

## 發行 ECB、GDR 之業外損益盈餘管理行為

Earnings Management through Non-operating Income before Issuing ECB and GDR

黃志仁<sup>1</sup> 廖彩伶<sup>2</sup> 周孟儀<sup>3</sup>

(Received: May. 9, 2007 ; First Revision: Jun. 28, 2007 ; Accepted: Oct. 20, 2007 )

### 摘要

文獻指出，企業於舉債和辦理現金增資(SEO)之前會進行盈餘管理。由於海外可轉換公司債(ECB)和全球存託憑證(GDR)本質上類似於舉債與SEO，本文認為企業為了降低資金成本以及順利通過發行申請，在發行ECB或GDR之前也會有動機進行盈餘管理。實證結果顯示，在證期會核准發行GDR之前，發行公司明顯利用業外損益來進行盈餘管理，其中投資處分的正向操作是業外損益顯著為正的主因，且核准發行GDR前期之平均業外損益和投資處分亦明顯高於後期。反之，發行ECB的公司並未在核准之前明顯利用業外損益來進行盈餘管理。此外，本文根據觀察事件的攸關財報是否適用35號公報，將ECB (GDR)分成兩個子樣本進行比較，結果發現受35號公報規範之GDR樣本，其平均業外損益和投資處分顯著低於未受規範之樣本，支持本文之「提列彈性降低假說」，顯示35號公報之相關規範降低了公司提列業外損益的時間彈性，確實能有效抑制盈餘管理行為。

**關鍵詞：**盈餘管理、業外損益、海外可轉換公司債、全球存託憑證、35號公報。

### Abstract

Previous studies found significant earnings management (EM) behavior before issuing debt and seasoned equity offerings (SEO). Since Euro Convertible Bond (ECB) and Global Depositary Receipts (GDR) are inherently similar with debt and SEO respectively, this study examines whether the issuers of ECB or GDR have the incentive to engage in EM through non-operating income (NOI) in order to increase the probability of approbation. Our empirical results indicate a significantly positive NOI prior to issuing GDR, but not to ECB. Further analysis finds this positive NOI on the GDR sample mostly comes from the positive disposal income of investment. In addition, to investigate the potential effect of the 35<sup>th</sup> communiqué on our results, we compare the magnitudes of NOI between subsamples categorized based on whether the financial statements in relevant quarters are subjected to 35<sup>th</sup> communiqué. The evidence shows that the magnitude of NOI on the subjected sample is significantly lower than that on the sample not subjected to 35<sup>th</sup> communiqué, consistent with the prediction of our “recognition elasticity hypothesis”.

<sup>1</sup> 靜宜大學財金系副教授

<sup>2</sup> 靜宜大學財金系助理教授

<sup>3</sup> 靜宜大學財金系研究生

**Keywords:** Earnings management, Non-operating income, ECB, GDR, 35<sup>th</sup> communiqué.

## 1. 緒論

為了擴大國內企業的籌資管道，台灣在政策上和法規上鼓勵國內企業至海外發行有價證券<sup>1</sup>，以提升國內企業的籌資效率、降低資金成本。相較於以往的銀行借款及現金增資，近年來許多企業利用發行海外可轉換公司債(Euro Convertible Bond, ECB)或全球存託憑證(Global Depositary Receipts, GDR)進行籌資，且發行風潮由高科技產業公司擴展到金融業及傳統產業。以下之相關報導可看出，近年來發行 ECB 與 GDR 之強烈需求：

-- 國內幾家大企業將發行近 40 億美元的海外可轉換公司債以及美國存託憑證，包括台積電、鴻海、明基、中華電信、國泰金控、第一金控等大型企業紛紛展開海外募資。--2003/8/7 遠見雜誌

