也讓課業繁重的碩一生活加倍忙碌了起來。謝謝同 LAB 的好夥伴：黎佩香、朱修賢、陳勝賢和李明蒨，大家互相幫忙，讓資料庫能盡量完善，也一起討論論文的問題、分享其中的酸甜苦辣。謝謝參與過資料庫建置的所有人：趙德成同學、銘傳的何冠霖與李昶毅同學、王芊儒學姐與夏茲鴻學姐。

兩年來，謝謝所有幫助過我的大家，特別謝謝大學時代的好家人—清大服科所的白昆庭。謝謝總是試著讓我挑戰形象，又能討論人生前途的葉相甫和王冠文；謝謝常聚在一起吃飯閒聊、研究課業、分享生活的陳建良、余南宏和張書豪。我會想念一起打羽毛球、出遊聚餐、上課時有趣的那些時光，甚至是被考試和報告弄到昏天黑地的日子。謝謝家人的關懷，總是在我得空回家時，成為我休息充電的中繼站。最後希望家人身體健康安泰，並把此文獻給對我而言，最重要的每一個人。

李昌峻 謹誌  
交通大學 財務金融研究所  
民國 102 年 6 月

# 目 錄

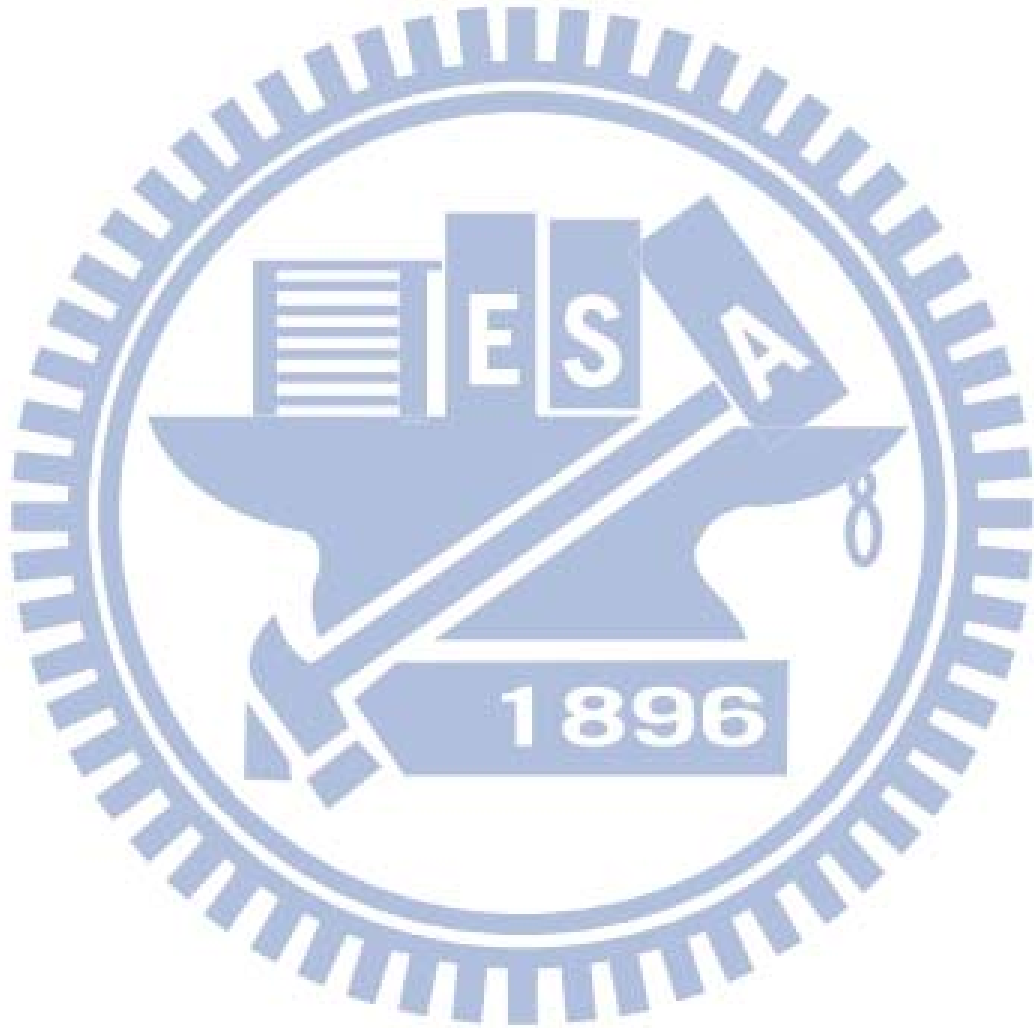
中文摘要 .....	i
英文摘要 .....	ii
誌 謝 .....	iii
目 錄 .....	iv
表 目 錄 .....	v
圖 目 錄 .....	vi
一、緒論 .....	1
1.1 研究背景與動機 .....	1
1.2 研究議題 .....	2
1.3 研究流程與架構 .....	4
二、文獻回顧 .....	5
2.1 國外文獻回顧 .....	5
2.2 國內文獻回顧 .....	7
三、樣本說明 .....	9
3.1 樣本資料來源 .....	9
3.2 樣本篩選方法 .....	9
3.3 樣本敘述統計 .....	10
四、實證結果 .....	13
4.1 敘述統計分析 .....	13
4.2 台灣是否存在預期管理的現象？ .....	18
4.2.1 預期路徑(Expectation Path)與修正路徑(Revision Path) .....	18
4.2.2 每月預測誤差(Monthly Forecast Error) .....	24
4.2.3 估計引導盈餘預測之代理變數(Proxy for Forecast Guidance) .....	29
4.2.4 小結 .....	31
4.3 市場是否給予MBE公司額外報酬？ .....	33
4.3.1 符合或打敗分析師預測的報酬 .....	33
4.3.2 市場對於疑似透過預期管理而達成分析師盈餘預測之反應 .....	37
4.4 公司融資活動有無影響管理階層從事預期管理的意圖？ .....	39
五、結論 .....	45
參考文獻 .....	47
國外文獻 .....	47
國內文獻 .....	48

## 表 目 錄

表 1 原始報告篩選原則與篩選後情況.....	10
表 2 樣本敘述統計表.....	12
表 3 主要變數之敘述統計表.....	15
表 4 不同預測年度與不同公司特質之平均非預期盈餘(SURP).....	17
表 5 不同預測年度下達成分析師預測(MBE)之比例.....	18
表 6 九種可能預期路徑(Expectation Path).....	19
表 7 預期路徑可能情況與修正路徑(Revision Path)對照.....	20
表 8-1 預期路徑(Expectation Path)分布結果.....	22
表 8-2 修正路徑(Revision Path)分布結果.....	23
表 9 迴歸模型(1)和迴歸模型(3)之結果.....	28
表 10 利用方法三挑選疑似預期管理樣本之結果.....	31
表 11 疑似進行預期管理的公司特質.....	32
表 12-1 迴歸模型(4)之結果.....	35
表 12-2 迴歸模型(4)之結果- 探討公司盈虧與成長性.....	36
表 13 迴歸模型(6)之結果- 疑似預期管理的情況.....	38
表 14 迴歸模型(6)之結果- 融資活動.....	42
表 15 Logit 迴歸模型(7)之結果.....	43

## 圖 目 錄

圖 1 非預期盈餘、預測誤差與盈餘修正.....	13
圖 2 修正路徑.....	21
圖 3 每月預測誤差走勢變化圖.....	27
圖 4 每月預測誤差走勢圖- 依融資活動變數正負分類.....	41





# 一、緒論

## 1.1 研究背景與動機

美國從 1990 年代開始，由於證券交易委員會(SEC)前主席Levitt (1998)在公開演說中抨擊華爾街的「盈餘賽局」(Earnings Game)現象，相關研究紛紛出爐。Levitt 在演說中提到一家美國大公司，由於財務報表上的盈餘(Numbers)低於華爾街分析師的盈餘預測一分美元，當天股價就重跌超過百分之六。這種現象造成公司經理人為了保護股價，而設法讓公司真實盈餘能夠符合或打敗華爾街的預期盈餘，因此出現了盈餘賽局。盈餘賽局的參與者主要是公司管理階層、分析師、會計師和投資人，起初由管理階層主導，企圖透過盈餘管理<sup>1</sup>或者藉由管理階層引導分析師調降盈餘預測。分析師與會計師則因為業務考量而被動配合管理階層的設計，共同營造公司盈餘表現優異或是表現不佳的假象。投資人若無法分辨公布之盈餘是否已受到人為干預，可能做出錯誤的投資決策。盈餘賽局中，管理階層企圖引導分析師調降盈餘預測，使得實際盈餘超越分析師預期的現象稱為「預期管理(Expectation Management)」。此為本文討論的重點。

過去文獻證實，市場相對來說非常重視盈餘宣告日當天公司發布的訊息(Soffer et al. 2000)，並且會給予符合或打敗分析師盈餘預測(Meeting or Beating Expectations；MBE)的公司股價上的報酬，同理也會懲罰無法達成分析師盈餘預測的公司。而某一些公司特質會讓管理階層更有誘因去設法達成市場預期，比如成長股在發生負面非預期盈餘之時股價遭受波及的幅度明顯高於價值股(Bartov et al., 2002；Skinner and Sloan, 2002)。而文獻也曾探討管理階層使用盈餘管理和預期管理的差異與偏好(Matsumoto 2002；Cheng and Warfield, 2005)。部分文獻利用管理階層發布之公開盈餘預測，檢查管理階層是否藉由發布過於悲觀的預測來引導分析師向下調降當前的預測值(Cotter et al., 2006；Baik and Jiang, 2006)。然而，分析師或多或少明白管理階層的企圖和計策。有些分析師會考慮自身聲望和盈餘預測的準確度而拒絕配合管理階層；有些分析師則希望和管理階層維持良好關係，以獲取公司內部攸關資訊，或者為了承銷業務考量而選擇部分配合(折扣管理階層發布之預測)或完全重述其預測。Richardson et al. (2004) 發現分析師在公司財務年度之期初發布的盈餘預測最為樂觀，卻隨著盈餘宣告日的接近逐漸向下調降預測值，使得公司最後能夠符合或打敗分析師的盈餘預測。此證據符合公司為了避免負面非預期盈餘而引導分析師調降盈餘預測，進行預期管理的假說。Richardson et al. (2004) 和 Teoh et al. (2009) 更提及公司融資活動和經理人的股票交易行為都是影響管理階層從事盈餘賽局的重要因素，這是因為非預期盈餘影響了股價的表現。

相較於美國，台灣文獻大多是關於分析師盈餘預測、管理階層財務預測(自願性或

---

<sup>1</sup>在符合會計原則之下，干預財務報表編制，使報表呈現出的真實盈餘能符合或打敗預期。

強制性)以及盈餘管理的文章，卻很少見預期管理的主題。就筆者所知，相關文章僅有黃婷鈺(2005)與何搵財(2003)兩篇。黃婷鈺(2005)僅使用單一文獻的方法檢查預期管理的現象，而本文則綜合三種文獻方法進行研究；何搵財(2003)並非探討分析師的預測，而是管理層發布的強制性財務預測。我國法令原本要求公開發行公司發布公開財務(盈餘)預測，該規定原是希望增加資訊透明度，但是實施後常有公司頻繁更新財務預測(許多是修正過高的預測)，衍生出道德問題和許多爭議，故此項制度已在 2005 年由金管會正式廢除。相較之下，分析師本身具有專業能力和獨立性，所處券商也擁有豐富的資源和設備，這些因素使得分析師報告更具參考價值。一般而言，分析師報告內容包含受評公司的產業前景、產品潛力與競爭力、管理階層決策、競爭對手互動、營運現況、財務狀況等等，並且有交易資訊與財務報表的收集與整理，對投資人而言是相當具有參考價值的資訊。不同券商或分析師撰寫之報告各有特色，也有很許多對於公司重大事件的評論或意見。整份報告的重點可分為三大部分：評等、目標價格和盈餘預測。分析師依據盈餘預測，給定一個合理的本益比，如此產生目標價格。評等則是分析師報告的整體意見與結果，並建議投資人應採取之行動。一般而言，評等分為三級或五級，三級制度由高至低分別是買進(BUY)、持有(HOLD)、賣出(SELL)，五級制則再加入強力買進(STRONG BUY)與強力賣出(STRONG SELL)。因此，盈餘預測可以說是分析師報告中最基本的關鍵預測值。

台灣的證券市場發展至今，分析師日益扮演重要的資訊提供者，日常可見分析師發表的評論和預測。科技日新月異，投資人有多種管道可以取得、獲知分析師報告和預測。每當企業財報公布之時，其盈餘表現能否達成市場預期，或年度盈餘預測達成率如何常是新聞媒體報導與比較的重點，也出現所謂「買進成功達成市場預期之公司股票」的投資策略。有趣的是，公司真實盈餘是否達成市場預期，其實也是分析師報告中時常提及的一項重點。

## 1.2 研究議題

本文從整個盈餘賽局的大架構中，共選擇三個研究問題。如下所列：

- 一、台灣是否存在預期管理的現象？
- 二、市場是否給予 MBE 公司額外報酬？若 MBE 的情況是疑似透過預期管理來達成，此報酬依然存在嗎？
- 三、非預期盈餘將影響股價變動，連帶影響公司可募集到的資金。因此，公司融資活動有無影響管理階層從事預期管理的意圖？

這三個研究主題有著十分密切的關聯。若市場認為分析師盈餘預測是公司必須達成的基本門檻，管理階層將不希望負面非預期盈餘發生，因此會設法壓低過於高估的盈餘預測，我們就能觀察到預期管理的現象。因此，透過檢查 MBE 公司是否得到市場所給的額外報酬，就能找到一個理由來解釋公司從事預期管理的原因。而這些額外的報酬可

能受到公司特性的不同而出現差異，這是另外一個可以探討的子題。不過，如果市場是精明的，或者經過長時間的蒙蔽，發現公司符合或達成分析師預期的原因不是績效卓越，而是透過預期管理的手段，市場給予的額外報酬可能就不復存在，這或許會使公司放棄使用預期管理的手段。假定非預期盈餘將影響公司的股價表現，進行融資活動的公司勢必考慮此項衝擊帶來的影響：發行新股的公司若真實盈餘達成市場預期，股價上升將增加可募集到的資金；但若真實盈餘不及市場預期，公司也將受到傷害。因此，分析師如果對於進行融資活動的公司提出太樂觀的盈餘預測，管理階層將有更大的誘因採取預期管理的手段，避免負向非預期盈餘的發生。

值得說明的是，如欲觀察管理階層引導分析師的行為(預期管理)，可從管理階層發布的盈餘預測值著手：如果管理階層發布的盈餘預測低於分析師的預測值，代表管理階層對市場釋放出悲觀的訊息，企圖引導分析師修正原本較高的預測。若是分析師在管理階層發布預測後，隨即下修盈餘預測，我們就能夠歸納分析師是受到管理階層影響而趨向悲觀。但管理階層發布的預測不易取得，可用的資料稀少外，年代也較久遠，將使得研究可用的樣本大幅減少。以台灣經濟新報(TEJ)資料庫中可用的資料來說，公司當局的預測值多半是在2005年之前發布的(強制性財務預測制度廢除前)，部分公司只提供預測的營收(非每股盈餘)，更有一些公司目前在資料庫中沒有收錄任何預測值。因此，本文使用「間接」的方法(僅能找到「疑似」預期管理的證據)來檢查預期管理，即是觀察分析師盈餘預測的變化。包含探討每一個預測年度，分析師發布之盈餘預測的誤差方向(過於樂觀或悲觀)與修正變化(預測值上修或下修)，並進一步研究隨著盈餘宣告日的接近，分析師盈餘預測的走勢變化，再利用模型判斷分析師發布的盈餘預測值是否過低。然後研究驅動盈餘賽局的誘因，也就是市場給予MBE的報酬，以接續探討市場對於疑似透過預期管理而MBE的反應。另外，本文建立融資活動的代理變數，配合迴歸模型，特別研究公司融資活動(與使用的融資工具)是否影響管理階層從事預期管理的誘因。本文預期將呈現分析師盈餘預測的真實樣貌，以利於分析師報告使用者評估盈餘預測值的可靠性。

本研究的貢獻在於整合與比較不同文獻提出之方法(Bartov et al., 2002; Matsumoto 2002; Richardson et al., 2004; Teoh et al., 2009) 來檢查以預期管理為手段進行之盈餘賽局是否在台灣發生。過去文獻提出的方法大致上可分成三種，透過本文的統整將補充使用單一方法的不足，也能加強實證結果的呈現。除此之外，本文參考汪進揚、鄧名堯(2012)的研究，加入「證券暨期貨市場發展基金會」發布的資訊揭露評鑑分數，首次把企業資訊透明度納入影響預期管理的因素，使評鑑結果得以被使用，讓本研究更貼近台灣市場<sup>2</sup>。分析師能從高透明度的公司取得更多攸關訊息，使其能提供更準確的盈餘預測，但也可能代表管理階層傳遞了更多訊息來影響分析師的預測行為。

<sup>2</sup> 由證基會所發布的「資訊揭露評鑑系統作業要點」可知，該評鑑是為客觀評量國內企業的資訊透明度而量身訂做，基本上適用所有上市櫃公司，每一年進行一次評鑑，除了有助於決策者了解企業資訊透明度外，更能健全市場，與國際接軌。評鑑指標包含法規遵循情況、財報透明度與即時性、預測性財務資訊、董事會與股權結構和網站資訊揭露等大項。

