

國立臺灣大學管理學院會計研究所

碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

重複發生非經常性項目的盈餘持續性和股價之關聯性

-以台灣上市公司為例

The Relation between the Persistence and the Stock Return of

Recurring Nonrecurring Items

— Evidence from Listed Firms in Taiwan

陳緯新

Chen, Wei-Shin

指導教授：葉疏博士

Advisor: Yeh, Shu Ph.D.

中華民國 101 年 6 月

June, 2012

謝 辭

研究所的時光過得好快，兩年的時間一轉眼就逝去，在研究所發生的許多事都是我的美好回憶。首先，我要謝謝我的指導教授葉疏老師，在我不知所措的時候，總是會給我適時地提點，讓我突破困境。再者，我要感謝口試委員廖芝嫻老師和王瑄老師，在口試的時候，對我的論文給了精闢的建議，讓我的論文可以更加精進。

謝謝我的家人，在我決定考研究所的時候，給我幫助，並且支持我把研究所唸完，每個禮拜回家，都會有豐富的餐點等著我，飽餐一頓後，跟家人的閒話家常，總是讓我心情舒緩許多，我畢業了，謝謝妳們!!

另外，我的同門連德元、許妙如和杜欣霈，我們總是在論文遇到瓶頸時，一起苦惱並且鑽研信中字句，恭喜我們如期畢業!還有研究所的同學，張培豪、葉志賢、林君彬、李宛儒、陳喬宣、郭婉婷、郭怡君、林益如、游上逸、陳禹竹、高嵐芯等等，在論文寫的很煩躁時，大家會聚在 122 或 113 共同哈拉和鑽研數字和機率間關係，有了你們，讓我研究所生活變得更加豐富且精彩。

還有，感謝我的室友鄭智元，雖然我們總是屁話連連，但在論文要大修時，心情很煩躁時，總是有個人可以抒發心情，靠杯完再繼續衝論文，你也如期畢業，我們該衝向黑暗的國度!另外，阿搞、猩猩、越共、QQ、玉米、鍾醜，總是不定時地出現在我家裡，為我空虛且無聊的論文生活，增添許多活力。台大數學所的柏佐同學、輔大會研所的 boy 同學和台大會研所的郭柏學長，幫我解決論統計的部分，我真的十分感謝!

最後，我要感謝我的女朋友林佩汶，在寫論文的時候，我經常惹妳不開心，或是忘東忘西，把事情搞砸，但妳都會包容我、容忍我，並且適時地給我安慰，讓我有個最溫暖的依靠，謝謝妳!!

中文摘要

一般而言，將性質特殊或不常發生的盈餘項目稱為「非經常性項目」，「非經常性項目」是由三種盈餘項目所組成：(1)非常項目(extraordinary items)、(2)停業部門(discontinued operations)和(3)特殊項目(special items)。近年來，許多文獻和財金評論指出非經常性項目被企業認列的頻率逐年增加，其中又以特殊項目重複發生的情形最為嚴重。在國內市場中，企業認列特殊項目的次數從1991年起有顯著上升的趨勢。

Cready et al. (2010)認為特殊項目重複發生的原因有二：(1)企業處於需要經常認列特殊項目的經營環境，(2)管理當局對於認列特殊項目的標準是較寬鬆的，換句話說，企業會有意圖地將當年度的核心費用分類至負特殊項目下，例如：盈餘的分類移轉(classification shifting)。不論是何種原因導致非經常性項目重複地發生，是否代表著其應為「暫時性」的盈餘特性有所變化？並且其所隱含的資訊內涵是否也有所改變？而對於投資人而言，會依然將其視為「暫時性」盈餘來評價或是會將其視為「常續性」盈餘來評價？

本研究的實證結果顯示，當企業過往認列負(正)特殊項目的次數增加時，負(正)特殊項目的盈餘持續性會顯著地上升，代表著其「暫時性」的盈餘特性已隨著企業過往認列的次數增加而有所改變。更重要地是，當企業過往認列負特殊項目的次數增加時，市場給予負特殊項目的盈餘反應係數也有顯著地增加，代表著投資人有改變其投資決策，將「重複發生」的負特殊項目視為「常續性」盈餘評價；另一方面，當企業過往認列正特殊項目的次數增加時，市場給予正特殊項目的盈餘反應係數卻無顯著地增加，代表著投資人依然將「重複發生」的正特殊項目視為「暫時性」盈餘評價。

關鍵詞：非經常性項目、特殊項目、盈餘持續性、重複發生、累積異常報酬

Abstract

Generally speaking, we call the earnings which are unusual in nature or infrequency of occurrence as “nonrecurring items.” The nonrecurring items consist of three components: (1) extraordinary items, (2) discontinued operations and (3) special items. Recently, many of the prior literatures and the financial press are replete with articles addressing the increased incidence of repetitive nonrecurring items, among which special items are most serious. In Taiwan stock market, special items recognized by the listed firms have increased since 1991.

Cready et al. (2010) suggested that the increased recurrence of supposedly nonrecurring items perhaps reflects an environment where these items naturally occur more frequently or, alternatively, may reflect managerial shifting of (more permanent) core expenses to a transitory category like the “classification shifting.” Either scenario suggests that the features of these repetitive items have changed from “transitory items” to “recurring items,” and these repetitive items have future earnings implications dramatically different from truly nonrecurring events. However, how do the investors would value the recurring nonrecurring items?