-- 奇美於六月中順利發行完台灣面板業史上規模最大的 GDR。--2005/8/26 天下雜誌

本文主要之研究目的，在於探討公司為求順利辦理 ECB(GDR)發行以取得資金，在發行前是否會有類似舉債(SEO)的盈餘管理行為。本質上，ECB 在轉換之前是負債的一種，而 GDR 則類似於現金增資(Seasoned equity offerings, SEO)。負債需要定期支付利息及避免違反債務契約，SEO 之資金運用與績效則必須受到股東監督，因此兩者會為了不同目標而進行盈餘管理。在舉債方面，Robinson and Grant (1997)與 Legoria et al. (2000)指出企業進行舉債之前，會為了取得較佳的信用評等而產生盈餘管理的動機。江明潔(2000)發現在發行債券前兩年，發行可轉換公司債以及 SEO 兩者之間應計項目有顯著差異。在 SEO 方面，Shivakumar (2000)發現管理者會在 SEO 前透過盈餘管理影響投資人決策，希望能以較佳的承銷價格在市場上發行。許多研究則發現，公司進行 SEO 前使用裁決性應計項目的程度明顯較高(Rangan, 1998; Teoh et al., 1998; Shivakumar, 2000; DuCharme et al., 2004)。謝怡昇(2000)發現，企業於 SEO 前會利用裁決性應計項目以及業外損益進行盈餘管理。由於 ECB 和 GDR 本質上分別類似於舉債與 SEO，且「發行人募集與發行海外有價證券處理要點」第六點規定，發行人有債信不良或營業狀況不佳等情形者，證期會不應核准其募集與發行申請，因此本文認為企業為了降低資金成本以及順利通過發行申請，在發行 ECB 或 GDR 之前也會有動機進行盈餘管理。到目前為止，文獻上僅有江明潔(2000)驗證企業發行可轉換公司債與 SEO 之前的盈餘管理行為，然而有關發行 ECB 及 GDR 之前的盈餘管理行為的研究仍付之闕如。

盈餘管理的工具眾多，包括裁決性應計項目、業外損益與衍生性金融商品等。衍生性金融商品以盈餘平穩為主要目的，以裁決性應計項目與業外損益進行盈餘管理則具有明顯的方向性(directional)。以裁決性應計項目進行盈餘管理的隱蔽性最高，事先不需股東會或董事會通過、不需報請主管機關核准、也沒有事後宣告或說明的規定，因此常被

<sup>1</sup> 證管會 1989 年允許本國企業境外發行公司債與存託憑證等工具；於 1992 年四月十五日公布施行「上市行公司參與發行海外存託憑證審核要點」；於 1994 年十二月二十八日公布施行「發行人募集與發行海外有價證券處理要點」。

公司管理者當作盈餘管理工具，但其「迴轉 (reversal)」的特性會影響到之後的財務績效，也無法在短期內對報表盈餘做大幅度的提升。業外損益的方向性盈餘管理效果最大。企業面臨多變的產業環境及經濟情勢時，除了在本業上的經營外，也從事許多不同型態的轉投資事業來挹注盈餘。非本業活動範圍內所獲得之盈餘皆歸類為業外盈餘，即損益表中之營業外損益項目損益表中之業外損益項目。經營者可將存有未實現處分利得之長期性資產出售，以美化帳上的數字。儘管在實務上以業外損益進行盈餘管理有其重要性及普遍性，但研究相對較少。Bartov (1993) 發現企業為了避免違反債務契約以及達到盈餘平穩之效果，會藉由操弄處分資產時點來影響盈餘。江明潔(2000)對於 ECB 盈餘管理的研究，則是以裁決性應計項目作為衡量盈餘管理程度的工具。本文以業外損益來衡量盈餘管理程度，驗證 ECB 或 GDR 發行之前，發行公司處分業外損益的程度是否有顯著異常，以補文獻之不足。本文預期公司發行 ECB 或 GDR 之前，使盈餘提升之業外損益處分行為會增加。此外，本文亦針對業外損益之資產處分與投資處分兩個主要類別進行分析，以進一步了解公司處分業外損益的細部運作狀況。

台灣會計研究發展基金會在 2004 年 7 月 1 日公佈財務會計準則公報第 35 號「資產減損之會計處理準則」，並明訂此公報在 2004 年 12 月 31 日(含)以後之財務報表適用(但亦可提前適用)。資產減損是指當帳面價值大於可回收金額時即必須認列減損損失<sup>2</sup>，使公司在處分使盈餘降低之資產時，時間上的選擇彈性(本文稱之為「提列彈性」)明顯降低。但另一方面，35 號公報資產使用價值的評估牽涉到未來年度現金流量之折現，會計師可能必須被迫接受客戶所做的評估，使管理者利用資產處分來操縱損益的彈性更高(本文稱之為「估計彈性」)。因此，對於盈餘管理程度而言，「提列彈性」和「估計彈性」具有相反方向的影響。此外，雖然理論上轉投資較多的公司受 35 號公報影響程度較大，但若公司已在公報施行前主動認列轉投資可能的虧損(包括土地重估的虧損)，將可減緩公報實施後的衝擊，顯示損益表中之投資處分項目也有可能受公報施行的影響。因此，本文根據觀察事件的攸關財報(核准前兩季)是否適用 35 號公報，將 ECB (GDR)分成兩個子樣本，以觀察公報施行對於「利用業外損益、資產處分及投資處分進行盈餘管理」行為的影響。本文認為，若支持「提列彈性降低假說」(「估計彈性增加假說」)，適用 35 號公報之 ECB 或 GDR 樣本以業外損益進行盈餘管理的程度會低於(高於)不適用公報之樣本。