### 1.3 研究流程與架構

本文共有五個章節，各章節內容摘要如下：

第一章為摘要，包含研究背景與動機、研究議題和研究流程與架構；

第二章為國內外文獻回顧，包含研究盈餘賽局相關議題、公司融資活動對分析師預測之影響等實證與理論；

第三章為樣本說明，包含樣本之來源、資料篩選方法和樣本敘述統計；

第四章為實證結果，包含敘述統計分析，並詳述三個研究問題的研究方法、相關變數定義、模型設計與結果呈現；

第五章為結論。



## 二、文獻回顧

### 2.1 國外文獻回顧

Brown and Caylor (2005) 發現，由於經理人要極大化自身財富(認購權證等獎勵機制的盛行)、分析師報告更易曝光、更多投資人關注分析師報告、分析師報告準確度提升等因素，經理人更在意能否符合或打敗分析師預測，因為資本市場關注的盈餘門檻已經改變，討好投資人就能夠讓公司股價有良好的表現。因此，管理階層可能自行發布盈餘預測來直接引導分析師預測。舉例來說，Cotter et al. (2006) 發現如果分析師起初發布太樂觀的盈餘預測或分析師盈餘預測愈分歧，管理當局愈可能發布公開的盈餘預測去影響分析師。而管理當局發布完預測之後，分析師也快速修改其盈餘預測，成功的引導分析師逐漸調降其盈餘預測。Baik and Jiang (2006) 發現在管理階層發布盈餘預測之後，公司符合或打敗分析師預測的機率也顯著增加。

管理階層除了直接發布盈餘預測之外，另一個方式就是「私下」與分析師交流，這一種情況就比較難以發覺，所以過去文獻利用分析師盈餘預測的走勢變化來觀察，間接證實預期管理的存在，這也是本文著眼的主題。Richardson et al. (1999, 2004) 指出分析師在公司財務年度之期初發布的盈餘預測最為樂觀，卻隨著盈餘宣告日的接近逐漸向下調降預測值，使得公司最後能夠符合或打敗分析師的盈餘預測。換句話說，分析師盈餘預測由樂觀轉為悲觀。Bartov et al. (2002) 利用分析師最新和最初的盈餘預測，比較期初分析師盈餘預測是過於樂觀或過於悲觀、觀察盈餘預測修改之方向和公司最後 MBE 與否，來推論公司從事預期管理的可能。結果發現分析師預測在期初過於樂觀之時，因為分析師盈餘預測的向下調降，最後讓許多公司順利達成市場預期，此結果證實預期管理存在。此種情況發生之比例遠高於分析師預測在期初過於悲觀之下，由於分析師盈餘預測的向上調升，導致公司反而無法達成市場預期的情況。Teoh et al. (2009) 也是利用分析師最新和最初的盈餘預測，形成四種盈餘預測修改的路徑，如果分析師盈餘預測之趨勢是由過於樂觀轉為過於悲觀，則有可能是配合管理階層逐步調降盈餘。此文獻還提出另外一種觀點，認為分析師從過於悲觀變成過於樂觀，反而有可能是配合管理階層逐步調升盈餘預測。

除了利用管理階層的盈餘預測和間接觀察分析師預測值之外，Matsumoto (2002) 提出一套模型來估計「引導盈餘預測」的代理變數，此模型可捕捉公司私下和分析師交流的資訊，推算分析師發布的盈餘預測是否偏離預期值。Matsumoto (2002) 也探討管理階層使用盈餘管理和預期管理的偏好，發現不同特質的公司使用此兩種方式達成分析師預測的愛好不相同，比如成長性高的公司喜好使用盈餘管理的方式。除此之外，文章中還指出相較於盈餘管理，引導分析師預測(即預期管理)更是管理階層主要用來的避免負面非預期盈餘的機制。

值得注意的是，有一些公司特質會增加管理階層避免負面非預期盈餘的誘因。Skinner and Sloan (2002) 指出成長型公司若有負面非預期盈餘，其股價下跌的幅度大於正面非預期盈餘使股價上漲的幅度；但若有正的非預期盈餘，市場給予之報酬並沒有比較高。此種不對稱是因投資人過度期望成長股的盈餘表現，對於成長股的負面非預期盈餘特別敏感，這使得成長股報酬不如價值股，所以成長型公司的經理人很大的誘因去避免負面非預期盈餘。Baik and Jiang (2006) 發現非積極機構投資人持股愈高、長期 MBE 的公司非常可能發布悲觀的盈餘預測來影響分析師。Kross et al. (2011) 則指出持續符合或打敗分析師預測的公司會頻繁發布更悲觀的盈餘預測去壓低分析師的預測，尤其是在分析師太過樂觀之時。Matsumoto (2002) 則是認為非積極機構投資人(transient institutional ownership) 持股比率、公司利益關係人的隱含求償權和盈餘價值的相關性都是影響管理階層避免負面非預期盈餘發生的重大因素。

由於過去文獻的結果引出值得研究的議題，本文特別去研究進行融資活動的公司。Richardson et al. (2004) 的文中提及，公司經理人如有賣股票的需求，這些經理人更有可能引導分析師預測趨向悲觀，讓公司符合或打敗其預測；而即將發行新股的公司，其最接近盈餘宣告日之時分析師的預測也最為悲觀。Teoh et al. (2009) 提出類似的結論：因為投資人會給予 MBE 公司報酬，也會懲罰無法能達成分析師預測的公司，若經理人想要賣股或公司需要發行新股，就有誘因引導分析師調降盈餘預測，從事預期管理，創造出正的非預期盈餘；相反地，公司也可能故意引導分析師調升盈餘預測，經理人可以利用股價大跌的機會買股、公司也可趁此低價買回股票。Bradshaw, Richardson, Sloan (2006) 發現分析師對於需要外部資金的公司發布較樂觀的短期盈餘預測、目標價格和長期的盈餘成長預測。但是依照公司使用的融資工具種類而有所不同，因為分析師會對發債的公司發布較樂觀的短期盈餘預測，但長期的預測則不會過於樂觀。所以，進行融資活動的公司，分析師的盈餘預測是太過於樂觀還是有逐漸悲觀的現象？若盈餘預測持續處於樂觀，最後是不可能成功 MBE 的，管理階層應該會從事預期管理，設法讓分析師調降盈餘預測。因此本文特地觀察融資活動公司盈餘預測的走勢和變化，期望能回答這個問題。

其他文獻也指出更多和預期管理相關的因素，比如 Brown et al. (2007) 認為會計年度結束時的財務報表經過較嚴格的審核，和前三季比起來，經理人較無機會從事盈餘管理來達成分析師的盈餘預期，倘若要從事盈餘管理，付出的成本也極高。但是由於達成市場盈餘預期也可從壓低分析師預測著手，經理人就藉此避免負面非預期盈餘的發生。文章發現分析師調降預測的幅度在第四季增加了，從事預期管理的機率沒有顯著差異，反而從事盈餘管理的機率明顯下降。如果公司大幅的打敗分析師預測，比起些許打敗分析師預測更不可能是預期管理的因素。Brown and Higgins, (2005) 研究各個國家引導分析師盈餘預測的情況是否不盡相同。結果發現在法規制度愈能完善保護投資人的國家，經理人愈有誘因去從事預期管理來避免負面非預期盈餘，因為管理階層較無法，也不願意進行盈餘管理。而在此文的資料中，台灣法規保護投資人的評比在 21 個國家中排行後段(第 14 名)。Cheng and Warfield, (2005) 發現有股權誘因(以股票為基礎的報償工具

和直接持股)的經理人會回報恰好符合或打敗分析師預測的盈餘，並在日後大量賣出股票；而這些經理人不會回報大幅打敗分析師預測的盈餘，也更加在意股價的表現，更可能從事盈餘管理提高盈餘避免投資人失望。

不過，若管理階層引導分析師調降盈餘預測，可能會對目前的股價產生波及。關於這一點，Bartov et al. (2002) 指出，即使在盈餘宣告日前，分析師調降盈餘預測會造成負面影響，相較於其他無法達成分析師預測的公司，設法達成分析師預測的公司仍享有較高的報酬；故在盈餘宣告日有正面非預期盈餘對於股價的正面助益超過之前逐漸調降盈餘預測的負面效果。Soffer et al. (2000) 也認為，若公司的真實盈餘不及管理階層宣告的盈餘，公司股價會因而下跌。所以公司對於盈餘的好消息傾向保留一部分、壞消息則是全盤托出，以期在盈餘宣告日能達成管理階層之前宣告的盈餘。這種策略是有效的，因為市場對於盈餘宣告日前的壞消息通常反應不足，故公司可以提前宣告盈餘來影響市場的預期。Kaszniak et al. (2002) 認為市場給予達成分析師預測的公司較高的股價是因投資人認為這些公司風險比較低，可適用較低的資金成本，而投資人會懲罰曾經達成分析師預測卻無法持續的公司。所以這些高股價並非反應在暫時的盈餘表現，而是要持續達成分析師的預測，達成市場盈餘預期確實能獲得市場的獎勵。

在此便衍生另一個問題：達成市場預期的公司並不全然都是擁有好績效。假如公司乃是透過預期管理等手法達成預期，理論上市場不應該給予額外的報酬才是。Bartov et al. (2002) 的結果發現，投資人雖然對於可能透過預期管理而 MBE 的公司表現有折扣，但折扣幅度很小。該文並認為符合或打敗分析師預測可能是公司未來表現良好的指標，因為這些公司在未來有較高的銷售成長、盈餘表現佳、總資產報酬率和股東權益報酬率也較高。此項指標是否有效，則端賴公司是否透過盈餘管理或預期管理來符合或打敗分析師預測而定。Teoh et al. (2009) 同樣發現符合或打敗分析師盈餘預測的公司股票報酬較高，但在 2000 年以後，對於「疑似」透過預期管理而符合或打敗預測的公司，投資人給予的獎賞不復存在；但是投資人持續懲罰那些分析師盈餘預測由悲觀轉為樂觀而最後無法 MBE 的公司。

## 2.2 國內文獻回顧

相較於美國，台灣文獻大多是關於分析師盈餘預測、管理階層財務預測(自願性或強制性)以及盈餘管理的文章，卻很少見預期管理的主題。而研究分析師盈餘預測的文獻也愈來愈多元，結合了公司治理、個別分析師經驗和能力、被忽略公司、分析師領導或從眾等等議題，筆者在此僅從和盈餘賽局較有關聯的議題中，提出相關文獻。

先前文獻有應用 Bartov et al. (2002) 的方法，如黃婷鈺(2005)與何搵財(2003)兩篇文章，都發現台灣確實存在預期管理，差別僅在於黃婷鈺(2005)使用分析師預測；何搵財(2003)採用管理階層的強制性財務預測。並且在控制預測誤差之下，市場確實給予 MBE 公司溢酬，若是經常性地達成盈餘預測，公司也會得到額外的報酬。然而，假如公司疑

似透過盈餘管理(預期管理)而 MBE，則市場給予的報酬將減少(未明顯減少)。另外，黃婷鈺(2005)也指出 MBE 公司未來的財務績效表現將較為出色；王肇蘭、廖思雯、池祥萱(2009)則是研究媒體報導公司盈餘相關新聞是否影響盈餘宣告日當天的股價反應。結果發現若公司真實盈餘不及市場預期，可以藉由媒體提前發布負面消息，藉此減緩對於股價的衝擊，表示大眾媒體確實能夠扮演資訊傳遞者，影響投資人對於非預期盈餘的反應。故結論亦支持 Soffer et al. (2000) 的論點，即市場對盈餘宣告日當天發布的消息反應較敏感的看法。

有關盈餘管理與分析師預測方面，陳育成、黃瓊瑤(2001)發現管理當局的預測並未優於分析師的預測，認為這可能是為了維護機密或存心誤導投資人。若分析師預測的一致性高，管理階層發布的盈餘也會貼近其預測，藉此避免和市場的預測相差過遠，並且有從事盈餘管理的情形；溫珮君(2009)研究公司進行盈餘管理行為是否會增加、減少分析師盈餘預測的不確定性。結果指出，盈餘管理對於所有盈餘預測的不確定性之代理變數都無顯著影響，故認為分析師決策之時相當理性，是屬於精明的投資人。

有更多文獻探討分析師盈餘預測準確度、預測行為和預測品質。汪進揚、余俊憲(2004)發現分析師預測偏向過於樂觀。若受評公司規模較大，其盈餘預測會比較保守但也較準確。分析師能較準確預測成長型公司的盈餘，但對於高本益比的公司發布的預測反而不準確。研究支持資訊透明度高會增進分析師追蹤的意願，且公司的財務預測有助於提升分析師預測的準確度。林泓瑋(2007)發現若受評公司有下列特性：低本益比、高市價淨值比、規模大、預測之券商愈多之時，分析師之盈餘預測愈準確。另外，該研究也指出外資分析師所發布的盈餘預測較本土分析師準確，兩篇文章結論頗為一致。汪進揚、鄧名堯(2012)進一步利用「證券暨期貨市場發展基金會」從 2003 年起公布的「資訊透明度評鑑分數」，檢查公司整體資訊透明度提高是否會增進分析師盈餘預測的準確度。結果確實發現若受評公司的資訊透明度愈高，分析師能給予較準確的預測，有效減低資訊不對稱的問題。



## 三、樣本說明

### 3.1 樣本資料來源

國外文獻通常使用 I/B/E/S 或 First Call 資料庫中的分析師資料做研究，國內文獻的分析師預測資料則幾乎都來自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，也有研究是從報章媒體收集而來。本文是利用從 First Call 資料庫下載原始的分析師報告，再自行建立分析師預測的資料庫，故資料較大多國內文獻更加完整。本文探討公司的「年度」真實盈餘是否達成市場的預期，國外有些文獻則是探討每一季的盈餘是否符合預期。總共使用的原始分析師報告為 30960 筆，報告發布的期間從 2006 年至 2011 年，受評公司是台灣上市公司 543 家，分析師所屬券商共 45 家，券商中有 35 家外資券商、10 家本土券商(依照金管會公布之證券商總公司通訊錄區分)。

其他研究所需相關資料的來源如下：公司的每日調整後股價、每日調整後報酬率、真實每股盈餘、真實盈餘宣告日、融資活動相關現金流量(發行公司債、償還公司債、庫藏股增減、現金增資、長短期之借款變化)、公司之總資產、市值、市價淨值比、產業分類代碼皆來自台灣經濟新報資料庫(TEJ)。資訊透明度評鑑分數(分數愈高代表資訊透明度愈好，1 至 5 分)則來自證券暨期貨市場發展基金會之網站<sup>3</sup>。

### 3.2 樣本篩選方法

由於原始分析師報告不一定會涵蓋研究所需資料，表 1 列出本文篩選的準則。本文按照過去文獻的做法，刪除金融相關產業的公司。經過初步篩選之後，考量研究議題所需，依照 Bartov et al. (2002) 的原則，要求同一公司每一個預測年度至少存在兩份報告，並且使用 Bartov et al. (2002)估計累積異常報酬(CAR；Cumulative Abnormal Return)的方法，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。本文額外使用資訊透明度評鑑分數，亦將缺少評鑑分數的公司進一步篩選出來，但由於此項要求為非必要，本文將以篩選至缺少累積異常報酬之樣本進行分析實證(共有 19556 筆資料)，並在與預測誤差相關之迴歸模型中加入資訊評鑑分數，觀察結果是否出現變化。

<sup>3</sup> <http://www.sfi.org.tw/E/Plate.aspx?ID=112>，最後瀏覽日期 2013 年 6 月 2 日。

表 1 原始報告篩選原則與篩選後情況

本表列出本文所使用的篩選方法與篩選後剩餘的報告數。本文參考過去文獻刪去受評公司屬於金融業的報告，接著逐一刪除未能滿足研究所需的報告。依照 Bartov et al. (2002) 的原則，要求同一公司每一個預測年度至少存在兩份報告，並且使用 Bartov et al. (2002)估計累積異常報酬(CAR；Cumulative Abnormal Return)的方法，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。而條件 9 為非必要，本文將以篩選至缺少累積異常報酬之樣本進行分析實證(共有 19556 筆資料)，然後在相關迴歸模型中加入資訊評鑑分數，觀察結果是否出現變化。

篩選條件	刪除報告數	剩餘報告數
1. 金融業或缺少產業代碼	3233	27727
2. 缺少當年分析師盈餘預測	2093	25634
3. 缺少盈餘宣告日	283	25351
4. 缺少真實盈餘	0	25351
5. 缺少盈餘宣告日股價	4	25347
6. 缺少財報資料或市值	4632	20715
7. 同一公司每個預測年度少於兩份報告	256	20459
8. 無法估計累積異常報酬(CAR)	903	19556
9. 缺少資訊透明度評鑑分數	675	18881

### 3.3 樣本敘述統計

如同以上所述，本文最後使用之樣本共有 19556 筆分析師報告。樣本中包含受評的上市公司 319 家，分析師所屬券商共 41 家，券商中有 31 家外資券商、10 家本土券商，報告發布年度依然是由 2006 年至 2011 年。31 家外資券商共發布 15761 筆(80.59%)報告，另外 3795 筆(19.41%)報告則是由本土券商之分析師提供。樣本之中，提供分析師報告較多的外資如瑞信(Credit Suisse)、麥格理、高盛、摩根大通(J.P. Morgan) 和花旗，本土券商如元大和凱基，都占有不少報告。而前三名提供分析師報告之券商合計共占樣本 27.65%。

我們從表 2 的 Panel A 與 Panel B 可以觀察到，若以報告發布年度區分，以 2010 年之報告占 4385 筆(22.42%)最多，其次是 2008 年之報告占 4095 筆(20.94%)，最少的是在 2011 年，只有 1228 筆資料(6.28%)；值得強調的是，本文是使用「當年盈餘預測」，即為分析師報告中盈餘預測表格內第一筆標明為「預估」的盈餘值(大部分的分析師報告在該預測數值上會標示英文字母 E 或 F)，所以我們也可從該報告所預測之當年盈餘是哪一年(盈

餘預測年度)區分。由於公司對實際年度(例如 2010 年)盈餘的正式宣告日通常在次年(2011 年)的 3 月份或 4 月份,假若分析師報告之發布日期落在盈餘宣告日之前(例如 2011 年 1 月),則該份報告所發布之盈餘預測年度通常為報告發布年度之上一年(2010 年)。簡單而言,分析師報告發布日當天,該報告的「當年盈餘預測」乃是預測公司尚未正式宣告的最近期的年度真實盈餘<sup>4</sup>。若以盈餘預測年度區分,發現預測年度變成由 2005 年至 2010 年,以 2010 年之報告占 4687 筆(23.97%)最多,其次是 2008 年之報告占 4148 筆(21.21%),而預測 2005 年盈餘之報告相當稀少,只有 264 筆資料(1.35%)。