Consistence with this notion, the study find that when the negative (positive) special items are reported frequently by listed firms in the past time, the persistence of these items significantly increases with respect to future earnings. More importantly, when listed firms reported the negative special items frequently in the past time, the ERC on such itme also significantly increased. That is, the market values “negative special items” more like the other components of recurring earnings. In the other hand, when listed firms reported the positive special items frequently in the past time, the ERC on such itme not significantly increased. It means that the market still values “positive special items” as transitory earnings.

Keywords: nonrecurring items, special items, persistence, repetitively occurring, cumulative abnormal return

目 錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
第一章 緒論.....	1
第二章 研究背景與文獻探討.....	5
第一節 盈餘資訊內涵.....	6
第二節 盈餘持續性和盈餘反應係數間之關聯性.....	13
第三節 非經常性項目.....	17
第三章 研究方法.....	23
第一節 假說發展.....	23
第二節 實證模型.....	26
第三節 研究期間與樣本來源.....	34
第四章 實證結果與分析.....	37
第一節 敘述性統計.....	37
第二節 重複發生特殊項目之盈餘持續性.....	38
第三節 重複發生特殊項目和股價之關聯性.....	42
第五章 結論與建議.....	47
參考文獻.....	50

表 目 錄

表一 特殊項目(special items)的定義	55
表二 台灣地區認列非經常性項目次數與比例 (1991 - 2011)	56
表三 樣本選取.....	58
表四 敘述性統計.....	60
表五 企業前後5年認列負(正)特殊項目之關聯性	62
表六 重複發生特殊項目之盈餘持續性-實證模型(1)、(1-1).....	63
表七 重複發生特殊項目和股價之關聯性-實證模型(2).....	66
表八 重複發生特殊項目和股價之關聯性-實證模型(2a)、(2a-1).....	68
表九 控制變數.....	71
表十 重複發生負(正)特殊項目的科目、數量和頻率.....	73
表十一 Elliott and Hanna (1996)、Cready et al. (2010)和本研究結論之比較.....	74

第一章 緒論

一般而言，市場認為非經常性項目為性質特殊(unusual in nature)或(且)不常發生(infrequency of occurrence)的盈餘項目，並且可以分為三種盈餘科目：(1)非常項目(extraordinary items)、(2)停業部門(discontinued operations)和(3)特殊項目(special items)¹。Burgstahler et al. (2002)證實了負特殊項目和其他盈餘項目相比之下，是具有高度的暫時性(transitory)，此實證結果和一般認為特殊項目為「暫時性」(transitory)或「一次性」(one-time)盈餘的觀點一致。除此之外，許多文獻(Strong and Walker 1993; Elliott and Hanna 1996; 張仲岳 1998; 金成隆與鄭丁旺 1999)指出市場會給予非經常性盈餘較低的盈餘反應係數(earnings response coefficients, ERC)。上述投資人給予非經常性項目較低的評價乘數的狀況，也反映出投資人將非經常性項目視為短期且不會影響未來盈餘的事件。

然而，近年來，許多財金評論發現企業有重複發生非經常性項目的現象，舉例來說，前摩根史丹利(Morgan Stanley)的全球首席分析師, Barton Biggs 曾說「當非經常性項目發生一次、兩次時，是可以理解的，並且可能由於企業改善營運，當年度的非經常性項目甚至是對公司股價有正面的影響。但是當企業重複發生非經常性項目時，投資人要如何相信重複發生的盈餘是實際發生或是企業有意圖地使其重複發生？」另一方面，許多文獻也指出企業發生非經常性項目的頻率逐年在增加(Elliott and Hanna 1996; Black et al. 2000)。甚至連準則制定單位(Financial Accounting Standards Board, FASB)和政府機關(Securities and Exchange Commission, SEC)也注意到了非經常性項目在企業中重複發生的情形，FASB發表了 SFAS No.121 來加強非經常性項目的規範，而 SEC 則加強調查重複發生非經常性項目的企業(例如：1992 年 SEC 針對 Borden 公司詳加調查，看其是否有利用非經常性項目來進行盈餘管理)。而本研究發現，在國內證券市場中，從 1991

¹ 相較於非常項目(我國財務會計準則第一號)和停業部門(我國財務會計準則第三十八號)，特殊項目在我國並未有明確的定義，而我採用楊宜華 (2009)對特殊項目的定義，作為我後續研究的基礎。關於楊宜華 (2009)和國外對特殊項目的定義間之比較，請詳見表一。

年起，特殊項目被上市公司認列的次數，有逐年增加的趨勢。²此情形吸引了本研究的注意，因此，本研究將針對非經常性項目中的特殊項目，來探討當國內上市公司重複發生特殊項目時，其「暫時性」的盈餘特性是否會有所變化？更重要的是，市場對企業重複發生特殊項目的情形，會採取何種評價方式？

在本研究中，參考了 Cready et al. (2010) 的研究設計，利用過往和未來年度認列負(正)特殊項目間之關聯性和基本盈餘持續性的兩種實證方法，作為分析企業的負(正)特殊項目和核心盈餘盈餘持續性變化的指標。並且進一步利用「事件研究法」(Event Study)和「關聯性研究法」(Association Study)來分析市場對於負(正)特殊項目和未預期核心盈餘評價的變化。³

根據過往和未來年度認列負(正)特殊項目間之關聯性的實證結果發現，當企業以前年度有重複發生負(正)特殊項目的情況時，其未來年度認列負(正)特殊項目的次數和金額都會有顯著的增加。除此之外，基本盈餘持續性的實證結果顯示，當企業以前年度有重複發生負(正)特殊項目的情況時，其負(正)特殊項目的盈餘持續性都有顯著上升的趨勢。換句話說，當企業過往年度重複發生負(正)特殊項目時，負(正)特殊項目應為「暫時性」的盈餘特性改變為「常續性」的盈餘特性。