過去文獻對於 ECB、GDR 的研究，大多著墨於赴海外融資動機、公司特性之研究、長期經營績效、市場區隔效果、發行宣告效果，以及兩種融資工具的比較及市場區隔理論的驗證，關於盈餘管理方面的研究，只有江明潔(2000) 針對發行可轉債進行探討，但針對發行 ECB 及 GDR 是否有盈餘管理現象的研究仍付之闕如。綜合以上所述，本文首度將 ECB 及 GDR、業外損益盈餘管理、與 35 號公報作連結，在以下三方面具有創新之貢獻：

1. 探討公司發行 GDR 或 ECB 之前，以業外損益進行盈餘管理之行為。
2. 進一步將業外損益區分為資產處分與投資處分，分別探討其盈餘管理之細部狀況。

<sup>2</sup> 所謂可回收金額為資產之淨公平價值和使用價值二者中取較高者，並且在當期損益表認列減損之項目及金額。

3. 驗證 35 號公報施行對於「利用資產處分與投資處分進行盈餘管理」行為的影響。

本研究之結果，在學術上將擴展國際融資、盈餘管理、以及法規影響等三方面的廣度；在實務上可使投資人了解企業在進行國際融資之前利用業外損益進行盈餘管理的行為，有助於提升參與企業融資的決策品質；在政策上有助於政策制定者了解 35 號公報施行對於企業盈餘管理行為的抑制效果。

## 2. 假說與研究方法

### 2.1 事件定義

發行 ECB 之作業流程為：董事會決議發行、向投審會申請投資許可、向證期會申請核准發行、舉辦海外說明會、定價簽約、發行。發行 GDR 作業流程為：董事會與股東會決議發行、向證期會申請發行、向國外申請發行並舉行海外業績發表會、組成承銷團進行簽約、發行。一般而言，探討發行宣告效果、發行公司特性等相關研究是以宣告日或申請送件日當季為事件季(第 0 季)。但本研究主要是針對發行公司申請證期會核准而進行盈餘管理，因此以證期會核准公司發行 ECB (GDR)當季為第 0 季。

### 2.2 假說與變數定義

「發行人募集與發行海外有價證券處理要點」第六點規定，發行人有債信不良或營業狀況不佳等情形者，證期會不應核准其募集與發行存託憑證。本文預期假說如下：

H1：證期會通過發行 ECB (GDR)之前期間，會有正的平均業外損益。

由於公司進行業外損益之認列可能具有系統性(systematic behavior)，驗證各季之平均業外損益是否異於 0 可能不足以偵測出「異常」之盈餘管理行為。因此，本文進一步比較業外損益於核准發行之前、後期的差異，驗證假說如下：

H2：證期會通過發行 ECB (GDR)之前期間的業外損益，大於通過之後期間的業外損益。

除了檢視業外損益總額，本文亦針對業外損益之資產處分與投資處分兩個主要類別進行分析，以進一步了解公司處分業外損益的細部運作狀況。發行之前期間定義為(-2, -1)季，發行之後期間定義為(1, 2)季。針對假說 H1 和 H2，本文另以兩種方式進行敏感性分析，以提供更堅實的研究結果。第一，除了報表絕對數額之外，另參照 Herrmann et al. (2003) 以事件公司之業外損益數額（除以平均總資產進行平減）減去同期間、同產業之中位數，來估計各公司各季盈餘管理程度之「非裁決性 (Discretionary)」數額。預期在證期會通過發行 ECB (GDR)之前會有正的裁決性業外損益；證期會通過發行 ECB (GDR)之前期間的裁決性業外損益會大於通過之後期間。第二，若發行公司盈餘管理是為了通過發行申請，第 0 季之財報就已經失去盈餘管理的動機，因此本文另以(0, 1)季衡量發行後期間。各變數定義如下：

業外損益：(營業外收入－營業外支出)/平均總資產；

資產處分：(處分資產利得－處分資產損失)/平均總資產；

投資處分：(處分投資利得－處分投資損失)/平均總資產；

裁決性業外損益： $[(\text{營業外收入}-\text{營業外支出})/\text{平均總資產}]$ —同期間、同產業之中位數；  
裁決性資產處分： $[(\text{處分資產利得}-\text{處分資產損失})/\text{平均總資產}]$ —同期間、同產業之中位數；