接著,本文更加深入分析「每一家公司受評的報告數目」與「每一家券商發布的報告數目」,發現樣本發布並不均勻,都有右偏的情況,顯示有許多公司(券商)受評(發布報告)之數目相當稀少。由表 3 可以更明顯看出分布之情況,公司受評報告數目平均為 61 筆,但是中位數則只有 14 筆,最大值為 836 筆,最小值則是篩選條件 7 所要求的 2 筆。另外,每一家券商數目平均發布 477 筆報告,中位數則只有 152 筆,最大值為 2014 筆,最小值也只有 2 筆。詳見表 2 的 Panel C 與 Panel D 所示。

---

<sup>4</sup> 舉實際例子來說,台積電(股票代號 2330)在 2011 年的盈餘宣告日是 3 月 16 日,當天才會正式宣告 2010 年的真實年度盈餘。因此,2011 年 1 月 27 日麥格理證券報告中第一筆的盈餘預測是預測 2010 年的年盈餘為 6.24 元。

表 2 樣本敘述統計表

本表為樣本敘述統計表。Panel A 列出各個年度分析師報告的數目與其占整體樣本的百分比。Panel B 則是採取盈餘預測年度的方式區分，盈餘預測年度指分析師報告中「當年」的盈餘預測所預測的年度。由於真實盈餘的正式宣告日通常在 3 月份或 4 月份，假若分析師報告發布之日期落在盈餘宣告日之前，當年盈餘預測年度通常為報告發布年度之上一年。簡單而言，分析師報告發布日當天，該報告的「當年盈餘預測」乃是預測公司尚未正式宣告的最近期的年度真實盈餘。Panel C 列出每一家公司受評報告數、Panel D 呈現每一家券商發布報告數的敘述統計。樣本主要使用 319 家上市公司、41 家券商的盈餘預測資料，由此可以發現樣本分布並不均勻，都呈現右偏的情況。

Panel A：依報告發布年度區分

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	總計
報告數	2267	3521	4095	4060	4385	1228	19556
比例(%)	11.59	18.00	20.94	20.76	22.42	6.28	100

Panel B：依盈餘預測年度區分

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	總計
報告數	264	2914	3617	4148	3926	4687	19556
比例(%)	1.35	14.90	18.50	21.21	20.08	23.97	100

Panel C：每家公司受評之報告數

個數	平均數	標準差	眾數	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
319	61	121	2	2	4	14	44	836

Panel D：每家券商發布之報告數

個數	平均數	標準差	眾數	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
41	477	97	36	2	36	152	961	2014

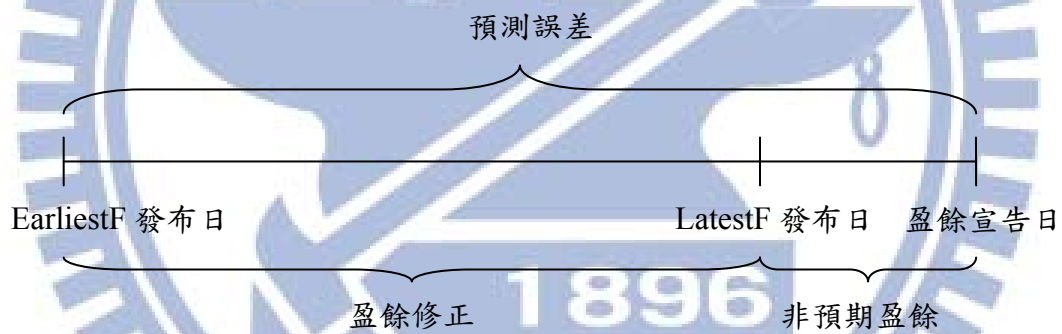
## 四、實證結果

### 4.1 敘述統計分析

本文按照 Bartov et al. (2002) 與 Teoh et al. (2009) 之方法來定義「非預期盈餘」和「預測誤差」兩變數。「非預期盈餘」為公司真實盈餘和市場預期的落差，「預測誤差」則是分析師的盈餘預測發生偏誤的情況。

每一家公司在每一個盈餘預測年度，不分券商，都會有 2 筆以上之分析師盈餘預測。利用公司真實盈餘(EPS)減去分析師最新的盈餘預測(LatestF)得到非預期盈餘，利用公司真實盈餘減(EPS)去分析師最初的盈餘預測(EarliestF)得到預測誤差，而分析師預測修正則是分析師最新的盈餘預測(LatestF)扣除首次的盈餘預測(EarliestF)。我們可以發現，若依照定義，非預期盈餘即等於預測誤差減掉盈餘修正，如下圖 1 所示。

圖 1 非預期盈餘、預測誤差與盈餘修正



來源：參考 Bartov et al. (2002)與黃婷鈺(2005)。

如此，我們便能得到公司  $i$  在預測年度  $t$  的非預期盈餘之代理變數( $SURP_{i,t}$ )和預測誤差之代理變數( $ERROR_{i,t}$ )。這兩項變數是由上一段所述的非預期盈餘和預測誤差分別除以  $t-1$  年之盈餘宣告日當天的調整後收盤價( $P_{i,t-1}$ ；概念為期初股價)，可以表示為以下的式子：

$$SURP_{i,t} = \frac{EPS_{i,t} - LatestF_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$
$$ERROR_{i,t} = \frac{EPS_{i,t} - EarliestF_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

公司在宣告日宣告真實盈餘後，該公司是否符合或打敗分析師盈餘預測，就必須看 SURP(以下省略下標)的正負來決定。若 SURP 為正數，則為打敗分析師盈餘預測；若 SURP 恰好為零，則為符合分析師盈餘預測(MEET)；若 SURP 為負數，則為未達成分析師盈餘預測(MISS)。綜合打敗分析師盈餘預測和符合分析師盈餘預測之兩種情況，稱之為達成分析師盈餘預測(MBE)。

本文另外以三個變數反應公司的融資活動頻繁度。融資活動公司是否更有誘因去從事預期管理來讓盈餘能夠符合市場預期，以及觀察融資活動公司盈餘預測的走勢和變化，是持續性的樂觀、隨著盈餘宣告日逐漸趨於悲觀亦或不同於文獻的結果，兩者皆非？為了研究此議題，本文從 TEJ 資料庫中取得公司現金流量表上融資活動現金流量之相關數字，按照 Bradshaw, Richardson, Sloan (2006)的方法，計算融資活動相關變數。淨外部融資現金流量包含兩個部分：一部分來自權益融資，另一部分來自負債融資。故須要考慮現金流量表中之現金增資、庫藏股買賣和發放股利之部分，計算淨權益融資現金流量；另外，負債融資的部分則考慮現金流量表中發行公司債、償還公司債和長短期借款的新增和償還，得到淨負債融資現金流量。我們算出淨權益融資現金流量之後，除以公司總資產，並且限制最大值為 1，最小值為 -1，便得到淨權益融資變數( $\Delta EQUITY$ )；同理，算出淨負債融資現金流量之後，除以公司總資產，並且限制最大值為 1，最小值為 -1，便得到淨負債融資變數( $\Delta DEBT$ )。最後把兩變數相加，得到淨外部融資變數( $\Delta XFIN$ )。寫成數學式表達即是： $\Delta XFIN = \Delta DEBT + \Delta EQUITY$ ，若  $\Delta XFIN$  大於零，表示公司有融資活動之淨現金流入；小於零則為淨現金流出。為了驗證該變數的有效性，經過計算  $\Delta XFIN$  和現金流量表中給定的融資活動之現金流量(CFF)的相關係數，發現其相關係數高達 0.9，可確定此變數衡量無誤。

表 3 的 Panel A 呈現主要變數的敘述統計值，Panel B 則是列出這些變數的 Pearson 相關係數。由表 3 可以發現，非預期盈餘(SURP)的平均值為 -0.23%、中位數恰好為 0。表示平均而言分析師發布的盈餘預測過於樂觀。這一項事實也可以從預測誤差(ERROR)為 -2.53% 觀察出來，分析師在期初的預測較期末的預測，平均而言，更加樂觀許多。也就是說，分析師傾向期初發布過度樂觀的報告，並在之後真實盈餘發布前下調預測，此盈餘修正的方向符合預期管理的型態。

融資活動相關變數方面，可以看到  $\Delta XFIN$  和  $\Delta EQUITY$  平均為負數，而  $\Delta DEBT$  為正數，這代表權益融資的現金流量為淨流出，且以發行債券融資或增加長短期借款為主，因此樣本的涵蓋期間內，公司經營趨向保守，可能與恰好處於金融海嘯期間有關。

表 3 主要變數之敘述統計表

本表列出本文主要變數的敘述統計值與 Pearson 相關係數。SURP 為真實盈餘減去分析師最新的盈餘預測後，再除以期初股價得到之非預期盈餘；ERROR 為真實盈餘減去分析師最初的盈餘預測後，再除以期初股價得到之預測誤差； $\Delta$ DEBT 為淨負債融資變數，計算方法為：加總發行公司債、償還公司債和長短期債款的新增和償還之現金流量後，除以公司總資產，並且限制最大值為 1，最小值為-1； $\Delta$ EQUITY 為淨權益融資變數，計算方法為加總現金增資、庫藏股買賣和發放股利之現金流量後，除以公司總資產，並且限制最大值為 1，最小值為-1。淨外部融資變數( $\Delta$ XFIN) =  $\Delta$ DEBT +  $\Delta$ EQUITY。若  $\Delta$ XFIN 大於零，表示公司有融資活動之淨現金流入；小於零則為淨現金流出。Panel B 中相關係數下方括號中之數字為 p 值，相關係數若為粗體表示在顯著水準 5% 之下顯著不為 0。

Panel A：敘述統計值					
	SURP	ERROR	$\Delta$ DEBT	$\Delta$ EQUITY	$\Delta$ XFIN
平均數	-0.0023	-0.0253	0.0208	-0.0552	-0.0344
中位數	0.0000	-0.0071	0.0017	-0.0392	-0.0337
標準差	0.0687	0.1209	0.0671	0.0720	0.1026
觀察值	19556	19556	19556	19556	19556
Panel B：Pearson 相關係數					
	SURP	ERROR	$\Delta$ XFIN	$\Delta$ DEBT	$\Delta$ EQUITY
SURP	1				
	-----				
ERROR	<b>0.331</b>	1			
	(0.000)	-----			
$\Delta$ XFIN	<b>-0.130</b>	<b>-0.073</b>	1		
	(0.000)	(0.000)	-----		
$\Delta$ DEBT	<b>-0.042</b>	<b>-0.124</b>	<b>0.716</b>	1	
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	-----	
$\Delta$ EQUITY	<b>-0.145</b>	0.012	<b>0.758</b>	<b>0.087</b>	1
	(0.000)	(0.098)	(0.000)	(0.000)	-----

我們從 Panel B 可以發現，非預期盈餘和預測誤差呈現正相關(Pearson 相關係數 0.331)。如果非預期盈餘愈大，代表公司盈餘大幅高於分析師最新的盈餘預測時，分析師在期初的態度也過於悲觀；反之真實盈餘若嚴重少於分析師最新的盈餘預測，期初分析師過於樂觀的程度也愈高。另外，非預期盈餘和融資活動相關變數都是呈現負相關，尤其是與淨權益融資變數( $\Delta$ EQUITY)之負相關的程度愈大(-0.145)，這代表有外部資金需

求之公司通常無法達成市場預期的盈餘水準，這一點相當有趣。若觀察預測誤差與融資活動相關變數之關係，可以發現 ERROR 和  $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$  都呈現負相關，但和  $\Delta EQUITY$  則沒有太顯著之關係，表示分析師在期初對於有外部資金需求的公司(負債融通為主)通常過於樂觀，但對於權益融通公司並沒有過於樂觀之現象存在(反而有些微悲觀)。

接著，我們將利用表 4 對非預期盈餘(SURP)進行更深入之敘述統計分析。表 4 中列出不同的預測年度中，在整體樣本及不同公司特質分類之下的非預期盈餘平均數。在整體樣本之中，預測年度 2007 年、2008 年與 2010 年之平均非預期盈餘為正數(分析師過於保守)，但是絕對值低於預測年度 2005 年、2006 年與 2009 年之負面非預期盈餘(分析師過於樂觀)。另外，我們發現淨融資活動變數( $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$ 、 $\Delta EQUITY$ )為負數之公司(表示融資活動現金流量為淨流出)，其非預期盈餘都顯著大於淨融資活動變數( $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$ 、 $\Delta EQUITY$ )為正數之公司(表示融資活動現金流量為淨流入)，此項發現與表 4 的結論吻合，亦即有外部資金需求之公司通常無法達成市場預期的盈餘，若使用公司現金流量表上之融資活動現金流量(CFF)做分類，亦得到相同之結果。我們並區分公司之規模(市值)、市價淨值比和獲利情況來比較非預期盈餘的正負與大小，以探討公司特質帶來的影響。結果發現大公司或虧損公司非預期盈餘之表現顯著較佳，可能是因為分析師對這些公司之態度較為保守的緣故，和汪進揚、余俊憲(2004) 發現之結果雷同；而依照市價淨值比區分為成長型公司(市價淨值比大於 1)和價值型公司(市價淨值比小於等於 1)，在非預期盈餘的表現並沒有明顯之差異。



表 4 不同預測年度與不同公司特質之平均非預期盈餘(SURP)

本表列出各個預測年度下，不同公司特質分類之樣本的平均非預期盈餘(SURP)。非預期盈餘與融資活動相關變數定義與計算說明請見表 3。CFF 是公司現金流量表上之融資活動現金流量；成長型公司乃市價淨值比大於 1 之公司，價值型公司乃市價淨值比小於 1 之公司；獲利公司乃真實盈餘大於 0 之公司，虧損公司乃真實盈餘小於 0 之公司。本文並檢定在不區分預測年度下，上下兩組的平均非預期盈餘是否出現顯著的差異，於最後一欄回報 t 絕對值。表中之數字若為粗體表示其值大於 0。

預測年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	不分	t
整體樣本	-0.031	-0.009	<b>0.000</b>	<b>0.008</b>	-0.015	<b>0.002</b>	-0.002	----
$\Delta XFIN > 0$	-0.031	-0.02	-0.011	-0.02	-0.015	<b>0.004</b>	-0.011	10.81
$\Delta XFIN \leq 0$	-0.031	-0.003	<b>0.007</b>	<b>0.021</b>	-0.014	<b>0.001</b>	<b>0.002</b>	
$\Delta DEBT > 0$	-0.023	-0.014	-0.003	-0.011	-0.018	<b>0.002</b>	-0.008	12.42
$\Delta DEBT \leq 0$	-0.04	-0.003	<b>0.006</b>	<b>0.037</b>	-0.012	<b>0.002</b>	<b>0.004</b>	
$\Delta EQUITY > 0$	-0.03	<b>0.008</b>	<b>0.001</b>	-0.11	-0.056	-0.007	-0.02	8.56
$\Delta EQUITY \leq 0$	-0.031	-0.01	<b>0.000</b>	<b>0.009</b>	-0.011	<b>0.003</b>	-0.001	
CFF > 0	-0.021	-0.02	-0.019	-0.018	-0.016	<b>0.006</b>	-0.011	10.61
CFF ≤ 0	-0.035	-0.002	<b>0.009</b>	<b>0.018</b>	-0.014	0.000	<b>0.002</b>	
市值前 50%	-0.027	<b>0.003</b>	<b>0.015</b>	<b>0.028</b>	-0.012	<b>0.009</b>	<b>0.007</b>	19.47
市值後 50%	-0.033	-0.021	-0.016	-0.004	-0.018	-0.005	-0.012	
成長型公司	-0.027	-0.007	<b>0.001</b>	<b>0.014</b>	-0.014	<b>0.001</b>	-0.002	0.45
價值型公司	-0.169	-0.044	-0.033	-0.004	-0.067	<b>0.026</b>	-0.005	
獲利公司	-0.163	-0.075	-0.166	-0.216	-0.081	-0.046	-0.131	20.67
虧損公司	-0.023	-0.006	<b>0.007</b>	<b>0.026</b>	-0.009	<b>0.004</b>	<b>0.004</b>	

從表 4 的統計可以發現，每個預測年度之非預期盈餘之表現有所不同，我們藉由表 5 呈現各預測年度樣本 MBE 的情況。表 5 之結果和表 4 互相呼應，預測年度 2007 年與 2008 年是最多分析師盈餘預測被達成之年度，最少的則是 2005 年，不過也可能是因為 2005 年之樣本太少的緣故。整體樣本共 9904 筆(50.64%) 達成分析師之盈餘預測，其中恰好符合預測的有 2.94%、盈餘超越分析師預測的占總樣本的 47.71%。這顯示能夠達成分析師預測的公司不在少數，值得本文再探討這現象與預期管理是否相關。

表 5 不同預測年度下達成分析師預測(MBE)之比例

本表列出各個預測年度樣本達成分析師盈餘預測(MBE)的比例。其中 MEET 表示公司真實盈餘恰好符合分析師最新的盈餘預測(SURP=0)，BEAT 表示公司真實盈餘打敗分析師最新的盈餘預測(SURP>0)，而 MBE 則為上述兩種情況之總和，為公司真實盈餘達成分析師最新的盈餘預測(SURP>=0)。表中除了總報告數為個數，其餘數字之單位為百分比(%)。

預測年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	不分
MBE	20.83	35.52	62.51	59.55	43.96	50.29	50.64
MEET	1.89	0.27	6.41	1.18	3.03	3.44	2.94
BEAT	18.94	35.24	56.1	58.37	40.93	46.85	47.71
總報告數	264	2914	3617	4148	3926	4687	19556