並且，本研究的股價之關聯性的實證結果顯示，在國內市場中，當企業過往重複發生負特殊項目時，市場會給予負特殊項目顯著較高的盈餘反應係數，代表著市場並非將負特殊項目視為「暫時性」盈餘，而是將負特殊項目視為「常續性」盈餘來評價，此和 Cready et al. (2010) 的論點一致。另一方面，當企業過往重複發生正特殊項目時，市場給予正特殊項目的盈餘反應係數並沒有顯著的增加，

² 在台灣證券市場中，認列特殊項目的上市公司家數(比例)從 1991 年的 259 家(60.09%)增加到 2011 年的 700 家(85.47%)。關於台灣地區上市公司認列非經常性項目的次數和比例，請詳見表二。

³ 在 Cready et al. (2010) 的研究中，由於下列因素，因此在股價之關聯性的研究部分，只針對負特殊項目的樣本做相關的研究：(1) 企業認列負特殊項目次數明顯較正特殊項目多、(2) Cready et al. (2010) 的研究為延續 Elliott and Hanna (1996) 的研究，由於 Elliott and Hanna (1996) 只專注於分析負特殊項目的子樣本，因此 Cready et al. (2010) 的研究只專注於負特殊項目的子樣本和(3) 在 Cready et al. (2010) 的盈餘持續性研究中，發現正特殊項目並無任何規律值得進一步作股價之關聯性的研究，因此，並沒有進一步地分析正特殊項目的子樣本的市場反應。

然而，在本研究的盈餘持續性的實證研究當中，發現正特殊項目的子樣本的實證結果仍有值得進一步研究市場反應的地方，因此，我將使用負和正特殊項目的子樣本兩組樣本做實證研究分析。

也就是說，市場依舊將正特殊項目視為「暫時性」盈餘來評價。

除此之外，本研究證實了當企業以前年度認列負特殊項目的次數增加時，企業的核心盈餘雖未有顯著的下降，然而市場對於企業的未預期核心盈餘會給予顯著較低的盈餘反應係數，跟過往文獻認為，當企業重複發生負特殊項目時，市場會對企業當年度的經營情況或管理當局的決策能力有所疑慮，因而給予顯著較低的股價報酬的論點一致，(Clayman 1995; Elliott and Hanna 1996; Black et al. 2000; Cready et al. 2010)。然而，當企業重複發生正特殊項目時，企業的核心盈餘是呈現下降的趨勢，然而市場會給予企業的未預期核心盈餘較高的盈餘反應係數，此結果顯示市場有高估其核心盈餘的現象產生。



本文的內容共分為五章，各章內容之摘要說明如下：

第一章 緒論

本章將簡介本研究的動機、方法、結果、及架構。

第二章 研究背景與文獻探討

- 一、簡介國內外盈餘資訊內涵假說和其後續研究發展。
- 二、探討盈餘持續性和盈餘反應係數(earnings response coefficients)間之關聯性。
- 三、簡介非經常性項目，並且探討其重複發生的情形，和市場對重複發生的評價反應。

第三章 研究方法

- 一、研究假說之發展。
- 二、敘述實證模型建立之過程。
- 三、列示資料來源、選樣標準及研究期間。

第四章 實證結果與分析

本章說明樣本特性、實證結果及對其之分析。

第五章 結論與建議

本章針對實證結果做整體性分析，並探討研究限制與未來研究的建議。

第二章 研究背景與文獻探討

會計資訊能否影響投資人決策，一直都是會計研究主要關心的重點之一，其中盈餘資訊最為投資人和學者所著重。過去的研究發現，盈餘有資訊內涵⁴，而影響盈餘資訊內涵的因素有很多，後續研究通稱其為盈餘反應係數(earnings response coefficients)研究。在眾多影響盈餘資訊內涵的因素當中，其中之一為盈餘的持續性，所謂的持續性為該盈餘能夠持續到未來的程度，若持續到未來的程度越高，代表該盈餘因素的持續性越高。過往許多研究根據盈餘持續性的不同，將盈餘分成不同的盈餘組成分子，並且進一步地探討各種盈餘組成分子是否具有增額資訊內涵⁵。

首先證明盈餘反應係數和盈餘持續性有正向關聯性的文獻為 Kormendi and Lipe (1987)。之後，Ramakrishnan and Thomas (1998)將盈餘分成三類，(1)具有永久性(permanent)的盈餘組成分子、(2)具有暫時性(transitory)的盈餘組成分子和(3)與股價無關(price-irrelevant)的盈餘組成分子，其中暫時性的盈餘組成分子未有明確的定義，而學者一般認為暫時性的盈餘是性質特殊或不常發生的一次性盈餘，或可稱之為非經常性項目。由於非經常性項目的盈餘特性為持續性低，並且非企業正常營運活動所產生，因此非經常性盈餘對股價報酬的影響極微。然而，近期許多文獻和新聞報導皆指出企業認列非經常性項目的頻率明顯增加，吸引了許多學者進一步地分析其重複發生的原因，和重複發生的情形是否具有增額資訊內涵(Clayman 1995; Elliott and Hanna 1996; Black et al. 2000; Cready et al. 2010)。

因此，在本章文獻探討中，本研究們會先回顧盈餘資訊內涵、盈餘反應係

⁴ Beaver (1968)認為資訊內涵係指當公司盈餘之宣告能改變投資人對於未來股票報酬之預期時，則表示該盈餘之宣告具有資訊內涵。林嬋娟、蔡燕卿和李文智 (1993)則將資訊內涵之定義擴大為只要能改變訊息接受者原先對於相關變數的預期，就稱此訊息具有資訊內涵。本研究採用後者的定義。