裁決性投資處分： $[(\text{處分投資利得}-\text{處分投資損失})/\text{平均總資產}]$ —同期間、同產業之中位數。

如緒論所述，35 號公報施行對於利用業外損益進行盈餘管理，會有兩種不同方向的影響。在「提列彈性降低假說」下，該公報規定只要帳面價值高於可回收金額，就必須提列資產減損，因而降低公司提列時點選擇的彈性；在「估計彈性增加假說」下，公報適用的資產項目評價牽涉到未來年度現金流量之折現，會計師可能必須被迫接受客戶所做的評估，使公司管理者操縱損益更為方便。本研究預期：

H3：若支持「提列彈性降低假說」（「估計彈性增加假說」），適用 35 號公報之 ECB 或 GDR 樣本以業外損益進行盈餘管理的程度會低於（高於）不適用公報之樣本。

2004 年 12 月 31 日之後的報表適用 35 號公報，且本文觀察核准發行 ECB 或 GDR 之前兩季的業外損益盈餘管理行為，因此 2005 年第 1 季(含)以前核准發行的公司，其-2、-1 兩季的報表皆不適用 35 號公報；2005 年第 3 季(含)以後核准發行的公司，其-2、-1 兩季的報表皆適用 35 號公報；2005 年第 2 季核准發行的公司，其-2、-1 兩季的報表僅有一季適用 35 號公報，此部份驗證將這些觀察事件刪除<sup>3</sup>。

### 3. 樣本

本文選樣標準如下：

- a. 樣本事件為台灣之上市(櫃)公司。
- b. 金融保險業性質較為特殊，其資本額、負債比例、股權結構及轉投資規範皆與一般產業有所差異，故予以排除。
- c. 觀察事件之變數資料不完全者予以刪除。
- d. 若同一家公司於研究期間內追加發行，符合前述選樣標準之觀察事件皆納入為追加發行事件。

表 1 樣本之產業分佈

產業	食品	機電	電線 電纜	鋼鐵 金屬	資訊 電子	營建	運輸	水泥	紡織 人纖	其他	合計
ECB	1	1	1	1	21	1	0	0	0	1	27
GDR	0	0	2	4	59	0	3	2	2	0	72
合計	1	1	3	5	80	1	3	2	2	1	99

樣本為 2004 年 7 月 1 日至 2006 年 3 月 31 日期間證期會通過發行 ECB 或 GDR 之

<sup>3</sup> 施行前樣本(未受 35 號公報規範)包括 18 個 ECB 和 35 個 GDR 觀察事件。施行後樣本(受 35 號公報規範)包括 8 個 ECB 和 35 個 GDR 觀察事件。2005 年第 2 季有 1 個 ECB 和 2 個 GDR 事件遭到刪除。

事件。發行宣告訊息取自公開資訊觀測站，並對照台灣經濟新報資料庫(TEJ)、「經濟日報」或「工商時報」加以確認。此期間內共取得 27 個 ECB、39 個 GDR 首次發行事件，再加上 33 個 GDR 追加發行事件，最終樣本為 27 個 ECB、72 個 GDR 事件。由於比較期間為事件日前後各兩季，因此財報資料期間為 2004 年第 1 季至 2006 年第 3 季，擷取自 TEJ 財務資料庫。表 1 列示樣本觀察事件之產業分佈狀況，發行 ECB、GDR 明顯集中於資訊電子產業，佔全體樣本近 80%。

## 4. 實證結果

### 4.1 ECB 樣本之業外損益

表 2 彙整 ECB 樣本在核准發行前、後期間之業外損益平均數與標準差，以及核准發行前期間平均數是否異於 0、核准前後期間平均數是否有差異之 t 檢定結果(Panel A)。此外，表 2 也提供核准發行後期間定義為(0, 1)季之結果(Panel B)。業外損益和投資處分的平均數明顯高於資產處分，顯示投資處分為發行公司業外損益之主要構成部分。驗證結果顯示，業外損益、資產處分和投資處分三個變數在核准發行前期間()皆未顯著異於 0 (p 值分別為 0.3184、0.6519、0.2566)，且三個變數在前、後兩段期間的使用程度也沒有顯著差異(p 值分別為 0.6205、0.5076、0.7070)。若將後期的定義更改為(0, 1)季，仍得到相同的檢定結果。