## 4.2 台灣是否存在預期管理的現象？

### 4.2.1 預期路徑(Expectation Path)與修正路徑(Revision Path)

首先介紹本文用來判別和檢測預期管理的第一種方法。Bartov et al. (2002) 提出以預期路徑(Expectation Path)分辨公司進行預期管理的可能性，該路徑包含兩個成分：1. 分析師盈餘預測修正（比較分析師最新的盈餘預測和最初的盈餘預測）的方向，包含上修(UP)、不變(ZERO)、下修(DOWN)；2. 公司最後 MBE 的三種情況，即 MISS、MEET 與 BEAT。兩種成份可以組合產生九種可能路徑，如表 6 所示。舉例來說，路徑 1 至路徑 3 表示分析師向上調升盈餘預測(最新的盈餘預測相較於最初的盈餘預測樂觀)。其中，路徑 2 和路徑 3 表示公司最後是達成分析師預期(MBE；SURP>=0)；但路徑 1 卻是未達成(MISS；SURP<0)，所以給定分析師向上調升盈餘預測的情況，最後 MBE 的結果並不一樣。更進一步來看，路徑 3 表示公司最後打敗分析師盈餘預測(BEAT；SURP>0)，路徑 2 表示公司只是符合分析師的盈餘預測(MEET；SURP=0)。同理，路徑 4 至路徑 6 表示分析師盈餘預測值並未改變(最新的盈餘預測等於最初的盈餘預測)，路徑 7 至路徑 9 表示分析師向下調降盈餘預測(最新的盈餘預測相較於最初的盈餘預測悲觀)，但 MBE 的情況則有所差異。

表 6 九種可能預期路徑(Expectation Path)

---

本表列出依照 Bartov et al. (2002)方法下所有可能的預期路徑。路徑包含兩部分：盈餘修正方向和 MBE 之情況。盈餘修正方向共有三種(上修以 UP 表示、下修以 DOWN 表示、不變以 ZERO 表示)，MBE 情形亦有三種(BEAT 表示打敗、MEET 表示恰好符合、MISS 表示未達成)。

---

路徑 1：UP-MISS，分析師上修盈餘預測、真實盈餘未達成分析師預期。

路徑 2：UP-MEET，分析師上修盈餘預測、真實盈餘恰符合分析師預期。

路徑 3：UP-BEAT，分析師上修盈餘預測、真實盈餘打敗分析師預期。

路徑 4：ZERO-MISS，分析師盈餘預測不變、真實盈餘未達成分析師預期。

路徑 5：ZERO-MEET，分析師盈餘預測不變、真實盈餘恰符合分析師預期。

路徑 6：ZERO-BEAT，分析師盈餘預測不變、真實盈餘打敗分析師預期。

路徑 7：DOWN-MISS，分析師下修盈餘預測、真實盈餘未達成分析師預期。

路徑 8：DOWN-MEET，分析師下修盈餘預測、真實盈餘恰符合分析師預期。

路徑 9：DOWN-BEAT，分析師下修盈餘預測、真實盈餘打敗分析師預期。

---

我們進一步利用期初分析師預測誤差(ERROR)的正負，呈現給定三種預測誤差方向(正向誤差、負向誤差或精確不偏)下，所有可能出現的預期路徑，如下方表 7 所示，其中路徑 1 和路徑 9 在所有可能的預測誤差的方向之下都有可能發生。值得注意的是，負向誤差(Panel C)下發生的路徑 9 表示分析師原本處於過度樂觀的狀態，卻突然在期末的時候由樂觀轉為悲觀。因此這種情況(甚至是負向誤差下的路徑 8)，都很有可能是預期管理的結果，導致原本過度樂觀的盈餘預測，經過分析師調降至可以被達成的預測值之後，才讓公司最後能成功達成市場預期。相對來說，若是路徑 9 在正向誤差(Panel A)下發生，表示分析師雖然向下調降盈餘預測，但此舉動顯示出的是分析師悲觀程度的增加，並非是誤差方向和態度的轉變。另外，Bartov et al. (2002) 認為在正向誤差下發生的路徑 1 (該情況表示分析師原本處於悲觀，卻突然在期末時由悲觀轉為樂觀，調升盈餘預測值，反而使得公司無法達成預期)應為向下預期管理的反證<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> Teoh et al. (2009) 認為這種情況是向上預期管理的證據，代表管理階層設法讓真實盈餘無法達成分析師的盈餘預測。此行為可能起因於公司或經理人意圖以低價買進公司股票，本文並未探討此議題。

表 7 給定期初預測誤差下預期路徑可能情況與修正路徑(Revision Path)對照

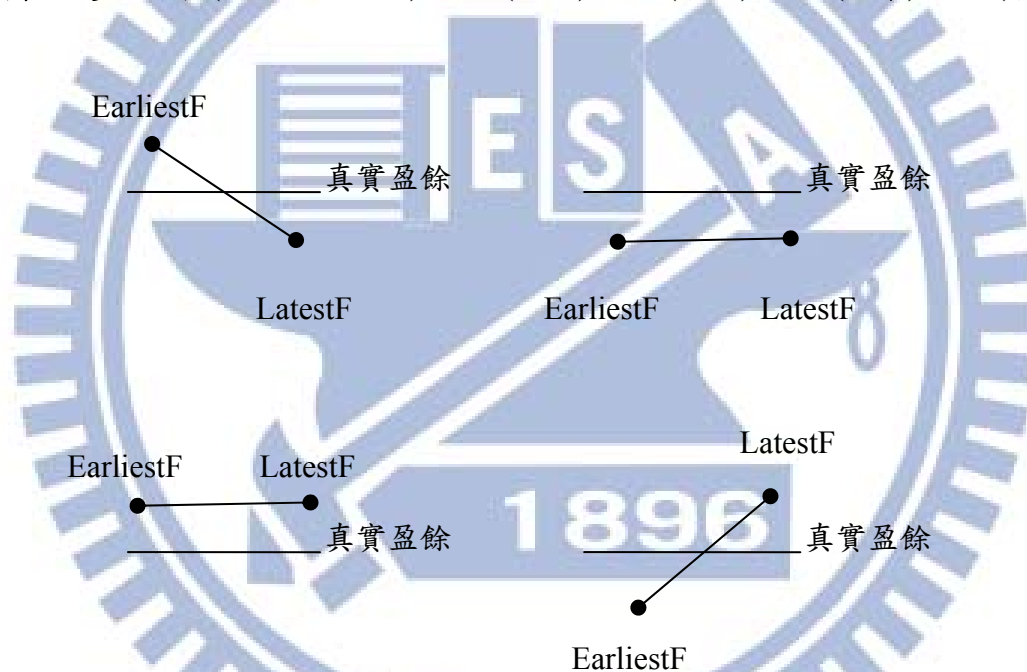
本表列出在三種期初預測誤差(正向誤差表示過於悲觀,負向誤差表示過於樂觀)之條件下,所有可能出現的預期路徑。路徑包含兩部分:盈餘修正方向和 MBE 之情況。盈餘修正方向共有三種(上修以 UP 表示、下修以 DOWN 表示、不變以 ZERO 表示),MBE 情形亦有三種(BEAT 表示打敗、MEET 表示恰好符合、MISS 表示未達成)。第三欄列出對照的修正路徑,修正路徑中第 1 個字母代表分析師在期初的態度,第 2 個字母代表期末的態度。若公司的真實盈餘小於或者等於分析師盈餘預測,表示分析師預測過於悲觀,給予記號 P;若公司的真實盈餘大於分析師盈餘預測,表示分析師預測過於樂觀,給予記號 O。

預測誤差(ERROR)組別	可能出現預測路徑	修正路徑對照
Panel A: 正向預測誤差		
ERROR>0 期初過於悲觀	路徑 1: UP-MISS	PO
	路徑 2: UP-MEET	PP
	路徑 3: UP-BEAT	PP
	路徑 6: ZERO-BEAT	PP
	路徑 9: DOWN-BEAT	PP
Panel B: 零預測誤差		
ERROR=0 預測正確	路徑 1: UP-MISS	PO
	路徑 5: ZERO-MEET	PP
	路徑 9: DOWN-BEAT	PP
Panel C: 負向預測誤差		
ERROR<0 期初過於樂觀	路徑 1: UP-MISS	OO
	路徑 4: ZERO-MISS	OO
	路徑 7: DOWN-MISS	OO
	路徑 8: DOWN-MEET	OP
	路徑 9: DOWN-BEAT	OP

另一種用來判斷預期管理的方法是 Teoh et al. (2009)提出的修正路徑(Revision Path),同樣在不分券商之下,考慮每一個預測年度中最新和最近的分析師盈餘預測。修正路徑亦包含兩個成分:1.分析師在期初的態度(比較公司真實盈餘和最初的盈餘預測),若公司的真實盈餘小於或者等於盈餘預測,表示分析師預測過於悲觀,給予記號 P;若公司的真實盈餘大於盈餘預測,表示分析師預測過於樂觀,給予記號 O;2.分析師在期末的態度(比較公司真實盈餘和最新的盈餘預測),若公司的真實盈餘小於或者等於盈餘預測,表示分析師預測過於悲觀,給予記號 P;若公司的真實盈餘大於盈餘預測,表

示分析師預測過於樂觀，給予記號 O。如此就形成四種修正路徑-OO、OP、PO 和 PP，其中第 1 個字母代表期初，第 2 個字母代表期末，如圖 2 所示。OO 表示分析師自始至終都處於過度樂觀的狀態，公司並未達成市場預期；而 OP 則是表示分析師從期初的過度樂觀，到了期末變成過度悲觀，因此讓公司能夠達成市場預期。所以這 2 種修正路徑的情況為期初相同，但期末不同，另外一組路徑-PP 和 PO 也是同理可推。我們也可以反過來比較，PP 和 OP 這 2 種修正路徑最後都有成功達成市場的預期，但是期初狀況大不相同：PP 表示分析師持續對於公司盈餘感到悲觀，OP 則是表示分析師從期初的過度樂觀，到了期末變成過度悲觀，因此讓公司能夠達成市場預期，這項偌大的差異若不為市場所發現，公司即可以用引導分析師調降盈餘預測的手段，讓公司順利達成已經被壓低的市場預期。Teoh et al. (2009) 於是挑出樣本中屬於 OP 路徑的觀察值，懷疑其乃是預期管理的證據。

圖 2 修正路徑(Revision Path)：OP(左上)、PP(右上)、OO(左下)、PO(右下)



來源：參考 Teoh et al. (2009)

經過比較，可發現預期路徑和修正路徑兩種方法挑選出來的結果完全一樣，兩方法的對照亦可詳見表 7。在負向預測誤差(期初盈餘預測皆為過度樂觀，O)之群組下，發生預測路徑 8 和預測路徑 9 所挑選出來之觀察值，其修正路徑就是 OP；同樣地，在正向預測誤差(期初盈餘預測皆為過度悲觀，P)之群組下，發生預測路徑 1 所挑選出來之觀察值，修正路徑一定是 PO。因此，兩篇文獻篩選的準則其實相同，僅是分類方法之不同，因此本文將此兩篇文獻的方法同命名為方法一。為了簡便，本文之後篇幅以 OP 來敘述，其也代表在負向預測誤差之下，出現預期路徑 8 或 9 之情況。

表 8-1 預期路徑(Expectation Path)分布結果

本表列出樣本之預期路徑分布結果。路徑包含兩部分：盈餘修正方向和 MBE 之情況。盈餘修正方向共有三種(上修以 UP 表示、下修以 DOWN 表示、不變以 ZERO 表示)，MBE 情形亦有三種(BEAT 表示打敗、MEET 表示恰好符合、MISS 表示未達成)。

預測誤差組別	預測路徑	報告數	比例(%)
Panel A：正向預測誤差			
ERROR>0 期初過於悲觀 小計：7903 筆	路徑 1：UP-MISS	3258	16.66
	路徑 2：UP-MEET	364	1.86
	路徑 3：UP-BEAT	2786	14.25
	路徑 6：ZERO-BEAT	31	0.16
	路徑 9：DOWN-BEAT	1464	7.49
Panel B：零預測誤差			
ERROR=0 預測正確 小計：85 筆	路徑 1：UP-MISS	62	0.32
	路徑 5：ZERO-MEET	0	0.00
	路徑 9：DOWN-BEAT	23	0.12
Panel C：負向預測誤差			
ERROR<0 期初過於樂觀 小計：11568 筆	路徑 1：UP-MISS	2167	11.08
	路徑 4：ZERO-MISS	42	0.21
	路徑 7：DOWN-MISS	4123	21.08
	路徑 8：DOWN-MEET	210	1.07
	路徑 9：DOWN-BEAT	5026	25.70

我們先從表 8-1 與表 8-2 來觀察在方法一中挑選出來疑似為預期管理的報告數目。表 8-1 呈現 Bartov et al. (2002) 所使用的預期路徑方法(Expectation Path)，表 8-2 呈現 Teoh et al. (2009) 所使用的修正路徑方法(Revision Path)，但如同前面所述，此兩種方法挑選出來的預期管理樣本完全相同，僅是分類法出現差異。

由表8-1可看出，多數的分析師在期初多半是過於樂觀的，因為ERROR<0的組別 (Panel C)共包含11568筆報告，占樣本的59.15%。其中，負向預測誤差下出現路徑9的情況最普遍，共有5026筆報告，占樣本的25.7%。其次是負向預測誤差下出現路徑7的情況，共有4123筆報告，占樣本的21.08%，可見分析師在期初過度高估且後續調降盈餘預測之情況相當常見。若給定期初分析師過於悲觀(Panel A)，有3258筆報告是因為分析師調升盈餘預測，導致最後無法達成市場預期，其比例達41.22%(3258/7903)；相反的，若給定

期初分析師過於樂觀，有5236筆報告(含路徑8與路徑9)是因為分析師調降盈餘預測，導致順利符合或打敗市場預期，其比例達45.26% (5236/11568)。

依照Bartov et al. (2002)的看法，由於負向預測誤差(Panel C)之下出現路徑8或9的比例(26.77%)明顯大於正向預測誤差(Panel A)之下出現路徑1的比例(16.66%)，其中之差距高達10.11%，支持預期管理現象存在<sup>6</sup>。

另外，由下方的表8-2可看出，32.38%的分析師持續處於過於樂觀的狀態(OO路徑；6332筆報告)，而疑似是預期管理的OP路徑也占總樣本26.77%，共5049筆報告(即是表12-1負向預測誤差下，路徑8和路徑9之總和)；最稀少的則是PO路徑，只有3622筆報告。我們也可以得知，屬於OP路徑的報告占所有MBE樣本的52.87% (5236/9904)，已經超過一半。

**表 8-2 修正路徑(Revision Path)分布結果**

本表列出樣本之修正路徑分布結果。修正路徑中，第1個字母代表分析師在期初的態度，第2個字母代表期末的態度。若公司的真實盈餘小於或者等於分析師盈餘預測，表示分析師預測過於悲觀，給予記號P；若公司的真實盈餘大於分析師盈餘預測，表示分析師預測過於樂觀，給予記號O，詳見圖2。

	OO	OP	PO	PP
報告數	6332	5236	3320	4668
比例(%)	32.38	26.77	16.98	23.87
總樣本數：19556				

<sup>6</sup>Bartov et al. (2002) 得到的結果更加明顯，負向預測誤差之下出現路徑8或9的比例為34.8%，大幅超過正向預測誤差之下出現路徑1的比例(15.12%)，其差距達19.91%。而黃婷鈺(2005)一文得到的差距為9.31%，和本文相當接近，可說預期管理的現象並未較美國嚴重。

#### 4.2.2 每月預測誤差(Monthly Forecast Error)

雖然方法一可以觀察分析師在盈餘預測年度的期初和期末態度是否轉變，但是卻無法觀察分析師盈餘預測變化的過程，因為在期初和期末兩筆預測發布日期之間，分析師很可能會有期中的預測，即使我們發現分析師的最初預測過於樂觀，且最末預測過於悲觀，期中調整的情形也值得探討。Richardson et al. (2004) 提出一套很好的方法來解決此問題，就是把整個預測年度分成 12 個月：-12 月至 -1 月。若分析師的盈餘預測發布時間在距離盈餘宣告日前 30 天之內，這筆預測即是在第 -1 月所發布的；若分析師的盈餘預測發布時間在距離盈餘宣告日前 30 天至前 60 天之間，這筆預測即被歸類為在第 -2 月所發布的，其他以此類推，若分析師的盈餘預測發布時間在盈餘宣告日前 330 天以上，則是第 -12 月所發布的預測。接下來從第 -12 月至第 -1 月，個別計算分析師在每一個月中發布之盈餘預測的平均值(consensus forecast； $F^{con}$ )，最後使用公司真實盈餘(EPS)計算在預測年度 t 的第 m 月，公司 i 除以 t-1 年之盈餘宣告日當天的調整後收盤價格( $P_{i,t-1}$ )

$$\text{後的每月預測誤差(MERROR}_{i,t}) : \text{MERROR}_{i,t,m} = \frac{EPS_{i,t} - F_{i,t,m}^{con}}{P_{i,t-1}}$$

此計算的原則與本文原本定義好的 ERROR 變數相當類似，當 MERROR(以下省略下標)為正數，表示該月分析師平均的盈餘預測值較真實盈餘小，即是過度悲觀；若 MERROR 為負數，則表示這個月分析師太過樂觀。Richardson et al. (2004) 文中認為，若分析師態度轉變，由期初的過度樂觀變成期末的過度悲觀，即有可能是公司透過某些方式影響分析師的判斷，故存在預期管理的可能，因此設立一個虛擬變數 SWITCH。假若公司 i 在同一預測年度 t 中，第 -12 月的預測誤差為負數，但第 -1 月的預測誤差反轉為正，便令  $\text{SWITCH}_{i,t}$  的值為 1，藉由此法可以挑選出疑似為預期管理的情況。

更重要的是，我們可以繪製從第-12月至第-1月的 MERROR 走勢圖(縱軸為每月預測誤差、橫軸為-12至-1月)，就能清楚觀察分析師預測誤差逐漸變化的過程。如果預期管理存在，我們預期將看見分析師的預設誤差在第-12月為負數(在橫軸之下)，隨著盈餘宣告日逐漸靠近，先是預設誤差樂觀的程度慢慢縮小趨近為零，然後將會突破水平線，隱含分析師態度正式由樂觀變為悲觀。將每一個月之預測誤差節點相連，將會看到一條明顯為正斜率的線，本文將此方法命名為方法二。

我們從圖 3 可以看到方法二所得到的結果。整體樣本在預測年度第-12月的預測誤差為-2.43%，代表分析師過於樂觀；之後預測誤差的走勢向上，代表分析師樂觀程度減緩，雖然沒有突破水平線變成過度悲觀，不過整體而言誤差確實愈來愈大(負的愈來愈