⁵ 當訊息接受者在收到 A 訊息後，改變其原先對股價的預期，進而有買賣的行為，導致股票價格的變動，此時稱 A 訊息具有資訊內涵，但若再接受到 B 訊息，並再度改變其對股價的預期，相對於 A 訊息而言，稱 B 訊息具有增額資訊內涵。

數和盈餘持續性之關聯性和非經常性項目的相關文獻。

第一節 盈餘資訊內涵

效率市場假說認為，投資人在買賣股票時，會有效地利用所有資訊，並將已知的資訊反應在股票的價格中。根據效率市場假說，會計學者進一步發展出資訊理論(information theory)，所謂的資訊理論為當效率市場假說成立時，市場會反映所有有用的資訊，其中之一便為財務報表資訊。美國會計學會(American Accounting Association)認為「會計是對經濟資訊的認定、衡量與溝通的程序，以協助資訊使用者作審慎的判斷與決策。」FASB 在觀念性公報第一號曾認為「在財務報導中，最重要的資訊是用來衡量績效之盈餘及其組成因素。」可以看出會計資訊能否影響投資人決策一直為會計研究關心的重點之一，其中又以盈餘資訊與股票報酬之關聯性的研究最為學者所關注。而第一位確認盈餘具有資訊內涵的文獻為 Ball and Brown (1968)，其為首篇將會計與財務領域相結合的實證研究。

由於過往文獻證明現今社會不存在完美及完全(perfect and complete)的市場，因此會計盈餘無法衡量出企業的真正所得(Beaver and Demski 1979; Beaver 1989)。故 Beaver 和 Ball and Brown 嘗試用其他方法證明，即使會計盈餘無法完美無缺地衡量出企業的營運表現，但仍是可以提供影響投資人決策的資訊。Ball and Brown (1968)首先證明公司宣告會計盈餘時，市場股價會對此資訊有所反應；另一方面，Beaver (1968)則證明公司宣告會計盈餘時，市場交易量也會對此有所反應。

Ball and Brown (1968)採取事件研究法⁶，將公司分為「好消息」和「壞消息」兩類，「好消息(壞消息)」代表著公司今年宣布的盈餘比市場原先預期的低(高)，研究「好消息(壞消息)」公司的未預期盈餘(實際盈餘減去市場預期盈餘)和累積

⁶ 事件研究法為研究市場上某一特定事件發生時，市場價格是否會對此有所反應，而在 Ball and Brown (1968)中的特定事件為會計盈餘宣告。

異常報酬(或稱市場的報酬變動)間之關聯性。結果為「好消息」公司在盈餘公布日的平均累積異常報酬呈現顯著的正向趨勢；相對地，「壞消息」公司在盈餘公布日的平均累積異常報酬呈現顯著的負向趨勢。

Beaver (1968)也採取事件研究法，和 Ball and Brown (1968)不同的是，Beaver (1968)檢視在公司盈餘宣告時，公司的未預期盈餘與異常交易量(市場成交量的變動)間之關聯性，並且實證結果顯示公司的未預期盈餘與異常交易量是顯著相關的。Beaver (1968)在文中指出其和 Ball and Brown(1968)的不同之處在於，股票報酬的變動是反映整體資本市場的預期改變；而股票成交量反映的卻是個別投資者的決策改變。一個訊息的發布，對整個市場可能未產生影響，因而無股價或報酬之變動，但其可能改變一些投資人的投資組合，此改變則是反映在交易量的變動上。不論是 Ball and Brown (1968)或是 Beaver (1968)皆顯示盈餘宣告有提供有用的資訊給投資人，並且影響其決策(不論是股價變動或是交易量變動)，因而證明盈餘是具有資訊內涵。

自 1968 年兩位學者的重大發現後，不論國內外，皆有許多學者努力找尋(或證明)各項會計資訊的有用性⁷。以國外為例，Foster (1977)接續了 Ball and Brown (1968)和 Beaver (1968)盈餘資訊內涵的研究，和先前兩位學者不同的是，Foster (1977)使用 Box-Jenkins⁸時間序列預測模型取代隨機漫步模式，並且發現在盈餘公布日前 60 個交易日內的累積異常報酬，會和未預期季盈餘之間呈現顯著的關聯性，此結果證實了季報的未預期盈餘和累積異常報酬間具有關聯性，代表著季盈餘是具有資訊內涵。

Beaver et al. (1979)接續 Ball and Brown 的研究，使用隨機漫步模式來分析未預期盈餘和累積異常報酬間之關聯性，Beaver et al. (1979)和 Ball and Brown

⁷ Lev and Ohlson (1982)和 Bernard (1989)稱此類研究為以市場為基礎的會計研究(Market-Based Accounting Research 或 Capital Market Research in Accounting)

⁸ Box-Jenkins 模型指的是由 Box and Jenkins(1976)發展出的「ARIMA 模型」，「ARIMA 模型」為將預測對象隨時間推移而形成的數據序列視為一個隨機序列，以時間序列的字相關分析為基礎，用一定的數學模型來近似描述這個序列。

(1968)研究不同的是，Beaver et al. (1979)將未預期盈餘變動依照變動幅度加以分類，並且研究未預期盈餘變動幅度與累積異常報酬間的關聯，結果證實當未預期盈餘變動幅度越大的時候，市場的異常報酬變動的幅度也會跟著增加，藉此確認了盈餘資訊內涵的假說。