在裁決性數額方面，裁決性業外損益、裁決性資產處分和裁決性投資處分三者核准發行前期間的平均使用程度同樣皆未顯著異於 0 (p 值分別為 0.1397、0.3093、0.1832)，結果並未支持假說 H1。三個裁決性變數在前、後兩段期間的比較方面，亦未支持假說 H2 (前期使用程度高於後期)，當後期定義為(1, 2)季時反而發現後期的使用程度明顯高於前期(p 值分別為 0.0271、0.0712、0.0796)。整體而言，ECB 發行公司並未在核准發行前積極利用業外損益進行盈餘管理來美化報表，與本文假說 H1 和 H2 的預期不符。Rangan (1998)指出發行 ECB 樣本公司大多為高成長性之新興公司，而 Herrmann et al. (2003)認為公司在成長階段比較不會出售資產，上述結果是否導因於個別公司成長特性的差異，有待後續研究針對相關變數(例如，公司成立年或帳面市值比)作進一步的分析。

### 4.2 GDR 樣本之業外損益

表 3 彙整 GDR 樣本在核准發行前、後期間之業外損益平均數與標準差，以及核准發行前期間平均數是否異於 0、前後期間之平均數差異是否異於 0 之檢定結果(Panel A)。同樣地，表 3 也提供核准發行後期間定義為(0, 1)季之結果(Panel B)。大致而言，業外損益的變數特性主要是受到投資處分的影響，此特性與 ECB 樣本類似，顯示發行 ECB 和 GDR 公司的業外損益處分行為都是以投資處分為主要之盈餘管理工具。然而，GDR 樣本之檢定結果與 ECB 樣本有相當大的差異。表 3 顯示，在核准發行 GDR 之前期間，平均業外損益顯著大於 0 (p 值小於 0.0001)，支持假說 H1 之預期。進一步分析發現，投資處分的正向操作(p 值小於 0.0001)是業外損益大於 0 的主因，雖然平均資產處分呈邊際

小於 0 (p 值為 0.0908)，但其操作程度明顯小於業外損益和投資處分(平均值約為投資處分的八分之一)。在核准發行 GDR 前、後兩段期間的比較方面，前期之平均業外損益和投資處分亦明顯高於後期(p 值分別為 0.0860、0.0719)，結果支持 H2 之預期。

表 2 ECB 樣本之盈餘管理變數檢定結果

		Panel A:前期 = (-2, -1)季; 後期 = (1, 2)季					
		業外損益	資產處分	投資處分	裁決性業外損益	裁決性資產處分	裁決性投資處分
核准發行前	平均數	0.0069	-0.0006	0.0075	-0.0053	-0.0015	-0.0039
	標準差	0.0352	0.0012	0.0003	0.0027	0.0012	0.0034
核准發行後	平均數	0.0122	0.0009	0.0113	0.0062	0.0026	0.0036
	標準差	0.0042	0.0020	0.0017	0.0037	0.0027	0.0009
核准發行前平均數是否異於 0	t	1.0172 (0.3184)	-0.4564 (0.6519)	1.1599 (0.2566)	-1.5235 (0.1397)	-1.0369 (0.3093)	-1.3674 (0.1832)
核准前後期平均數/變異數是否相等	F	70.2404 (<0.001)***	2.7778 (0.011)**	0.0311 (<0.001)***	0.5325 (0.108)	0.1975 (<0.001)***	14.2716 (<0.001)***
	t	-0.4981 (0.620)	-0.6678 (0.508)	-0.3779 (0.707)	-2.2750 (0.027)**	-1.8416 (0.071)*	-1.7881 (0.080)*
		Panel B:前期 = (-2, -1)季; 後期 = (0, 1)季					
		業外損益	資產處分	投資處分	裁決性業外損益	裁決性資產處分	裁決性投資處分
核准發行前	平均數	0.0069	-0.0006	0.0075	-0.0053	-0.0015	-0.0039
	標準差	0.0352	0.0012	0.0003	0.0027	0.0012	0.0034
核准發行後	平均數	0.0077	-0.0014	0.0091	-0.0006	-0.0010	0.0003
	標準差	0.0011	0.0001	0.0022	0.0001	0.0007	0.0013
核准發行前平均數是否異於 0	t	1.0172 (0.3184)	-0.4564 (0.6519)	1.1599 (0.2566)	-1.5235 (0.1397)	-1.0369 (0.3093)	-1.3674 (0.1832)
核准前後期平均數/變異數是否相等	F	1024.0038 (<0.001)***	144.2373 (<0.001)***	0.1860 (<0.001)***	729.0904 (<0.001)***	2.9388 (0.007)***	6.8402 (<0.001)***
	t	-0.0812 (0.936)	0.3202 (0.750)	-0.1712 (0.865)	-0.8361 (0.407)	-0.1920 (0.849)	-0.9414 (0.351)