少)<sup>7</sup>。另外，樣本中可產生虛擬變數SWITCH的共占 14268 筆，最後發現在第-12 月的預測誤差小於 0(過度樂觀)，而在第-1 月的預測誤差大於等於 0(過度悲觀)的觀察值共有 3536 筆(SWITCH=1)，占 24.78%。

接著，本文藉由在圖3中繪製不同修正路徑的每月預測誤差走勢圖。我們發現OP公司的預測誤差相當明顯由負轉正，從起初的 -5.14%變成最後的 +2.08%，相較於持續處於悲觀(預測誤差持續為正)的PP公司，雖然結局都是達成分析師預測，不過期初之情況大大不同。更重要的是，OP公司的預測誤差幾乎呈現單調遞增，隱含預測年度內分析師態度逐漸變化的情況，支持分析師預測隨著盈餘宣告日的接近，由樂觀逐漸悲觀的說法。圖4-2的對照也發現PO公司的預測誤差相當明顯由正轉負，從起初的 +2.05%變成最後的 -2.73%，相較於持續處於樂觀(預測誤差持續為負)的OO公司，雖然結局皆未能達成分析師預測，不過期初之情況亦不相同，OO公司在第-12月與第-1月之樂觀程度也相去不遠。從圖3也能發現分析師樂觀的「程度」大於悲觀的程度，比如從OO公司的預測誤差可以發現，樂觀的偏誤範圍從2%至6%，但PP公司的預測誤差中，悲觀的偏誤僅有2%以下，這也符合文獻上認為分析師預測太樂觀的看法。

Richardson et al. (2004) 也提出以下的迴歸模型(1)來檢定 MERROR 是否隨著盈餘宣告日的接近而增加(趨向悲觀)：

$$MERROR_{i,t,m} = \beta_0 + \beta_1 LOSS_{i,t} + \beta_2 MV_{i,t} + \beta_3 PB_{i,t} + \beta_4 MONTH_{i,t,m} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

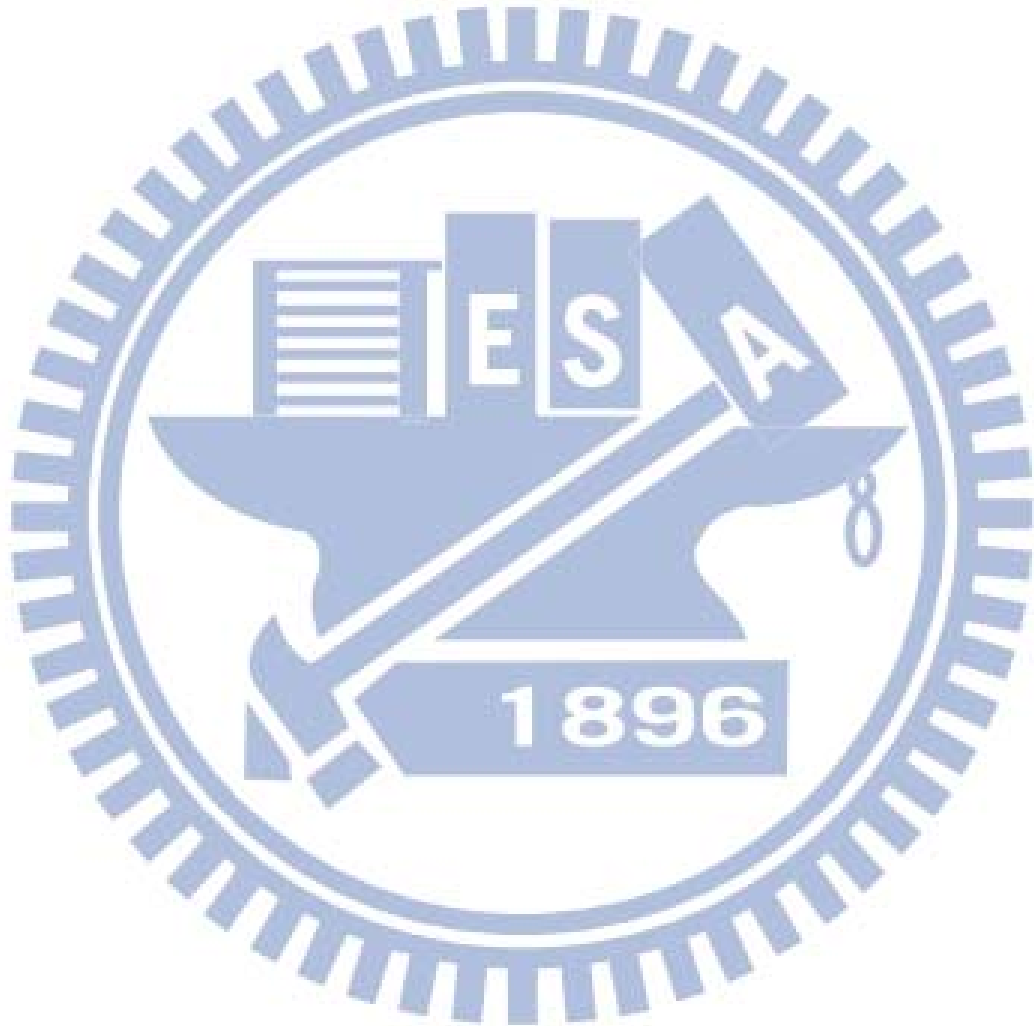
其中，下標  $i$  和  $t$  分別代表公司與預測年度， $m$  表示在  $t$  年盈餘宣告日前的第幾個月。 $MERROR_{i,t,m}$  之定義如同前文所述。 $MONTH_{i,t,m}$  為  $m$  的值，故其範圍從-12 至-1。假如分析師預測隨著盈餘宣告日的接近而逐漸悲觀，我們預期  $MONTH$  之係數  $\beta_4$  將是顯著為正，因為時間愈接近盈餘宣告日，每月的預測誤差愈大(樂觀程度減少，分析師預測趨向悲觀)。其他控制變數之說明如下： $LOSS_{i,t}$  是虛擬變數，若公司  $i$  在預測年度  $t$  的真實盈餘(EPS)小於 0，代表為虧損公司，則令其值等於 1； $MV_{i,t}$  是公司  $i$  在預測年度  $t$  的市值取自然對數， $PB_{i,t}$  則是公司  $i$  在預測年度  $t$  的年平均市值淨值比。

汪進揚、鄧名堯(2012)的研究發現，台灣公司資訊的透明度將對分析師盈餘預測之準確度產生顯著影響，本文也使用證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱證基會)公布的「資訊透明度評鑑分數」當成新的自變數：INF，加入迴歸模型(1)。本文之後所有和預測誤差相關的迴歸模型，都會使用此變數。資訊透明度評鑑分數的範圍為 1 至 5 分，分數愈高代表該公司資訊透明度愈高，因此 INF 變數也是介於 1-5 之間。

接下來，表 9 呈現迴歸模型(1)的結果。模型(1.a)中得到與Richardson et al. (2004) 相當類似的結果，不僅MONTH之係數顯著為正，代表每月預測誤差確實隨著盈餘宣告日的接近而遞增(趨向悲觀)，控制變數MV、PB與LOSS的係數也呈現和文獻相同之結論：

<sup>7</sup> 在此我們排除 13 筆每月預測誤差(MERROR)在 3 倍標準差之外的極端值。

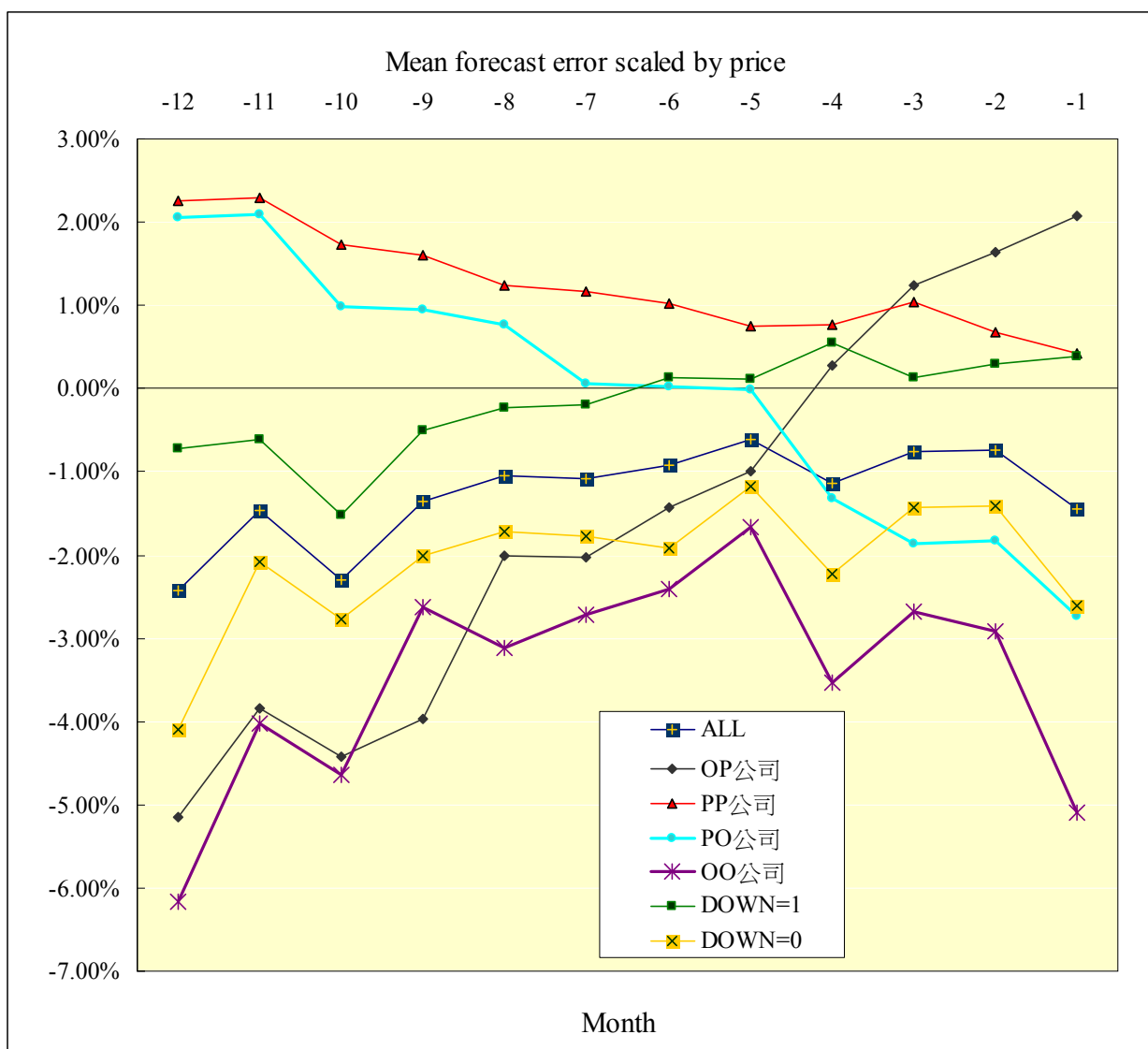
規模大、高市價淨值比與獲利的公司會有比較大(悲觀)的每月預測誤差，此結果可以和汪進揚、余俊憲(2004)與林泓璋(2007)的發現互相呼應，或許是分析師對這些公司態度趨向保守。我們在模型(1.b)加入資訊評鑑分數，其結果全然相同，並發現分析師對透明度高的公司預測過於樂觀，調整R-square也稍微提升<sup>8</sup>。



---

<sup>8</sup> 此處未多加解釋，因為無法取得資訊透明度分數的細項評分(由附註 1 可知評鑑分數高的可能原因眾多)。若能取得細項的評分，就可以清楚歸納是哪種因素造成分析師過度樂觀。

圖 3 每月預測誤差走勢變化圖



註：本圖畫出每月預測誤差走勢之對照圖。橫軸為距離盈餘宣告日之剩餘月份，如-1代表距離盈餘宣告日30天內，以此類推；縱軸為除以期初股價後的每月預測誤差(MERROR)。整體樣本在預測年度第-12月的預測誤差為-2.43%，代表分析師過於樂觀；之後預測誤差的走勢向上，代表分析師樂觀程度減緩。OP公司的預測誤差相當明顯由負轉正，從起初的-5.14%變成最後的+2.08%，且預測誤差幾乎呈現單調遞增。PO公司的預測誤差也明顯由正轉負，從起初的+2.05%變成最後的-2.73%。本圖也隱含分析師樂觀的「程度」大於悲觀的程度，比如從OO公司的預測誤差可以發現，樂觀的偏誤約有2%至6%，但PP公司的預測誤差中，悲觀的偏誤僅有2%以下，這也符合文獻上認為分析師預測太樂觀的看法。我們也能發現DOWN=1的觀察值之每月平均預測誤差明顯由負轉正：在第-12月時平均誤差為過於樂觀的-0.72%，於第-6月時平均誤差變為+0.14%，持續到第-1月時平均誤差為+0.39%，證明模型可以有效挑出疑似為預期管理之報告。

表 9 迴歸模型(1)和迴歸模型(3)之結果

本表列出迴歸模型(1)與迴歸模型(3)的結果。MERROR是每月的預測誤差，計算法視為將真實盈餘減去分析師當月平均盈餘預測之值，除以期初股價，詳見研究方法章節。MV為公司市值取自然對數；PB為公司的市價淨值比；LOSS為一虛擬變數，若EPS<0則令其值為1；MONTH是距離盈餘宣告日前的第幾個月，其範圍由-12至-1；DOWN為一虛擬變數，若樣本經由方法三檢查後，發現分析師平均的盈餘預測過低(不及盈餘預測期望值應有的水準)，則令其值為1；INF是證基會所公布的「資訊透明度評鑑分數」，本文用此變數做為公司資訊的透明度之指標，範圍由1至5。t值的計算考慮clustering的問題，使用Rogers standard error做為標準誤。

	(1.a)	(1.b)	(3.a)	(3.b)
	MERROR	MERROR	MERROR	MERROR
MONTH	0.000973*** (12.01)	0.00102*** (10.62)	0.00105*** (13.26)	0.00108*** (12.48)
MV	0.00432*** (11.47)	0.00533*** (12.19)	0.00375*** (10.28)	0.00463*** (11.07)
PB	0.00110*** (5.83)	0.00111*** (6.27)	0.00136*** (7.43)	0.00140*** (8.19)
LOSS	-0.128*** (-19.70)	-0.133*** (-17.75)	-0.125*** (-19.54)	-0.130*** (-17.69)
DOWN			0.0137*** (10.84)	0.0127*** (10.70)
INF		-0.00396*** (-5.68)		-0.00359*** (-5.51)
Constant	-0.112*** (-11.83)	-0.125*** (-12.28)	-0.104*** (-11.83)	-0.114*** (-12.03)
Observations	19543	18869	18925	18353
R <sup>2</sup>	0.251	0.259	0.270	0.276
Adjusted R <sup>2</sup>	0.251	0.259	0.270	0.276
F	158.8	137.3	133.9	134.3

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

#### 4.2.3 估計引導盈餘預測之代理變數(Proxy for Forecast Guidance)

Matsumoto (2002) 發展一套模型來估計「引導盈餘預測」的代理變數，是本文用來篩選預期管理樣本的方法三。有文獻認為，我們單從分析師盈餘預測的變化(如檢查分析師預測是否由樂觀轉為悲觀)，不足以直接證實管理階層有引導分析師的行為。若是在分析師發布盈餘預測之後，管理階層隨即發布較分析師悲觀的財務預測，這才可以拿來做為管理階層企圖引導分析師調降盈餘的直接證據。但管理階層不一定需要透過公開發布財務預測來引導分析師，可以和分析師在檯面下交流，這無法從管理階層發布之預測得知。有鑑於此，Matsumoto (2002) 使用模型估計，算出分析師發布的盈餘預測值應有的期望值，未預期的部分很可能是管理階層和分析師私下交流產生的結果。首先用下方的迴歸模型(2-1)估計出分析師在預測年度t對屬於產業j的公司i發布的盈餘預測期望值應是多少。模型自變數為當年度真實盈餘變化除以股價後的值，其中， $EPS_{i,j,t}$ 為屬於產業j的公司i在預測年度t的真實盈餘。 $P_{i,j,t-1}^{end}$ 是屬於產業j的公司i在預測年度t-1年最後一個交易日之股價，而公司當年度真實盈餘變化是上一年度真實盈餘變化的函數。將模型(2-1)移項整理成式子(2-2)，分析師盈餘預測( $F_{i,j,t}$ )的期望值可以藉由模型(2-1)估計好的參數( $b_{0,j,t}$ 與 $b_{1,j,t}$ )和上一年的真實盈餘( $EPS_{i,j,t-1}$ )來計算。接著使用 $F_{i,j,t}$ 的期望值減去所有分析師在預測年度t對屬於產業j的公司i發布的盈餘預測平均值( $F_{i,j,t}^{con}$ )，此項差距稱之為「未預期盈餘預測」(UEF; Unexpected Earnings Forecast)。得到UEF之後，Matsumoto (2002) 即可定義虛擬變數DOWN：若公司i在預測年度t之未預期盈餘預測( $UEF_{i,t}$ )為負數，就令 $DOWN_{i,t} = 1$ 。 $DOWN_{i,t} = 1$ 之觀察值表示分析師平均的盈餘預測過低(不及盈餘預測期望值應有的水準)，有可能是受到管理階層採取預期管理的影響，因此將被歸納為疑似有預期管理的可能。完整模型如下<sup>9</sup>：

$$\frac{EPS_{i,j,t} - EPS_{i,j,t-1}}{P_{i,j,t-1}^{end}} = \beta_{0,j,t} + \beta_{1,j,t} \times \left[ \frac{EPS_{i,j,t-1} - EPS_{i,j,t-2}}{P_{i,j,t-2}^{end}} \right] + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2-1)$$

$$E(F_{i,j,t}) = EPS_{i,j,t-1} + P_{i,j,t-1}^{end} \times \left[ b_{0,j,t} + b_{1,j,t} \times \frac{EPS_{i,j,t-1} - EPS_{i,j,t-2}}{P_{i,j,t-2}^{end}} \right] \quad (2-2)$$

$$UEF_{i,j,t} = F_{i,j,t}^{con} - E(F_{i,j,t})$$

$$\text{Let } DOWN_{i,t} = 1 \text{ if } UEF_{i,j,t} < 0$$

<sup>9</sup> Matsumoto (2002) 原本的模型中，還包含一項累積超額報酬的自變數。由於 Matsumoto (2002) 提及引入該變數之條件是假定股價包含分析師盈餘預測未能反應的資訊。並且 Brown and Higgins, (2005) 在文中使用 Matsumoto (2002) 之模型時，主張其他市場較美國而言開發程度較低，投資人保護措施也較不完善，新資訊較不能夠反應在股價上，故已不再引入此變數。因此，本文中將此變數刪去，刪去該變數僅可能使估計結果較為保守，和完整模型並無太大差異。