Beaver et al. (1980)則認為價格所隱含的資訊遠比過去的盈餘所隱含的資訊豐富，而影響未來盈餘的事件，其實並未反應在當期盈餘內，而是反應在當期價格上，因此 Beaver et al. (1980)使用以過去盈餘和股價來預測未來盈餘的複合模式取代 Ball and Brown (1968)、Beaver (1968)使用的隨機漫步模式，發現以股價作為盈餘預測模型的因素，比隨機漫步模型預測的未來盈餘準確，並且結果顯示盈餘變動和股價變動間具有顯著正向相關。

比較特別的是，在早期的國內文獻中，張鴻基 (1983)採用國內證券市場 1976 年到 1981 年的資料，使用「事件研究法」，來探討季盈餘變動之方向與股價變動之方向是否一致，和測試事先獲得盈餘內幕消息的投資者，是否能獲得超額報酬以推定盈餘是否具有資訊內涵，實證結果證實在台灣證券市場中，未預期盈餘變動之正負號和累積績效指標之正負號並無一致的關聯性，並且事先獲得盈餘消息的投資者並不能獲得超額報酬，此結果顯示國內證券市場並不符合盈餘資訊內涵假說。之後，余尚武 (1986)採用 1979 年到 1984 年間 50 家上市公司的資料，以「事件研究法」探討年度未預期盈餘變動方向和股價累積異常報酬之關係，余尚武 (1986)以卡方檢定檢視在隨機漫步模式下，未預期盈餘變動在盈餘公布日前九日至後十日間的企業累積異常報酬之關聯性，而實證結果顯示未預期盈餘變動和累積異常報酬之間並無顯著的關聯性，簡而言之，在國內證券市場中，年度盈餘宣告並未具有資訊內涵。

然而，李華玉 (1992)採用 1981 年到 1990 年間國內證券市場的資料為樣本，根據 Beaver (1980)的研究方法，以過往股價之變動來作為預測盈餘的自變數，藉

此分析股價變動和未預期盈餘間之關聯性，並且比較以股價資訊為內涵之盈餘預測模型和傳統盈餘時間數列模型預測能力之優劣。實證結果證實了股價變動和盈餘變動之間具有顯著相關性，並且以股價資訊為內涵的盈餘預測模型(P/E 模型)之預測能力優於傳統的盈餘時間序列模型，李華玉 (1992)也為國內首度證明盈餘有資訊內涵的文獻。李華玉 (1992)在文中提及和先前論文的差異原因，其認為可能是先前學者未能找出股價和盈餘有關聯性之期間，或是先前文獻皆以民國 75 年以前作為研究期間，而當時台灣證券市場的效率性正持續進步，才會導致相反的結果。除此之外，林嬋娟、蔡彥卿與李文志 (1994)認為造成此種差異的原因可能為資料期間的不同、研究設計和變數衡量的改變所造成。

其後，陳志愷 (1992)採用國內證券市場 1982 年到 1990 年間的資料，使用「關聯性研究法」，分析企業年度的每股盈餘和累積異常報酬間之關聯性，另外探討在考慮盈餘持續性、經濟成長機會、殖利率和無風險利率等影響盈餘反應係數的因素後，是否能增加盈餘與股價關係的解釋。實證結果顯示在未考慮影響盈餘反應係數的因素前，盈餘反應係數會顯著大於 0，代表著盈餘是具有資訊內涵；而在考慮影響盈餘反應係數之因素後，發現股市在非熱絡期時，盈餘反應係數之決定因素相對穩定，反之，股市在熱絡期時，盈餘反應係數之決定因素則效果有限，陳志愷 (1992)再度證實了在國內證券市場中，盈餘是具有資訊內涵。

王佑民 (1995)採用 1989 年到 1993 年國內證券市場中 10 種產業之企業的資料，使用「關聯性研究法」，分析年度未預期盈餘和累積異常報酬間之關聯性，和先前文獻不同的是，王佑民 (1995)將樣本以產業別和年度別加以分類，來探討不同產業和不同年度之盈餘反應係數的變化。實證結果顯示盈餘反應係數皆顯著大於 0，代表著國內證券市場中，是符合盈餘資訊內涵假說。另一方面，以個別產業別分類的實證結果顯示，盈餘反應係數大多呈現不顯著，可能的原因為以產業別分類會導致樣本數減少，因此不易看出未預期盈餘和累積異常報酬間之關聯性，因此無法以產業結構變數繼續探討。最後，民國 78 年至民國 82 年間，每

年的盈餘反應係數有顯著增加的趨勢，顯示會計資訊影響投資人的程度有逐年提昇的趨勢。

李釗芹 (2000)採用 1994 年至 1999 年間國內證券市場的資料，使用「事件研究法」，探討企業的季盈餘宣告是否具有資訊內涵，並且將可能影響報酬變動的盈餘消息和非盈餘消息綜合考量後進行研究。實證結果顯示綜合考量盈餘消息和非盈餘消息後，「綜合指標」與累積異常報酬間具有顯著的正相關，代表著季盈餘宣告是具有資訊內涵，李釗芹 (2000)再度證實台灣證券市場是符合盈餘資訊內涵假說。

在 Ball and Brown (1968)的研究中，探討的是全部樣本「平均」的未預期盈餘和市場報酬間之關聯性，而「平均」代表著某些公司的「好消息」(未預期盈餘大於 0)，市場會給予高於平均的反應(較高的市場報酬)，相對地，某些公司的「好消息」，市場會給予低於平均的反應(較低的市場報酬)。如此便延伸出一個問題，為什麼市場會給予「好消息」不同程度的反應？之後，眾多學者深入研究為何市場對於同樣的情況，會產生不同程度的反應結果，一般稱為「盈餘反應係數(earnings response coefficients)⁹研究」。