樣本為 2004 年 7 月 1 日至 2006 年 3 月 31 日證期會核准發行 ECB 之 27 個觀察事件，核准發行當季為第 0 季。業外損益=(營業外收入-營業外支出)/總資產。資產處分=(處分資產利得-處分資產損失)/總資產。投資處分=(處分投資利得-處分投資損失)/總資產。裁決性數額為事件公司之絕對數額減去同期間、同產業之中位數。平均數是否異於 0 之 t 值為  $H_0: \mu=0$  之雙尾檢定統計量；比較前後期平均數是否相等之 t 值為  $H_0: \mu_1-\mu_2=0$  之雙尾檢定統計量，F 值為  $H_0: \sigma_1^2-\sigma_2^2=0$  之檢定統計量。括弧中為 P 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=5\%$ 、 $\alpha=10\%$  水準下具顯著性。

若以裁決性方法來估計盈餘管理程度，裁決性投資處分在前期仍顯著為正(p值為0.0508)，其操作程度亦顯著高於後期(p值為0.0251)，但前期之裁決性業外損益則變為未顯著異於0 (p值為0.2660)，且亦未高於後期(p值為0.1767)。若將後期定義為(0, 1)季，裁決性業外損益在前期之使用程度顯著高於後期(p值為0.0036)，其餘結果大致與後期定義為(1, 2)季之結果一致。綜合以上所述，GDR發行公司在證期會核准發行之前的確會增加業外損益之盈餘管理以美化報表，且偏好以投資處分為主要之盈餘管理操作工具。

#### 4.3 35 號公報施行之影響

此部分驗證 35 號公報的施行是否影響發行公司利用業外損益進行盈餘管理的程度。表 4 Panel A 和 Panel B 分別列示 ECB 和 GDR 樣本之平均數差異檢定結果。在 ECB 樣本方面，除了裁決性資產處分之外(p 值為 0.0725)，其餘五種盈餘管理變數在 35 號公報施行之前(未受規範)與之後(受規範)兩個子樣本之間皆不具有顯著差異。如前述，由於資產處分之數額相對偏低，在盈餘管理意涵上較不具有經濟意義。Panel A 之結果顯示 35 號公報之實行似乎並未對 ECB 發行公司之盈餘管理行為產生影響。在 GDR 樣本方面，Panel B 顯示未受 35 號公報規範樣本之平均業外損益顯著高於受規範之子樣本(p 值為 0.01745)。進一步觀察資產處分與投資處分之細部盈餘管理狀況，發現投資處分是造成此差異之主因(p 值為 0.0607)，與表 3 之結果類似。整體而言，35 號公報之實行對 GDR 發行公司之盈餘管理行為產生影響，H3 之預期僅在 GDR 樣本得到支持。而受 35 號公報規範之業外損益處分程度顯著降低，支持本文之「提列彈性降低假說」，顯示 35 號公報之相關規範降低了公司提列業外損益的時間彈性，確實能有效抑制盈餘管理行為。

表 3 GDR 樣本之盈餘管理變數檢定結果

Panel A:前期 = (-2, -1)季; 後期 = (1, 2)季							
		業外損益	資產處分	投資處分	裁決性 業外損益	裁決性 資產處分	裁決性 投資處分
核准發行前	平均數	0.0147	-0.0021	0.0168	0.0017	-0.0009	0.0026
	標準差	0.0084	0.0007	0.0087	0.0015	0.0002	0.0019
核准發行後	平均數	0.0085	-0.0006	0.0091	-0.0023	0.0008	-0.0031
	標準差	0.0076	0.0003	0.0034	0.0012	0.0002	0.0005
核准發行前平 均數是否異於 0	t	4.8634	-1.7146	6.4680	1.1212	-1.0827	1.9867
		(<0.0001)***	(0.0908)*	(<0.0001)***	(0.2660)	(0.2826)	(0.0508)*
核准前後期平 均數/變異數是 否相等	F	1.2216	5.4444	6.5476	1.5625	1.0000	14.4487
		(0.398)	(<0.001)***	(<0.001)***	(0.060)*	(0.999)	(<0.001)***
	t	1.3726	-0.7023	1.8142	1.3593	-0.8546	2.2684
		(0.0860)*	(0.2419)	(0.0719)*	(0.1767)	(0.3948)	(0.0251)**
Panel B:前期 = (-2, -1)季; 後期 = (0, 1)季							
		業外損益	資產處分	投資處分	裁決性 業外損益	裁決性 資產處分	裁決性 投資處分
核准發行前	平均數	0.0147	-0.0021	0.0168	0.0017	-0.0009	0.0026
	標準差	0.0084	0.0007	0.0087	0.0015	0.0002	0.0019
核准發行後	平均數	0.0065	-0.0013	0.0078	-0.0066	0.0005	-0.0071
	標準差	0.0059	0.0002	0.0056	0.0026	0.0005	0.0026
核准發行前平 均數是否異於 0	t	4.8634	-1.7146	6.4680	1.1212	-1.0827	1.9867
		(<0.0001)***	(0.0908)*	(<0.0001)***	(0.2660)	(0.2826)	(0.0508)*
核准前後期平 均數/變異數是 否相等	F	0.0270	12.2550	2.4136	0.3328	0.1662	0.5340
		(0.003)***	(<0.001)***	(<0.001)***	(<0.001)***	(<0.001)***	(0.009)***
	t	1.8888	-0.5568	2.2984	2.9710	-1.0537	4.1665
		(0.0305)**	(0.2893)	(0.0230)**	(0.0036)***	(0.2938)	(0.0001)***