表 10 呈現本方法挑選的結果，並且探討 DOWN 變數與 MBE 之關係。結果是，共有 18938 筆觀察值能夠估計出 DOWN 變數，而 DOWN = 1 的觀察值一共有 8311 筆，大約是 44%。在 8311 筆觀察值中，共有 4824 筆最後是達成分析師的預測，這些有疑似藉由預期管理來達成市場預期的嫌疑。我們藉由卡方獨立性檢定，研究 DOWN 變數與 MBE 之間是否獨立，結果卡方值等於 323.88，拒絕兩者獨立的虛無假設。我們從表 14 可以看到，在 MBE 樣本之中，DOWN 變數等於 1 的觀察值約一半(50.3%；4824/9591)，和 DOWN 變數等於 0 之數目差異非常小；然而未能 MBE 之樣本中，高達 62.69% (5860/9347) 之觀察值的 DOWN 變數為 0，似乎可以說最後未能達成市場預期，多半是因為沒有引導分析師調降預測之緣故，況且我們從前面的結果就得知分析師的盈餘預測過於樂觀，在沒有預期管理的情形下，公司較難去達成這些高估的預測值。再藉由圖 3，我們可以發現 DOWN=1 的觀察值之每月平均預測誤差明顯由負轉正：在第-12 月時平均誤差為過於樂觀的 -0.72%，但隨著盈餘宣告日的接近緩慢增加，首先是樂觀程度縮小，並正式於第-6 月時平均誤差變為 +0.14%，持續到第-1 月時平均誤差為 +0.39%，都是過度悲觀。圖 3 更證明模型是有效的，我們估計出來的代理變數確實能挑出疑似為預期管理之報告。

本文並結合 Richardson et al. (2004) 的模型與由 Matsumoto (2002) 的方法三挑選出的疑似為預期管理的觀察值(DOWN = 1)，在迴歸模型(1)中加入 DOWN 變數，得到迴歸模型(3)。在迴歸模型(3)中，假如係數  $\beta_5$  顯著為正，表示這些疑似是預期管理的觀察值較 DOWN = 0 的觀察值更悲觀(預測誤差較大)。其他在迴歸模型(3)出現的變數定義皆相同。

$$MERROR_{i,t,m} = \beta_0 + \beta_1 LOSS_{i,t} + \beta_2 MV_{i,t} + \beta_3 PB_{i,t} + \beta_4 MONTH_{i,t,m} + \beta_5 DOWN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

結果在表9中，模型(3.a) DOWN的係數為 +0.0137，顯著大於零。表示以「每月」預測誤差的角度切入，此法篩選出的引導分析師預測之樣本較其他DOWN=0之觀察值更加悲觀，有可能是管理階層進行預期管理的緣故。若以MERROR的定義回推，假設股票調整後收盤價格為46元(樣本中位數)，分析師盈餘預測的平均值約低估真實盈餘0.6元。

表 10 利用方法三挑選疑似預期管理樣本之結果

本表列出樣本經過方法三(Matsumoto 2002)挑選後，疑似為預期管理的報告數，並在括號中列出百分比(%)。並利用卡方獨立性檢定，檢定引導盈餘預測和 MBE 之間是否獨立。DOWN 是一個虛擬變數，若樣本經由方法三檢查後，發現分析師平均的盈餘預測過低(不及盈餘預測期望值應有的水準)，則令其值為 1，為疑似預期管理的觀察值；MBE 為一虛擬變數，若 SURP $\geq$ 0 則令其值為 1，表示公司達成市場預期。

	DOWN = 1	DOWN = 0	合計
MBE = 1 (%)	4824 (25.47)	4767 (25.17)	9591 (50.64)
MBE = 0 (%)	3487 (18.41)	5860 (30.94)	9347 (49.36)
合計 (%)	8311 (43.89)	10627 (56.11)	18938 (100.00)

$$\chi^2 = 323.88$$

$$p\text{-value} = 0.000$$

#### 4.2.4 小結

本節首先探討非預期盈餘(SURP)與預測誤差(ERROR)與三種代表預期管理的變數(OP、SWITCH與DOWN)的相關性，發現某些值得說明的結果<sup>10</sup>。變數SURP與變數OP、PP、SWITCH和DOWN都呈現顯著的正相關(Pearson相關係數分別為 0.307、0.158、0.288 與 0.104)，而OP、PP、SWITCH的值若為 1，表示分析師最新的盈餘預測皆為悲觀，此結果相當合理；而SURP與DOWN顯著的正相關則表示我們藉由方法三所挑選出之疑似預期管理的樣本確實有較大的非預期盈餘，較可能達成分析師的預期。另外，變數ERROR與變數OP、OO、SWITCH都呈現顯著的負相關(Pearson相關係數分別為 -0.175、-0.217 與 -0.164)，而OP、OO、SWITCH的值若為 1，表示分析師最初的盈餘預測過於樂觀，此結果亦相當合理；而ERROR與DOWN則呈現顯著的正相關，此表示我們藉由方法三所挑選出之疑似預期管理的樣本有較大的預測誤差(表示分析師最初之預測較為悲觀)。故綜合來看，方法三挑選出之疑似預期管理的樣本應大多是PP樣本。另外，因為OP變數和SWITCH變數概念類似，挑選預期管理的結果應該也很類似。因此有必要在後面特別觀察使用不同檢測方法來回答研究問題時，是否出現很大的不同。

綜合所有方法來看，整體樣本中約有 25%經檢查發現有預期管理的可能，也約占有 MBE 樣本的一半。預測誤差(真實盈餘減分析師最早之盈餘預測)為負(期初樂觀)的大類下，預期路徑 8 和 9 的比例明顯大於預測誤差為正(期初悲觀)的大類下，預期路徑 1

<sup>10</sup> 結果未製表。此處我們剔除了無法估計 SWITCH 或 DOWN 變數的觀察值，最後樣本數減少為 13961 筆。

的比例。表示很多期初樂觀的樣本是因為分析師調降預測使得最後能夠達成市場的預期。預測誤差為負的比例也明顯低於非預期盈餘(真實盈餘減分析師最近之盈餘預測)為負的比例。若預期管理不存在，預測誤差為負的比例應等於非預期盈餘為負的比例。而從每月的預測誤差走勢圖可以發現，分析師預測有顯著隨著盈餘宣告日的接近樂觀程度愈低的情況。綜合比較 OP 公司和 DOWN=1 之觀察值走勢也可以發現平均預測誤差由負轉正(樂觀變成悲觀)，並且走勢是逐漸悲觀而非隨機跳動。另外，DOWN=1 的觀察值有分析師預測明顯較悲觀的情況，我們也發現能否 MBE 和預期管理之間是相關的，樣本無法 MBE 大多是因為未從事預期管理(DOWN=0)的原因。由於以上證據，本文支持預期管理現象存在，與黃婷鈺(2005)及何搵財(2003)的研究結果相同。

本節最後由下方表 11 說明公司特質對管理階層進行預期管理的影響。我們可以發現成長型公司的管理階層最有可能進行預期管理：本文使用的三種方法下，這些可能是預期管理的分析師報告，受評公司超過四分之三都是成長型公司。相較而言，虧損公司的比例極低，但也可能是原本虧損公司的樣本就很少。融資活動方面，使用融資活動的公司( $\Delta XFIN > 0$ )進行預期管理的比例最高約為 40%，若是細分融資工具，會發現絕大部分都是使用負債融通的公司，這會和本文後續的實證相互呼應。本文另外發現，疑似預期管理公司的資訊透明度不低，評鑑分數平均都在 3 分(中等透明度)左右。

表 11 疑似進行預期管理的公司特質

本表將探討，給定疑似預期管理的報告(OP=1，SWITCH=1，DOWN=1)之下，這些報告的受評公司的特質(是否虧損、成長性、規模、是否使用融資活動、資訊透明度)為何。比如表中 3.74% 代表 OP=1 的報告中，受評公司屬於虧損的占 3.47%，以此類推。其中虧損公司代表 LOSS=1，成長型公司代表 PB>1，大規模公司則是公司市值在前 50%。 $\Delta DEBT$  為淨負債融資變數， $\Delta EQUITY$  為淨權益融資變數，淨外部融資變數( $\Delta XFIN$ ) =  $\Delta DEBT + \Delta EQUITY$ ，詳見表 3。最後一列列出不同方法下，報告中受評公司平均的資訊透明度評鑑分數。最後一欄(ALL)則是代表三種方法皆判定疑似為預期管理。

	OP	SWITCH	DOWN	ALL
虧損公司	3.74%	0.40%	2.61%	0.00%
成長型公司	82.58%	75.23%	92.95%	79.63%
大規模公司	52.98%	56.17%	51.97%	60.51%
$\Delta XFIN > 0$	36.63%	40.41%	31.99%	24.49%
$\Delta DEBT > 0$	49.06%	54.86%	51.97%	44.12%
$\Delta EQUITY > 0$	4.39%	3.25%	4.55%	0.00%
平均 INF	3.25	3.33	3.09	3.06



### 4.3 市場是否給予MBE公司額外報酬？

#### 4.3.1 符合或打敗分析師預測的報酬

關於市場是否給予 MBE 公司額外報酬，本文參照 Bartov et al. (2002) 與 Teoh et al. (2009) 之模型，使用下列迴歸模型(4)檢定：

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERROR_{i,t} + \beta_2 SURP_{i,t} + \beta_3 MBE_{i,t} + \beta_4 DSMALLSURP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中，下標 i 和 t 分別代表公司與預測年度。ERROR<sub>i,t</sub> 與 SURP<sub>i,t</sub> 之定義如同前文所述。MBE<sub>i,t</sub> 是一個虛擬變數，若 SURP<sub>i,t</sub> ≥ 0 則令其值等於 1；DSMALLSURP<sub>i,t</sub> 也是一個虛擬變數，若該觀察值發生小幅度非預期盈餘(SURP<sub>i,t</sub> 之絕對值 < 0.02%)，則令其值等於 1。加入 DSMALLSURP<sub>i,t</sub> 是因為有些文獻 (如 Richardson et al. 2004) 提及公司若有引導分析師調降盈餘預測或盈餘管理之行為，管理階層只要求最後真實盈餘能夠些微打敗、恰好符合分析師的預測即可，並不會設法讓真實盈餘大幅打敗市場預期，故小幅度的非預期盈餘更可以反映預期管理。自變數 CAR<sub>i,t</sub> 為累積異常報酬，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。而累積期間中每一天的異常報酬(AR)則是利用 Fama-French 三因子模型估計後得到，如模型(5)所示：

$$AR_{i,d} = R_{i,d} - (\hat{\delta}_{0i} + \hat{\delta}_{1i}RM_d + \hat{\delta}_{2i}SMB_d + \hat{\delta}_{3i}HML_d) \quad (5)$$

其中，下標 i 分別代表公司，d 代表異常報酬累積期間中的每一天。AR 為公司每天的異常報酬、R 是公司股票報酬、RM 是台灣上市加權股價指數報酬、SMB 為規模溢酬、HML 則為淨值市價比溢酬<sup>11</sup>。

在迴歸模型(4)中，假如市場確實給予 MBE 公司額外報酬，β<sub>3</sub> 係數應該顯著大於零。另外，我們也預期非預期盈餘(SURP)之係數 β<sub>2</sub> 為顯著為正，表示非預期盈餘愈多，市場將給予較高的報酬。而 DSMALLSURP 之係數 β<sub>4</sub>，文獻上顯著為負，表示市場懷疑微小的非預期盈餘是管理階層介入才使得盈餘符合預期。

表 11-1 呈現迴歸模型(4)的結果。模型(4.a)是純粹使用 ERROR 和 SURP 當自變數的結果，可以發現公司的非預期盈餘若增加 1%，可額外獲得之報酬為 0.692%。模型(4.b)則使用 ERROR 和 MBE 做自變數，亦發現 MBE 公司確實可獲得顯著的額外報酬。在模型(4.c)

<sup>11</sup> 計算三因子需要建立投資組合，由於本文樣本排除金融業，故投組成分股中不包含金融股。

中，發現SURP的係數雖然減小至 0.424，但仍然顯著為正<sup>12</sup>，而最關鍵的MBE變數之係數 $\beta_3$ 則是如預期的顯著大於 0，表示在控制預測誤差後，支持市場確實給予MBE公司額外的報酬的假設，此結果和Bartov et al. (2002) 與Teoh et al. (2009)的結論相同，也支持先前國內文獻的發現。另外，若不考慮DSMALLSURP變數，其結果(2.b)與完整的迴歸模型得到幾乎完全相同的結果，而DSMALLSURP的係數很小，統計上也非常不顯著<sup>13</sup>，代表市場對於微小幅度的非預期盈餘無明顯反應。既然達成市場預期有顯著的報酬，公司就會有誘因去從事預期管理讓股價上漲，故本文前面發現預期管理的現象可獲得解釋。

Bartov et al. (2002) 發現財務危機的公司(Altman's Z-scores 小於 2 或公司發行的債券評等在投資級以下)若達成分析師盈餘預測，市場給予的報酬將較其他沒有財務危機的公司多。類似於財務危機公司，虧損公司也面臨公司營運狀況不佳的考驗，故虧損公司一旦達成市場預期，所獲得之報酬應該較多，故本研究進一步探討達成分析師預測的虧損公司是否獲得較多報酬？我們將迴歸模型(4)中新增一個虛擬變數：SUBMET<sub>i,t</sub>，便得到下方的迴歸模型(6)。在所有 MBE 之樣本中，若是公司為虧損(真實盈餘小於 0)，則令 SUBMET<sub>i,t</sub> 的值等於 1。我們預期係數  $\beta_5$  應該顯著大於 0。另外，在所有 MBE 的樣本中，若是公司之市價淨值比大於 1，則令 SUBMET<sub>i,t</sub> 的值等於 1，這可以探討成長型公司與價值型公司達成盈餘預期時所獲得之報酬是否不同。Skinner and Sloan (2002) 認為成長型公司在 MBE 之時，得到的報酬並沒有高於價值型公司，因為投資人本來就預期成長型公司有更優異的表現，賺取較高的盈餘；但若未達成盈餘預測，對股價的負面影響卻超過價值型公司數倍，因此我們預期係數  $\beta_5$  不顯著為正。

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERROR_{i,t} + \beta_2 SURP_{i,t} + \beta_3 MBE_{i,t} + \beta_4 DSMALLSURP_{i,t} + \beta_5 SUBMBE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

表 11-2 回報迴歸模型(6)的結果，以觀察公司之盈虧與成長性是否會影響市場所給予的 MBE 報酬。其中模型(6.a)檢查成長型公司與價值型公司之差異，模型(6.b)檢查虧損公司與獲利公司之不同。在模型(6.a)中共有 8876 筆觀察值屬於成長型的 MBE 公司，而模型(6.b)中共有 196 筆觀察值屬於虧損的 MBE 公司。屬於成長型公司的觀察值占樣本 17513 筆，故約有一半達成分析師盈餘預測；而屬於成長型公司的觀察值占樣本 976 筆，故只有五分之一能夠達成分析師盈餘預測，相對來說比例稀少許多。觀察迴歸模型(6.a)之 SUBMBE 之係數顯著小於 0，而(6.b)之 SUBMBE 之係數顯著大於 0，表示市場給予成長型公司 MBE 的報酬不增反減，而給予虧損公司 MBE 的報酬增加。這與我們預期之結果大致符合：市場視成長型公司達成盈餘預期為理所當然，而虧損公司在經營不利的情況下還能達成盈餘預期，是難能可貴，故應給予獎賞。

<sup>12</sup> Bartov et al. (2002) 得到的 SURP 係數為 0.534，代表非預期盈餘增加 1%，可額外獲得報酬為 0.5%。

<sup>13</sup> 在全部樣本 19556 筆觀察值中，共有 964 筆觀察值的 DSMALLSURP=1。

表 12-1 迴歸模型(4)之結果

本表列出迴歸模型(4)的結果。CAR是累積異常報酬，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。SURP為真實盈餘減去分析師最新的盈餘預測後，再除以期初股價得到之非預期盈餘；ERROR為真實盈餘減去分析師最初的盈餘預測後，再除以期初股價得到之預測誤差；MBE為一虛擬變數，若SURP $\geq$ 0則令其值為1；DSMALLSURP為一虛擬變數，若SURP之絕對值小於0.02%，則令其值為1。t值的計算考慮clustering的問題，使用Rogers standard error做為標準誤。

	(4.a)	(4.b)	(4.c)	(4.d)
	CAR	CAR	CAR	CAR
ERROR	-0.768** (-2.20)	-0.666** (-2.46)	-0.739** (-2.18)	-0.740** (-2.18)
SURP	0.692*** (3.41)		0.423* (1.79)	0.424* (1.79)
MBE		0.107*** (9.81)	0.0841*** (4.88)	0.0839*** (4.89)
DSMALLSURP				0.00787 (0.33)
Constant	1.213*** (75.79)	1.160*** (65.11)	1.171*** (62.30)	1.171*** (62.26)
Observations	19556	19556	19556	19556
$R^2$	0.038	0.042	0.045	0.045
Adjusted $R^2$	0.038	0.042	0.045	0.045
F	24.71	51.46	39.42	33.45