在盈餘反應係數研究中，可以分成兩個部分來討論，(1)報酬期間的決定和(2)不同的盈餘因素對投資人決策的影響。

首先，在盈餘反應係數研究中，實證的設計會採用「事件研究法」(Event Study)或「關聯性研究法」(Association Study)兩種方法。「事件研究法」是在探討盈餘宣告這個事件的資訊內涵，排除掉盈餘以外的其他資訊，是使用短窗期累積股價報酬的研究方法。事件研究法的好處是，可以明確辨認出影響投資人決策的因素是導因於特定事件，例如使用盈餘公布日前後兩天作為分析期間，可以明確指出盈餘公布為影響投資人決策的主要資訊，也證明了盈餘宣告是具有決策

⁹ 所謂的盈餘反應係數為，市場對於不同的未預期盈餘因素，所給予不同程度的反應(異常股價報酬)。

攸關性(Ball and Brown 1968)。

另一方面，「關聯性研究」是將計算異常報酬的窗期拉長，此方法認為投資人可以取得此一期間的所有資訊—包含會計與非會計資訊，探討未預期盈餘和該期間的累積異常報酬間之關聯性，藉此判定盈餘是否具有資訊內涵。關聯性研究法的好處是，由於 Ball and Brown (1968)發現「股價優先盈餘」¹⁰的現象，因此許多學者發現將計算股價報酬的窗期拉長後，會減少市場反應和會計盈餘間延遲的差異(Easton et al. 1992; Warfield and Wild 1992)。

除此之外，後續許多學者認為有許多盈餘因素影響著投資人的決策，造成市場給予不同盈餘反應係數，本研究將說明如下：

(1)Beta 係數：又稱為系統性風險因子，學者認為對風險趨避的投資人來說，當其預測公司未來獲利的風險越高時，此公司的現時價值是越低的，因此當公司系統性風險不同時，投資人給予的盈餘反應係數會產生差異(Collins and Kothari 1989; Easton and Zmijewski 1989)。

(2)資本結構：當企業槓桿比率較高時，代表著企業大多數所賺得的盈餘必須先償還給債權人而非投資人。因此，假設其他情況相同時，相較於槓桿比率高的企業，市場給予槓桿比率低的企業的盈餘反應係數會較高(Dhaliwal et al. 1991)。

(3)盈餘品質：學者一般將盈餘品質分為兩部分探討，盈餘的持續性(earnings persistence)和應計品質(accruals quality)。

所謂的持續性為該盈餘能夠持續到未來的程度，若持續到未來的程度越高，代表該盈餘因素的持續性越高。當盈餘持續性越高時，表示投資人越能預期未來

¹⁰ 所謂的股價優先盈餘為，在效率市場假說下，股價為投資人考量所有資訊所決定的價格，而會計盈餘由於會計假設或實務上限制，導致無法及時反應資訊的結果，例如當企業獲得銷售合約，市場會即時給予反應此好消息，然而會計盈餘會延遲反應企業的營運績效，此延遲的差異便是「股價優先盈餘」。

的盈餘，因此市場會給予較高的盈餘反應係數(Kormendi and Lipe 1987; Ramakrishnan and Thomas 1998)。

另一方面，DeChow and Dichev (2002)認為會計淨利是由營運活動的現金流量和應計項目所組成，所謂的應計項目為非現金的營運資金，例如：應收帳款、備抵壞帳和應付帳款等，由於應計項目的認列與評價，需要較多人為武斷地判斷，因此其所認列的損益存在著部分的不確定性，相對而言，營運活動的現金流量的不確定因素顯著低於應計項目(Francis et al. 2005)，因此當應計品質¹¹越低時，代表著因為會計假設造成的誤差越大，因此市場會對此給予較低盈餘反應係數(Francis et al. 2004, 2005; Ecker et al. 2006)。

(4)成長機會：Miller and Modigliani (1961)認為公司價值可分為現有資產和未來成長機會的價值，現有資產的價值是指公司由現有資產在未來所產生的現金流量折現值的總和，而未來成長機會價值則是視未來投資額和投資報酬率與必要報酬率之間的差額所決定，當公司未來投資額的投資報酬率高於必要報酬率時，表示公司的未來成長機會增加，公司價值也因此增加，故市場會對成長機會較高的公司給予較高的盈餘反應係數(Collins and Kothari 1989)。

(5)投資人的預期相似度：相同的資訊(例如：財務報表)對於不同的投資人會有不同的解讀，有些人會認為此資訊是好的，進而購買股票，反之有些人會認為此資訊不好，進而販賣股票，但是當投資人對相同資訊預期相同時，例如：當公司盈餘高於分析師預測盈餘時，所有投資人皆認為此資訊為好消息，進而購買股票，股價便會大幅度地上漲。因此當投資人的預期相似度越高時，市場給予的盈餘反應係數會增加(Abarbanell et al. 1995)。

(6)股價資訊性：股價資訊性是指未來盈餘資訊會反應於當期的股票報酬，

¹¹ DeChow and Dichev (2002)以前期、當期及後期的營業活動現金流量對流動營運資金做迴歸分析，而迴歸結果所獲得之殘差值的標準差為應計品質的衡量指標，標準差越大表示應計估計偏誤的情形越大，則應計品質越低。