樣本為 2004 年 7 月 1 日至 2006 年 3 月 31 日證期會核准發行 GDR 之 72 個觀察事件，核准發行當季為第 0 季。業外損益=(營業外收入-營業外支出)/總資產。資產處分=(處分資產利得-處分資產損失)/總資產。投資處分=(處分投資利得-處分投資損失)/總資產。裁決性數額為事件公司之絕對數額減去同期間、同產業之中位數。平均數是否異於 0 之 t 值為  $H_0: \mu=0$  之雙尾檢定統計量；比較前後期平均數是否相等之 t 值為  $H_0: \mu_1-\mu_2=0$  之雙尾檢定統計量，F 值為  $H_0: \sigma_1^2-\sigma_2^2=0$  之檢定統計量。括弧中為 P 值，\*\*\*、\*\*與\*分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=5\%$ 、 $\alpha=10\%$  水準下具顯著性。

表 4 盈餘管理變數於 35 號公報施行前後之差異性檢定

		Panel A: ECB 樣本					
		業外損益	資產處分	投資處分	裁決性業外損益	裁決性資產處分	裁決性投資處分
施行前 (未受規範)	平均數	0.0154	0.0011	0.0043	-0.0049	0.0004	-0.0055
	標準差	0.0543	0.0060	0.0276	0.0401	0.0067	0.0143
施行後 (受規範)	平均數	0.0787	0.0044	0.0337	0.0204	0.0058	0.0081
	標準差	0.1409	0.0041	0.0681	0.0565	0.0069	0.0235
比較施行前後 期平均數/變異 數是否相等	F	0.1485 (<0.001)***	2.1416 (0.273)	0.1643 (0.002)***	0.5037 (0.216)	0.9429 (0.862)	0.3703 (0.076)*
	t	-1.2306	-1.4209	-1.1807	-1.1480	-1.8783	-1.5239
	P	(0.25340)	(0.1682)	(0.2716)	(0.2777)	(0.0725)*	(0.1619)
		Panel B: GDR 樣本					
		業外損益	資產處分	投資處分	裁決性業外損益	裁決性資產處分	裁決性投資處分
施行前 (未受規範)	平均數	0.0458	-0.0008	0.0386	0.0144	-0.0007	0.0037
	標準差	0.0528	0.0032	0.0396	0.0351	0.0025	0.0140
施行後 (受規範)	平均數	0.0150	-0.0034	0.0210	-0.0272	-0.0011	0.0019
	標準差	0.0527	0.0147	0.0375	0.0428	0.0104	0.0079
比較施行前後 期平均數/變異 數是否相等	F	1.0038 (0.991)	0.0479 (<0.001)***	1.1151 (0.749)	0.6726 (0.246)	0.0578 (<0.001)**	3.14054 (0.002)**
	t	2.4381 (0.0174)**	1.0387 (0.3057)	1.9075 (0.0607)*	4.4455 (<0.0001)***	0.2277 (0.8211)	0.6573 (0.5138)