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

表 12-2 迴歸模型(6)之結果-探討公司盈虧與成長性

本表列出迴歸模型(6)的結果。CAR是累積異常報酬，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。SURP為真實盈餘減去分析師最新的盈餘預測後，再除以期初股價得到之非預期盈餘；ERROR為真實盈餘減去分析師最初的盈餘預測後，再除以期初股價得到之預測誤差；MBE為一虛擬變數，若SURP $\geq$ 0則令其值為1；DSMALLSURP為一虛擬變數，若SURP之絕對值小於0.02%，則令其值為1。SUBMBE為一虛擬變數，若MBE公司符合特定條件，則令其值為1；模型(6.a)中成長型公司(PB >1)之SUBMBE =1，模型(6.b)中虧損公司(EPS <0)之SUBMBE =1。t值的計算考慮clustering的問題，使用Rogers standard error做為標準誤。

	(6.a)	(6.b)
	CAR	CAR
ERROR	-0.642* (-1.89)	-0.715** (-2.13)
SURP	0.246 (0.86)	0.411* (1.76)
MBE	0.226*** (3.00)	0.0807*** (4.98)
DSMALLSURP	0.0147 (0.62)	0.00266 (0.11)
SUBMBE (6.a)	-0.149** (-2.27)	
SUBMBE (6.b)		0.188*** (2.83)
Constant	1.168*** (60.83)	1.171*** (62.48)
Observations	19556	19556
$R^2$	0.050	0.047
Adjusted $R^2$	0.049	0.047
F	41.79	85.35

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

#### 4.3.2 市場對於疑似透過預期管理而達成分析師盈餘預測之反應

檢查市場對於疑似為預期管理而 MBE 的情形有何反應是很重要的。若市場能夠發現、判別某一些 MBE 的情形可能是因為預期管理的緣故，可能給予的報酬將減少，如同 Bartov et al. (2002) 的結果，但減少的幅度不足以抵銷公司 MBE 獲得之報酬。但是若市場無法分辨其中的差異，疑似進行預期管理的 MBE 公司與其他未進行預期管理的 MBE 公司將獲得相同之報酬，如黃婷鈺(2005)就未發現市場明顯給予疑似進行預期管理的 MBE 公司較少的報酬。

本文以迴歸模型(6)檢測市場對於疑似透過預期管理而 MBE 之反應程度。所有 MBE 的情況下(非預期盈餘大於或等於零)，若是檢測預期管理的方法中判斷該觀察值有進行預期管理，則令  $SUBMET_{i,t}$  的值等於 1。我們一共有三種檢測方法(修正路徑屬於 OP 之樣本、虛擬變數 SWITCH 等於 1、虛擬變數 DOWN 等於 1)，加上三種方法的交集(三種方法都判定有預期管理的可能)，因此迴歸模型(6)在此共計執行 4 次。如此，藉由觀察係數  $\beta_5$  的正負，即可以知道市場對於疑似為預期管理而 MBE 的情形有何反應。若市場無法分別 MBE 的情況有可能是因為預期管理，而非公司表現優異，那麼迴歸模型(6)中 SUBMBE 的係數應該不顯著；假若如過去文獻所說，市場會因此給予較少的報酬，SUBMBE 的係數應該為負，由表 12 呈現迴歸的結果。

迴歸模型(6.c)中若 MBE 的觀察值屬於修正路徑中的 OP，則 SUBMBE 等於 1，共 5236 筆。迴歸模型(6.d)中若 MBE 的觀察值經由方法二檢查後發現 SWITCH 值等於 1，則 SUBMBE 等於 1，共 2879 筆。迴歸模型(6.e)中如果 MBE 觀察值的 DOWN 值等於 1，則 SUBMBE 若等於 1，一共 4824 筆。而迴歸模型(6.f)中，必須三種方法都判定有預期管理的可能，才令 SUBMBE 的值為 1，符合此條件之樣本只有 1360 筆。

結果顯示 MBE 之係數均顯著大於 0，依然支持市場會給予 MBE 公司額外的報酬。在 (6.d) 和 (6.f) 中，SURP 之係數顯著為正，代表非預期盈餘愈多，報酬也愈高。更重要的是，SUBMBE 係數在 (6.c) 和 (6.d) 中都不顯著，但是在 (6.e) 和 (6.f) 中卻是顯著小於 0。若是把迴歸模型中解釋能力很弱的 DSMALLSURP 係數拿掉，得到的結果一致。綜合來看，迴歸模型(6.f)要求三種方法都判定為預期管理，相對來說條件比較寬鬆(若只有單一或兩種方法判定為預期管理，該觀察值的 SUBMBE 依然為 0)。故本文認為，市場不容易分辨公司能夠 MBE 是否為進行預期管理之緣故，但是一旦發覺有預期管理的現象，投資人將給這些疑似預期管理的公司更少的報酬<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> 本文有額外依照 Teoh et al. (2009) 的做法，在限定 MBE 樣本之下，利用迴歸模型(6)讓 CAR 對 OP、SWITCH 與 DOWN 個別進行迴歸，未製表的結果發現只剩下 SWITCH 的係數不顯著(p-value 0.961)，其餘係數都顯著為負，因此得到的結論相同。

表 13 迴歸模型(6)之結果- 疑似預期管理的情況

本表列出迴歸模型(6)的結果。CAR是累積異常報酬，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。SURP為真實盈餘減去分析師最新的盈餘預測後，再除以期初股價得到之非預期盈餘；ERROR為真實盈餘減去分析師最初的盈餘預測後，再除以期初股價得到之預測誤差；MBE為一虛擬變數，若SURP $\geq$ 0則令其值為1；DSMALLSURP為一虛擬變數，若SURP之絕對值小於0.02%，則令其值為1。SUBMBE為一虛擬變數，若MBE公司符合特定條件，則令其值為1。模型(6.c)中若OP=1則SUBMBE=1，模型(6.d)中若SWITCH=1則SUBMBE=1，模型(6.e)中若DOWN=1則SUBMBE=1，模型(6.f)中若該觀察值的OP、SWITCH、DOWN變數全部等於1，則SUBMBE=1。t值的計算考慮clustering的問題，使用Rogers standard error做為標準誤。

	(6.c)	(6.d)	(6.e)	(6.f)
	CAR	CAR	CAR	CAR
ERROR	-0.691* (-1.97)	-1.125*** (-18.31)	-0.727** (-2.14)	-1.347*** (-22.36)
SURP	0.367 (1.42)	0.672*** (8.52)	0.397 (1.68)	0.911*** (10.29)
MBE	0.0596*** (4.27)	0.0481*** (3.22)	0.124*** (6.68)	0.0905*** (6.35)
DSMALLSURP	0.0122 (0.52)	0.0210 (0.74)	0.00371 (0.16)	0.00301 (0.11)
SUBMBE (6.c)	0.0506 (1.34)			
SUBMBE (6.d)		0.0217 (0.81)		
SUBMBE (6.e)			-0.0771*** (-6.06)	
SUBMBE (6.f)				-0.212*** (-7.38)
Constant	1.170*** (62.17)	1.197*** (72.17)	1.177*** (63.55)	1.197*** (71.65)
Observations	19556	14276	18938	13961
R <sup>2</sup>	0.047	0.071	0.050	0.091
Adjusted R <sup>2</sup>	0.047	0.071	0.050	0.090
F	28.45	222.5	31.73	157.1

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

#### 4.4 公司融資活動有無影響管理階層從事預期管理的意圖？

關於研究問題三，我們想了解的問題是：融資活動有無影響管理階層從事預期管理的意圖。Richardson et al. (2004) 和 Teoh et al. (2009) 認為進行融資活動的公司較有誘因進行預期管理，因為負面非預期盈餘將不利於公司募集資金；不過 Bradshaw, Richardson, Sloan (2006) 卻發現分析師預測融資活動公司之時太過於樂觀。假若盈餘預測持續處於過度樂觀，最後是不可能成功 MBE 的，管理階層有動機從事預期管理，設法讓分析師調降盈餘預測。因此，分析師對融資活動公司發布的盈餘預測是否是過度樂觀然後逐漸悲觀？本節將研究融資活動對預期管理造成之影響。首先同樣利用迴歸模型(6)檢定 MBE 公司若同時進行外部融資，市場給予之 MBE 報酬是否有增加、減少或不變？在所有 MBE 的觀察值中(非預期盈餘大於或等於零)，若是融資活動相關變數( $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$  和  $\Delta EQUITY$ )大於 0，則令  $SUBMET_{i,t}$  的值等於 1。由於融資活動相關變數共有三個，此階段迴歸模型(6)共將執行 3 次。同樣地，藉由觀察係數  $\beta_5$  的正負，便可清楚 MBE 公司若同時進行外部融資，市場給予之報酬的變化。

然而，我們更有興趣的是融資活動公司是否更有誘因去進行預期管理。如同 Richardson et al. (2004) 和 Teoh et al. (2009) 所提出的結果，若公司盈餘不如市場預期，將會對股價造成負面影響，不利於進行融資活動的公司。不過 Bradshaw, Richardson, Sloan (2006) 卻發現分析師預測融資活動公司之時太過於樂觀，若是如此公司最後順利達成市場預期的可能性便降低。在此我們結合三種檢測方法(預期路徑/修正路徑屬於 OP 之觀察值、虛擬變數 SWITCH 等於 1、虛擬變數 DOWN=1)與三個融資活動相關變數 ( $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$  和  $\Delta EQUITY$ )，使用 Richardson et al. (2004) 一文中提出的 Logit 迴歸模型(7)來檢定此問題：

$$EM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MV_{i,t} + \beta_2 PB_{i,t} + \beta_3 LOSS_{i,t} + \beta_4 FINVAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

迴歸模型(7)之中，下標  $i$  和  $t$  分別代表公司與預測年度。 $EM_{i,t}$  包含三種檢測預期管理之虛擬變數，分別是  $OP_{i,t}$ 、 $SWITCH_{i,t}$  或  $DOWN_{i,t}$ 。當樣本在方法一中的修正路徑屬於 OP 路徑時，就令  $OP_{i,t}$  的值等於 1。 $FINVAR_{i,t}$  包含三種融資活動之相關變數，分別是  $\Delta XFIN_{i,t}$ 、 $\Delta DEBT_{i,t}$  或  $\Delta EQUITY_{i,t}$ 。本文將交互探討不同檢測方法和不同之融資活動變數(不同的融資工具)的關係，因此迴歸模型(7)共計執行 9 次。 $SWITCH_{i,t}$ 、 $DOWN_{i,t}$  和其他控制變數之定義則如同之前所述。假如融資活動公司確實比其他公司更頻繁從事引導分析師預測之活動，我們將發現迴歸模型中  $FINVAR$  之係數  $\beta_4$  顯著為正；若情況相反， $FINVAR$  之係數  $\beta_4$  將顯著為負。

我們首先從圖4來觀察融資活動公司的每月預測誤差的走勢。圖4比較 $\Delta XFIN$ 大於 0(代表融資活動淨現金流入)和小於等於 0 的樣本，結果支持 Bradshaw, Richardson, Sloan (2006) 的結論，分析師給予融資活動公司的盈餘預測都更加樂觀，並且是從期初至期末

持續的樂觀<sup>15</sup>。不但沒有由樂觀變為悲觀，過度樂觀的程度也未明顯變小，更無法觀察出有逐漸隨著盈餘宣告日的接近而悲觀的現象。我們也探討不同融資工具是否會造成預測誤差之差異，同樣藉由圖4比較藉由 $\Delta EQUITY$ 與 $\Delta DEBT$ 的正負分組後，預測誤差之走勢。結果發現，權益融資公司之預測誤差較其他未進行權益融資的公司時而樂觀，時而悲觀，變化程度大；但是以負債融資的公司之盈餘預測從第-12月至第-2月都較其他未進行負債融通的公司樂觀，這證明 $\Delta XFIN$ 大於0的公司盈餘預測較樂觀的情形主要是來自 $\Delta DEBT$ 。這結果和Bradshaw, Richardson, Sloan (2006)相同，因為我們使用的盈餘預測是當年的盈餘預測，屬於短期的預測。對於發行股票的公司，分析師會過於樂觀的項目是長期的盈餘成長和目標價格；當年的盈餘預測並沒有明顯的差別。

接下來，表13呈現迴歸模型(6)用來檢查市場給予MBE的融資活動公司的報酬是否不相同。迴歸模型(6.g)中若MBE觀察值之 $\Delta XFIN$ 大於0，則SUBMBE等於1，共3578筆。(6.h)中若MBE觀察值之 $\Delta DEBT$ 大於0，則SUBMBE等於1，共5306筆。(6.i)中如果MBE觀察值之 $\Delta EQUITY$ 大於0，則SUBMBE等於1，共537筆。我們可以發現所有模型的SUBMBE係數不但沒有大於0，反而顯著為負，表示融資活動公司MBE的報酬率顯著的少於未進行融資活動的MBE公司。其中以權益融資的MBE公司最為嚴重，減少的幅度已經侵蝕MBE公司擁有的基本報酬。

表14回報Logit迴歸模型(7)的結果，應變數是三種檢測預期管理之虛擬變數(OP、SWITCH、DOWN)，FINVAR分別是 $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$ 與 $\Delta EQUITY$ <sup>16</sup>。因為表13的發現，我們預期融資活動公司，尤其是權益融資的公司不會更頻繁去進行預期管理，該推測在表14中被證實：不論我們使用的自變數為何， $\Delta XFIN$ 和 $\Delta EQUITY$ 的係數都是顯著小於0，支持融資活動公司不會更頻繁去進行預期管理。並且可以發現當應變數為OP或SWITCH的情況下， $\Delta XFIN$ 和 $\Delta EQUITY$ 的係數大小類似， $\Delta EQUITY$ 的係數更達到-13.53與-15.08，代表權益融資(現金增資、賣庫藏股)的公司更不願意去從事預期管理，或許和其MBE報酬的減少有關。

不過，或許是因檢測預期管理方法的不同， $\Delta DEBT$ 的係數在不同應變數之下正負不同，因此尚無法斷定以負債融資的公司是否更有動機從事預期管理。不過，配合表13的結果可以發現，若MBE公司以舉債來獲取外部資金，其MBE的報酬減少的幅度較少，而且並沒有嚴重侵蝕MBE可獲得的基本報酬。相較於權益融資的公司，負債融資的公司確實較有意願和誘因從事預期管理的行為<sup>17</sup>，本文推測，這可能與公司必須滿足和債權人議定好的條款有關，公司盈餘必須保持在一定的水準之上，債權人也較注重績效的穩健度，低於預期的盈餘可能使債權人對公司營運狀況出現疑慮。

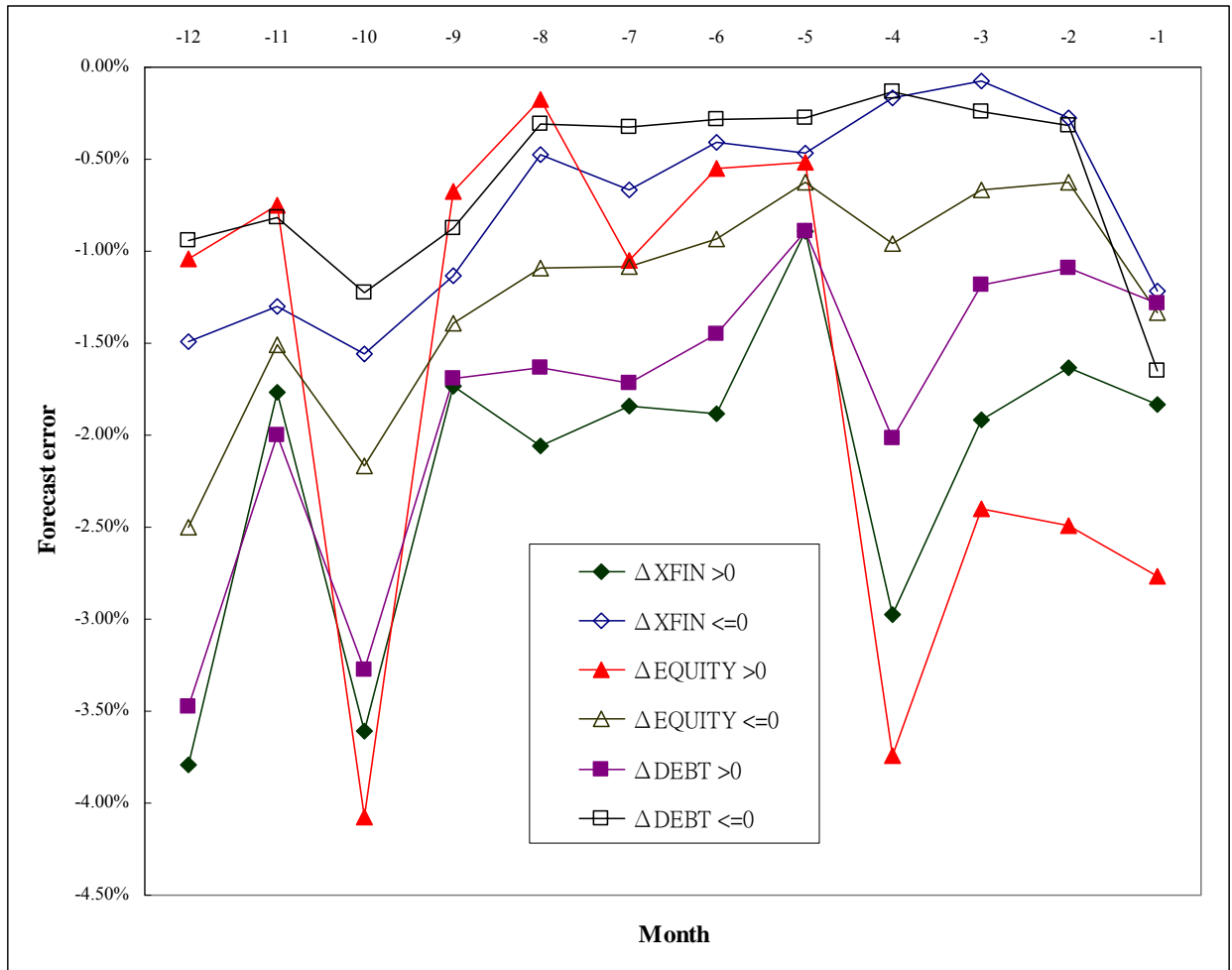
<sup>15</sup> 若使用公司財報中實際的融資活動現金(CFF)繪圖，也可發現同樣的情形：CFF大於0的樣本從期初至期末都較CFF小於等於0的樣本樂觀。