亦即有多少未來盈餘相關資訊，其資訊的價值會資本化到現在的股價中，此情形一般稱之為「股價領先盈餘」(price-earnings lead-lag relation)，因此當股價資訊性越高時，代表越多未來盈餘相關資訊資本化到股價中；相對地，盈餘本身所擁有的資訊內涵便會減少，故當股價資訊性較高時，市場會給予較低盈餘反應係數，(Easton and Zmijewski 1989; Collins and Kothari 1989¹²)。

上述各個盈餘因素，後續皆有許多學者深入探討，而本研究根據研究需要，之後將針對盈餘持續性做進一步的討論，故下一部分為盈餘持續性對盈餘反應係數之關聯性。

第二節 盈餘持續性和盈餘反應係數之關聯性

近年來，市場進行財務分析與企業評價皆相當地依賴盈餘預測，顯示評估盈餘持續性的重要性。盈餘持續性為該盈餘能夠持續到未來的程度，張仲岳(1998)則將持續性定義為，該盈餘因素及其金額，在可預見的未來，會再度發生的機率，機率越高代表該因素的持續性也愈高。另外，金成隆與鄭丁旺(1999)認為盈餘是由持續性不同之各種盈餘組成分子所構成，因此，持續性的高低是一種相對的概念，準此，許多推論與分析結果，可應用到持續性較高與持續性較低之相對概念上。

由於盈餘是由多種盈餘因素所組成，而持續性又是相對的概念，我們只能武斷地將盈餘分類，因此許多學者加以探討不同的盈餘組成分子是否具有增額資訊內涵，並且稱此研究方法為「盈餘功能性解構(functional disaggregations)」。
Lipe(1986)首度開啟盈餘組成分子是否具有增額增訊內涵之研究，探討損益表中的銷貨毛利、管理費用、折舊、利息費用、所得稅與其他項目六個盈餘組成分子與股價報酬之關聯性，其實證結果顯示個別的盈餘組成分子較整體盈餘本身更能

¹² Collins and Kothari (1989)認為當股權市值/淨值比(成長機會的變數)越大時，即顯示投資人越看好此公司的未來成長機會，因此預期投資報酬率會比現有權益的報酬率高，進而反應在股價上，實證結果也證實成長機會較大的公司，其盈餘反應係數也較高。

提供額外的資訊。

之後，許多學者根據「盈餘功能性解構」¹³的研究方法，將損益表內的盈餘分成兩種盈餘組成分子，永久性(持續性高)盈餘和暫時性(持續性低)盈餘，並且研究不同的盈餘組成分子，市場是否會針對其盈餘特性給予不同的盈餘反應係數。

Kormendi and Lipe (1987)為第一個證實盈餘持續性和盈餘反應係數的關聯性的文獻，Kormendi and Lipe (1987)用過去兩年的盈餘變動和當年度盈餘的關聯來分析持續性的變化，並以下列三種不同的統計方法檢定盈餘持續性與盈餘反應係數的關係：(1)計算其積差相關係數與等級相關係數、(2)以普通最小平方法估計迴歸模型之係數和(3)以加權非線性最小平方迴歸式估計係數。實證結果顯示不論採用何種統計方法，盈餘持續性和盈餘反應係數都具有顯著的正相關。

Collins and Kothari (1989)透過盈餘的 ARIMA 時間序列特性來觀察盈餘反應係數和盈餘持續性間之關聯性，其中所包含的時間序列特性包括隨機漫步(random walk)、移動平均(moving average)和自我迴歸(autoregressive)，並且 Collins and Kothari (1989)認為公司的成長機會是指現存投資案或具有潛力投資案的預期報酬率超過資金成本，公司能賺得超額報酬是反應公司在產品市場具有獨佔力(monopoly power)而能賺得的超額利潤，因此公司未來的成長機會越大，盈餘反應係數越高。實證結果證實了盈餘持續性與公司成長機會兩者和盈餘反應係數呈正向關聯性。

Ramakrishnan and Thomas (1998)將稅後盈餘分成三種盈餘組成分子，(1)具有永久性(permanent)的盈餘組成分子，例如營業利益，其對股價的影響也最大，(2)具有暫時性(transitory)的盈餘組成分子，例如處分資產利益，此盈餘組成分子雖然對股價有所影響，但是影響效果不大，(3)與股價無關(price-irrelevant)的盈餘

¹³ 所謂盈餘功能性解構為盈餘依損益表報導方式加以拆解，例如：將盈餘拆解為營業利益、營業外損益和非常損益等。

組成分子，Ramakrishnan and Thomas (1998)證實投資人可以辨明公司不同的盈餘組成分子的持續性或獲利能力，並且對此三種盈餘組成分子給予不同的盈餘反應係數。後續有學者針對 Ramakrishnan and Thomas (1998)的研究做更深入的探討，Kothari (2001)將 Ramakrishnan and Thomas (1998)所分類的三種淨利組成分子建立起與盈餘反應係數理論值間之關聯，Kothari (2001)認為\$1 未預期永久性盈餘組成分子所造成的 $ERC=1+1/r$ ，其中 r 為折現率；\$1 暫時性盈餘組成分子所造成的 $ERC=1$ ，至於\$1 與股價無關的盈餘組成分子造成的 $ERC=0$ 。

Barth et al. (1990)使用美國銀行業當作樣本公司，並且將盈餘分成兩種盈餘組成分子，分別為營業利益和處分證券利益，將營業利益視為持續性較高的盈餘組成分子，並且認為市場會給予較高的盈餘反應係數，實證結果顯示只有營業利益對股價有所影響，處分證券利益對股價的結果並不顯著，代表著投資人可以分辨出兩者的持續性不同，並且影響其決策。