施行前樣本(未受 35 號公報規範)為 2004 年第 3 季至 2005 年第 1 季核准發行 ECB (18 個)和 GDR(35 個)之觀察事件。施行後樣本(受 35 號公報規範)為 2005 年第 3 季至 2006 年第 1 季核准發行 ECB(8 個)和 GDR (35 個)之觀察事件。業外損益=(營業外收入-營業外支出)/總資產。資產處分=(處分資產利得-處分資產損失)/總資產。投資處分=(處分投資利得-處分投資損失)/總資產。裁決性數額為事件公司之絕對數額減去同期間、同產業之中位數。各盈餘管理變數值為核准前兩季之累計值。比較施行前後期平均數是否相等之 t 值為  $H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$  之雙尾檢定統計量, F 值為  $H_0: \sigma_1^2 - \sigma_2^2 = 0$  之檢定統計量。\*\*\*、\*\*與\*分別代表  $\alpha=1\%$ 、 $\alpha=5\%$ 、 $\alpha=10\%$ 水準下具顯著性。

## 5. 結論

研究指出, 公司會在舉債和 SEO 之前進行盈餘管理。ECB 在轉換之前是負債的一種, 而 GDR 則類似於 SEO。到目前為止, 針對發行 ECB 及 GDR 是否有盈餘管理現象的研究仍付之闕如。本文預期公司為求順利辦理籌資, 在發行 ECB (GDR) 前也會有類似舉債 (SEO) 的盈餘管理行為。本文以業外損益來衡量盈餘管理程度, 並進一步將業外損益拆解成資產處分與投資處分進行分析, 以了解公司處分業外損益的細部運作狀

況。實證結果顯示，在核准發行 GDR 之前期間，發行公司明顯利用業外損益來進行盈餘管理，而投資處分的正向操作是業外損益顯著為正的主因。在核准發行 GDR 前、後兩段期間的比較方面，前期之平均業外損益和投資處分亦明顯高於後期。反之，發行 ECB 的公司並未在核准之前明顯利用業外損益來進行盈餘管理。本文另外以不同的期間和變數定義進行驗證，亦得到類似的實証結果，顯示上述結論具有相當的堅實性。

台灣明訂在 2004 年 12 月 31 日(含)以後之財務報表適用 35 號公報，其一方面使公司在處分使盈餘降低之資產時，時間上的選擇彈性降低(本文稱之為「提列彈性」)，另一方面則使管理者利用資產價值估計來操縱損益的彈性更高(本文稱之為「估計彈性」)，兩者對於發行公司以業外損益進行盈餘管理的程度具有相反方向的影響。本文根據發行公司的攸關財報是否適用 35 號公報，將 ECB (GDR)分成兩個子樣本，以觀察公報施行對於「利用業外損益、資產處分及投資處分進行盈餘管理」行為的影響。實證結果顯示，35 號公報之實行對 GDR 發行公司之盈餘管理行為產生影響，H3 之預期在 GDR 樣本得到支持。而受 35 號公報規範之業外損益處分程度顯著降低，支持本文之「提列彈性降低假說」，顯示 35 號公報之相關規範降低了公司提列業外損益的時間彈性，確實能有效抑制盈餘管理行為。綜合言之，無論是核准發行前之盈餘管理行為或是 35 號公報施行的影響，ECB 和 GDR 兩個樣本的檢測結果具有明顯的差異，建議後續研究可進一步探討造成此差異的可能原因。

### 參考文獻

1. 江明潔(2000),「可轉換公司債績效與盈餘管理之關聯性研究」,中正大學會計所論文。
2. 謝怡昇(2000),「上市公司現金增資與盈餘管理行為之研究」,中正大學財金所論文。
3. Bartov, E. (1993), "The timing of asset sales and earnings manipulating," *The Accounting Review*, 68(4), pp.840-885.
4. DuCharme, L., P.H. Malatesta, and S.E. Sefcik (2004), "Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits," *Journal of Financial Economics*, 71(1), pp.27-49.
5. Herrmann, D., T. Inoue, and W.B. Thomas (2003), "The sale of assets to manage earnings in Japan," *Journal of Accounting Research*, 41(1), pp.89-108.
6. Legoria, J., D. Cagwin, and K.F. Sellers (2000), "Earnings management in anticipation of debt financing," *Accounting Enquiries*, 9(1), pp.1-22.
7. Rangan, S. (1998), "Earnings management and the performance of seasoned equity offerings," *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp.101-122
8. Robinson, T.R., and J. Grant (1997), "The impact of earnings management on bond risk premium," *Advances in Accounting*, 15, pp.169-192.
9. Shivakumar, L. (2000), "Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?" *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), pp.339-371.
10. Teoh, S., I. Welch, and T. Wong (1998), "Earnings management and the under-performance of seasoned equity offerings," *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp.63-99.