<sup>16</sup> 為了節省篇幅，我們直接回報加入資訊揭露評鑑分數(INF)變數後執行之結果，未使用INF變數所得到的結論完全一致，而加入INF後，pseudo R<sup>2</sup>稍微增加。

<sup>17</sup> 若我們把應變數(EM)等於1的條件改為必須三種方法都判定為疑似預期管理的樣本， $\Delta DEBT$ 的係數將為負數，不過不顯著，故此部分尚未有明確結論。此部分結果也與表11互相呼應。



圖 4 每月預測誤差走勢圖- 依融資活動變數正負分類



註：本圖畫出依照融資活動變數之正負分組的每月預測誤差走勢圖。橫軸為距離盈餘宣告日之剩餘月份，如-1代表距離盈餘宣告日30天內，以此類推；縱軸為經過期初股價平減後的每月預測誤差(MERROR)。 $\Delta DEBT$ 為淨負債融資變數，計算方法為：加總發行公司債、償還公司債和長短期債款的新增和償還之現金流量後，除以公司總資產，並且限制最大值為1，最小值為-1； $\Delta EQUITY$ 為淨權益融資變數，計算方法為加總現金增資、庫藏股買賣和發放股利之現金流量後，除以公司總資產，並且限制最大值為1，最小值為-1。淨外部融資變數( $\Delta XFIN$ )= $\Delta DEBT + \Delta EQUITY$ 。若融資活動變數大於零，表示公司有融資活動之淨現金流入，以實心點繪製；小於零則為淨現金流出，在圖中為空心點。本圖發現分析師給予融資活動公司更加樂觀的盈餘預測，並且是從期初至期末持續的樂觀。權益融資公司之預測誤差較其他未進行權益融資的公司時而樂觀，時而悲觀，變化程度大；但是以負債融資的公司之盈餘預測從第-12月至第-2月都較其他未進行負債融通的公司樂觀，這證明 $\Delta XFIN$ 大於0的公司盈餘預測較樂觀的情形主要是來自 $\Delta DEBT$ 。這結果和 Bradshaw, Richardson, Sloan (2006)相同，因為我們使用的盈餘預測是當年的盈餘預測，屬於短期的預測。

表 14 迴歸模型(6)之結果- 融資活動

本表列出迴歸模型(6)的結果。CAR是累積異常報酬，由每一個預測年度分析師對公司發布首份報告之報告發布日的後二個交易日開始累積，累積至該預測年度之盈餘宣告日的後一個交易日。SURP為真實盈餘減去分析師最新的盈餘預測後，再除以期初股價得到之非預期盈餘；ERROR為真實盈餘減去分析師最初的盈餘預測後，再除以期初股價得到之預測誤差；MBE為一虛擬變數，若SURP $\geq$ 0則令其值為1；DSMALLSURP為一虛擬變數，若SURP之絕對值小於0.02%，則令其值為1。SUBMBE為一虛擬變數，若MBE公司符合特定條件，則令其值為1。模型(6.g)中若 $\Delta XFIN > 0$ 則SUBMBE = 1，模型(6.h)中若 $\Delta DEBT > 0$ 則SUBMBE = 1，模型(6.i)中若 $\Delta EQUITY > 0$ 則SUBMBE = 1。 $\Delta DEBT$ 為淨負債融資變數、 $\Delta EQUITY$ 為淨權益融資變數，淨外部融資變數( $\Delta XFIN$ ) =  $\Delta DEBT + \Delta EQUITY$ 。若 $\Delta XFIN$ 大於零，表示公司有融資活動之淨現金流入；小於零則為淨現金流出。t值的計算考慮clustering的問題，使用Rogers standard error做為標準誤。

	(6.g) CAR	(6.h) CAR	(6.i) CAR
ERROR	-0.742** (-2.18)	-0.739** (-2.18)	-0.730** (-2.17)
SURP	0.433* (1.82)	0.419* (1.76)	0.405* (1.71)
MBE	0.120*** (5.87)	0.110*** (5.50)	0.0958*** (5.16)
DSMALLSURP	0.00144 (0.06)	0.00663 (0.27)	0.00200 (0.08)
SUBMBE (6.g)	-0.100*** (-5.44)		
SUBMBE (6.h)		-0.0477*** (-3.55)	
SUBMBE (6.i)			-0.200*** (-5.90)
Constant	1.171*** (62.43)	1.171*** (62.19)	1.171*** (62.21)
Observations	19556	19556	19556
$R^2$	0.051	0.047	0.050
Adjusted $R^2$	0.051	0.047	0.050
F	43.51	30.62	31.20

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

表 15 Logit 迴歸模型(7)之結果

本表列出Logit迴歸模型(7)結果。自變數(EM)分別是虛擬變數OP、SWITCH與DOWN：若樣本經方法一檢查後修正路徑屬於OP，則令其值為1；若樣本經方法二檢查後，發現同一預測年度中第 -12月的預測誤差為負數，但第 -1月的預測誤差為正數，則令其值為1；若樣本經方法三檢查後，發現分析師平均的盈餘預測低於預期，則令其值為1。MV為公司市值取自然對數；PB為公司市價淨值比；LOSS為一虛擬變數，若EPS < 0則令其值為1；MONTH是距離盈餘宣告日前的第幾個月，範圍由-12至-1；INF是證基會公布的「資訊透明度評鑑分數」，做為公司資訊的透明度之指標，範圍由1至5。FINVAR分別是 $\Delta XFIN$ 、 $\Delta DEBT$ 與 $\Delta EQUITY$ ： $\Delta DEBT$ 為淨負債融資變數，計算方法為：加總發行公司債、償還公司債和長短期借款的新增和償還之現金流量後，除以公司總資產，並且限制最大值為1，最小值為-1； $\Delta EQUITY$ 為淨權益融資變數，計算方法為加總現金增資、庫藏股買賣和發放股利之現金流量後，除以公司總資產，再限制最大值為1，最小值為-1。淨外部融資變數( $\Delta XFIN$ ) =  $\Delta DEBT + \Delta EQUITY$ 。t值的計算考慮clustering的問題，使用Rogers standard error做為標準誤。

	MV	PB	LOSS	INF	$\Delta XFIN$	$\Delta DEBT$	$\Delta EQUITY$	Constant	Observations	Pseudo R <sup>2</sup>
OP	0.0613** (1.98)	-0.177*** (-7.82)	-0.371*** (-2.83)	-0.0145 (-0.55)	-4.538*** (-10.48)			-2.192*** (-2.81)	18881	3.76 %
SWITCH	0.0204 (0.63)	-0.304*** (-11.59)	-3.041*** (-5.24)	-0.0585* (-1.89)	-4.416*** (-9.86)			-0.728 (-0.94)	13725	6.75 %
DOWN	0.164*** (7.72)	-0.131*** (-16.37)	-1.183*** (-7.91)	-0.225*** (-9.65)	-1.985*** (-9.11)			-3.320*** (-6.35)	18365	3.05 %
OP	0.0826*** (2.66)	-0.117*** (-5.80)	-0.608*** (-4.61)	0.0617*** (2.63)		1.754*** (4.69)		-2.963*** (-3.85)	18881	1.31 %
SWITCH	0.0539 (1.40)	-0.236*** (-10.02)	-3.298*** (-5.68)	0.0170 (0.57)		3.258*** (6.09)		-1.889** (-2.07)	13725	4.93 %

表 14 Logit 迴歸模型(7)之結果(續)

	MV	PB	LOSS	INF	$\Delta$ XFIN	$\Delta$ DEBT	$\Delta$ EQUITY	Constant	Observations	Pseudo R <sup>2</sup>
DOWN	0.172*** (8.23)	-0.114*** (-13.96)	-1.257*** (-8.37)	-0.213*** (-8.81)		-3.203*** (-9.99)		-3.466*** (-6.83)	18365	3.21 %
OP	0.0337 (0.89)	-0.285*** (-9.16)	-0.0270 (-0.20)	-0.0708*** (-2.71)			-13.53*** (-15.94)	-1.720* (-1.83)	18881	10.24 %
SWITCH	-0.0128 (-0.36)	-0.454*** (-12.32)	-2.661*** (-4.61)	-0.126*** (-4.06)			-15.07*** (-23.15)	-0.129 (-0.15)	13725	15.33 %
DOWN	0.168*** (7.85)	-0.118*** (-15.02)	-1.246*** (-8.28)	-0.200*** (-8.86)			-0.939** (-2.44)	-3.509*** (-6.62)	18365	2.55 %

*t* statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

## 五、結論

預期管理起因於公司在盈餘宣告日公開的真實盈餘若不及市場預期(分析師盈餘預測)，股價會因此大跌，管理階層為了避免這種情況發生，會採取引導分析師調降盈餘預測的手段控制盈餘預測在可被達成的水準。由於分析師預測在台灣市場日益受到關注，也日漸成熟，本文探討美國華爾街發生的預期管理現象是否存在於台灣市場。本文從 First Call 資料庫收集2006年至2011年間發布，受評公司為台灣上市公司的原始分析師報告，自行建立資料庫來進行研究，最後共使用19556筆分析師報告。本文發現MBE(Meeting or Beating Expectation；達成分析師預期)確實能獲得市場的報酬，故公司有動機去避免負面非預期盈餘的發生；然而分析師的盈餘預測值多半太過樂觀，若預期管理不存在，MBE將會是一項不容易達成的事情。我們利用三種文獻提出的方法來檢定與挑選疑似為預期管理的情況：預期路徑(Expectation Path)或修正路徑(Revision Path)、每月盈餘預測誤差(Monthly Forecast Error)與引導盈餘預測之代理變數(Proxy for Forecast Guidance)，挑選過後再研究市場對於疑似透過預期管理而MBE的情況是否給予額外的報酬或懲罰。本文特別探討外部融資活動是否會影響管理階層進行預期管理的決策，並觀察分析師當年盈餘預測的走勢變化。

綜合所有方法來看，整體樣本中約有25%的觀察值經檢查發現有預期管理的可能，也約占有MBE樣本的一半。我們發現25.7%的觀察值是因為分析師調降預測使得最後能夠達成市場的預期，該比例明顯超過由於分析師調升預測導致無法達成市場預期的數目(16.66%)。從每月的預測誤差走勢圖也可以發現，分析師預測有顯著隨著盈餘宣告日的接近樂觀程度愈低的情況，模型也得到相同的結論。觀察疑似為預期管理樣本的預測誤差走勢，更是發現平均預測誤差由負轉正(樂觀變成悲觀)，並且走勢是逐漸悲觀而非隨機跳動(預測誤差幾乎呈現單調遞增)。另外，我們也發現能否MBE和預期管理之間存在相關性，樣本無法MBE大多是未從事預期管理的原因。基於以上證據，本文支持台灣市場存在某種程度的預期管理現象，與黃婷鈺(2005)及何搵財(2003)的研究結果相同。

本文並利用三種文獻提出的方法，檢測市場對疑似透過預期管理而MBE之反應情況。三種方法中，有些支持市場無法判別「是否因為預期管理才導致最後達成盈餘預期」，有些支持市場給予疑似預期管理而MBE的報酬減少。若採用必須三種方法皆判斷為預期管理的準則，我們會得到顯著為負的額外報酬。這表示市場不易分辨公司能夠MBE是否為進行預期管理之緣故，不過一旦發覺有預期管理的現象，這些疑似預期管理的公司可獲取的報酬將減少。

最後，本文支持分析師對融資活動公司發布的當年盈餘預測是持續的過於樂觀，沒有隨著盈餘宣告日接近而逐漸悲觀的現象。若是再細分融資的工具來看：對於發行股票的公司，當年度的盈餘預測並沒有明顯的差別，但是對於舉債的公司確實有更加樂觀的

情況，不過分析師只在短期內會對舉債融資的公司感到樂觀。該結果符合Bradshaw, Richardson, Sloan (2006) 所提出的解釋：舉債類似一個信號，表示公司有能力的負擔舉債之後產生的利息和本金，但並不保證長期下公司的成長性。另外，由於市場給予外部融資公司的MBE報酬明顯減少，融資活動公司並不會更頻繁去引導分析師調降預測。

本文的發現有助於分析師報告的使用者了解盈餘預測的特性，進一步去判斷該預測是否過於樂觀，連帶造成目標價格與評等也產生偏誤。本文發現管理階層可能使用預期管理的手段，後續研究亦可加入盈餘管理的議題，例如公司是偏好使用預期管理還是盈餘管理來達成分析師的預期？該偏好是否與公司的特質有關？分析師產業在台灣的發展逐漸成熟，公司使用預期管理或者盈餘管理的情況是否有所改變？誠如 Bartov et al. (2002) 所認為，達成盈餘預期能否做為公司績效良好與財務健全的指標，端賴是否有預期管理等手段的施行。雖然要能做此判斷並不容易，這卻是市場及投資人往後應多加留意觀察的地方。



## 參考文獻

### 國外文獻

- Abarbanell, J.S. "Do Analysts' Earnings Forecasts Incorporate Information in Prior Stock Price Changes", Journal of Accounting and Economics, 14, pp. 147-165, 1991
- Asquith, P., Mikhail, M.B., Au, A.S. "Information Content of Equity Analyst Reports", Journal of Financial Economics, 75, pp. 245-282, 2005
- Baik, B., Jiang, G. "The Use of Management Forecasts to Dampen Analysts' Expectations", Journal of Accounting and Public Policy, 25, pp. 531-553, 2006
- Bartov, E., Givoly, D., Hayn, C. "The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations", Journal of Accounting and Economics, 34, pp. 173-204, 2002
- Bradshaw, M.T., Richardson, S.A., Sloan, R.G. "An Empirical Analysis of the Relation between Corporate Financing Activities and Sell-side Analyst Research", Journal of Accounting and Economics, 42, pp. 53-85, 2006
- Brown, L.D. "A Temporal Analysis of Earnings Surprises: Profits versus Losses", Journal of Accounting Research, 39 (2), pp. 221-241, 2001
- Brown, L.D. "Small Negative Surprises: Frequency and Consequence", International Journal of Forecasting, 19, pp. 149-159, 2003
- Brown, L.D., Caylor, M.L. "A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences", The Accounting Review, 80 (2), pp. 423-440, 2005
- Brown, L.D., Higgins, H.N. "Managing Earnings Surprises in the US versus 12 Other Countries", Journal of Accounting and Public Policy, 20, pp. 373-398, 2001
- Brown, L.D., Higgins, H.N. "Managers Forecast Guidance of Analysts: International Evidence", Journal of Accounting and Public Policy, 24, pp. 280-299, 2005
- Brown, L.D., Pinello, A.S. "To What Extent Does the Financial Reporting Process Curb Earnings Surprise Games", Journal of Accounting Research, 45 (5), pp. 947-981, 2007
- Cheng, Q., Warfield, T.D. "Equity Incentives and Earnings Management", The Accounting Review, 80 (2), pp. 441-476, 2005
- Cotter, J., Tuna, I., Wysocki, P.D. "Expectations Management and Beatable Targets: How Do Analysts React to Public Earnings Guidance", Contemporary Accounting Research, 23, pp. 593-624, 2006

Easterwood, J.C., Nutt, S.R. "Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism", Journal of Finance, 54 (5), pp. 1777-1797, 1999

Kaszniak, R., McNichols, M.F. "Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices", Journal of Accounting Research, 40 (3), pp. 727-759, 2002

Kross, W.J., Ro, B.T., Suk, I. "Consistency in Meeting or Beating Earnings Expectations and Management Earnings Forecasts", Journal of Accounting and Economics, 51, pp. 37-57, 2011

Levitt, A. "The Numbers Game", Remarks Delivered at the NYU Conference for Law and Business, 1998.

Lin, H., McNichols, M.F. "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations", Journal of Accounting and Economics, 25, pp. 101-127, 1998

Matsumoto, D.A. "Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprise", The Accounting Review, 77 (3), pp. 483-514, 2002

Richardson, S.A., Teoh, S., Wysocki, P. "The Walkdown to Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives", Contemporary Accounting Research, 21, pp. 885-924, 2004

Skinner, D.J., Sloan, R.G. "Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio", Review of Accounting Studies, 7, pp. 289-312, 2002

Soffer, L.C., Thiagarajan, S.R., Walther, B.R. "Earnings Preannouncement Strategies", Review of Accounting Studies, 5, pp. 5-26, 2002

Teoh, S.H., Yang, Y.G., Zhang, Y. "The Earnings Numbers Game: Rewards to Walk Down and Penalties to Walk Up of Analysts' Forecasts of Earnings", Working Paper, University of California, 2009

## 國內文獻

王肇蘭，廖思雯，池祥萱，「公司是否能藉由媒體曝光度減緩非預期負面盈餘宣告對股市的衝擊？以台灣金融業為例」，台灣管理學刊，第9卷第2期，165-184頁，2009年。

何搵財，「管理當局符合或打敗強制性財務預測的溢酬」，私立中原大學會計研究所，碩士論文，2003年。

汪進揚，余俊憲，「財務分析師預測準確度和預測行為之研究」，證券市場發展季刊，第16卷第4期，117-144頁，2004年。

汪進揚，鄧名堯，「資訊揭露對分析師盈餘預測品質之影響」，證券市場發展季刊，第24



卷第1期，111-138頁，2012年。

林泓璋，「券商每股盈餘預測準確度之影響因素-結合公司屬性與分析師特性分別探討」，國立中興大學財務金融研究所，碩士論文，2007年。

陳育成，黃瓊瑤，「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13卷第2期，97-121頁，2001年。

黃婷鈺，「公司盈餘符合或超過分析師預測之溢酬」，國立中央大學企業管理研究所，碩士論文，2005年。

溫珮君，「盈餘管理與盈餘預測不確定性之研究」，國立台灣大學會計研究所，碩士論文，2009年。