Strong and Walker (1993)用英國的工業公司來觀察其年度股價報酬和盈餘間之關聯性，並且將盈餘分成特定項目前盈餘(持續性高)和特定項目(持續性低)兩種盈餘組成分子，而特定項目的定義為不常發生或性質特殊的盈餘項目，探討兩種盈餘組成分子的盈餘反應係數是否會有所不同。實證結果發現特定項目前盈餘的盈餘反應係數顯著大於特定項目盈餘的盈餘反應係數。

Parkash (1995)將盈餘分為永久性盈餘(permanent earnings)和暫時性盈餘(temporary earnings)，並且認為未預期永久性盈餘對累積異常報酬的關聯性會高於未預期暫時性盈餘；另一方面，Parkash (1995)將樣本公司分為管理階層控制(management-controlled)和股東控制(owner-controlled)¹⁴，並且認為管理階層控制的企業會因為管理階層有較大動機在期末調整會計應計數來最大化管理階層本

¹⁴ Parkash (1995)根據 Abdel-Khalik (1985)和 Salamon and Smith (1979)的分類方法，將最大股東持股小於 10%的企業分為管理階層控制(manager-controlled)，相對地，將最大股東持股大於 10%的企業分為股東控制(owner-controlled)。

身的紅利(bonus)而產生較多的暫時性盈餘，而市場會給予上述情況的企業較低的盈餘反應係數，簡而言之，Parkash (1995)認為市場會給予管理階層控制的企業的暫時性盈餘較低的盈餘反應係數。實證結果顯示未預期的永久性盈餘比未預期的暫時性盈餘對股價有更強烈的關聯性；除此之外，相較於股東控制的企業，管理階層控制的企業的確有較大比例的暫時性盈餘，並且市場會給予此企業的暫時性盈餘顯著較低的盈餘反應係數。

Elliott and Hanna(1996)和 Cready et al. (2010)將盈餘分成特殊項目前盈餘(常續性)和特殊項目(暫時性)兩種盈餘組成分子，認為儘管特殊項目的盈餘持續性會隨著過往認列頻率增加而改變，但依然會顯著低於特殊項目前盈餘。實證結果證實特殊項目和股價報酬間之關聯性遠低於特殊項目前盈餘和股價報酬間之關聯性。

在國內文獻方面，張仲岳 (1998、2001)根據盈餘持續性將盈餘分成三種盈餘組成分子:營業利益、營業外損益和非常損益，並且認為營業利益的持續性較高，而非常損益的持續性最低，探討在考慮盈餘持續性後，盈餘解釋股價的能力是會有所提升。另外，由於我國許多上市公司均擁有許多重要的轉投資事業，尤其是依權益法認列的轉投資公司，因此張仲岳 (1998、2001)將投資淨收入單獨考慮，分析投資淨收入對投資人的影響為何。實證結果顯示在考慮盈餘組成因素的持續性後，盈餘解釋股價的能力顯著提高，並且持續性較高的盈餘和股價的關聯性顯著高於持續性低的盈餘，代表著投資人對持續性較高之盈餘組成分子有較熱烈的反應。最後，在單獨考慮投資淨收入後，盈餘解釋股價的能力有顯著的提升，可能的原因為國內許多公司已轉型為控股公司，故擁有許多重要的轉投資事業和相關收入，此點與歐美經濟有所不同，所以國內企業的投資淨收入的持續性相當高，故在解釋及預測盈餘時，皆應單獨加以考慮。

金成隆、鄭丁旺 (1999)根據盈餘持續性將損益分成兩組，(1)繼續經營部門

盈餘(持續性高)和繼續經營部門盈餘外之盈餘(持續性低)，(2)營業淨利(持續性高)和營業淨利外之盈餘(持續性低)，藉此探討(1)投資人對於持續性互異的盈餘組成分子，是否會給予不同的盈餘反應係數，(2)分析系統性風險對於盈餘反應係數的影響，和(3)探討如何緩和模式認定錯誤所產生的不利影響¹⁵。實證結果顯示(1)持續性較高的盈餘組成分子之 ERC 會高於持續性較低的盈餘組成分子，(2)系統性風險愈大的公司，其持續性較高的盈餘組成分子之 ERC 愈小，而持續性較低的盈餘組成分子之 ERC 則不受影響，(3)最後，由於無母數迴歸加法性迴歸，為設定一特定之函數型態，而係認為迴歸函數的形式是可變而非固定的，並且，實證研究證實了無母數迴歸之解釋能力優於有母數迴歸。

在下一節中，本研究則會討論非經常項目的定義與規範，並且探討非經常性項目重複發生的情形，和市場對非經常性項目重複發生所給予的反應。

第三節 非經常性項目

在上一節提及 Ramakrishnan and Thomas (1998)將盈餘分為三種盈餘組成分子，永久性盈餘、暫時性盈餘和股價無關的盈餘，其中分類最模糊的便是暫時性盈餘，一般而言，稱此類性質特殊或不常發生的盈餘為「非經常性項目」。一般會計原則和先前文獻雖未對「非經常性項目」有明確的定義，但大多不脫離下列三大分類，(1)非常項目(extraordinary items)、(2)停業部門(discontinued operations)和(3)特殊項目(special items)。

非常項目為同時符合性質特殊(unusual in nature)和不常發生(infrequency of occurrence)，且金額重大的損益項目(我國財務會計準則公報第一號)。非常項目通常非管理當局所能控制，亦不重複發生，且金額重大，若不和一般營業損益加

¹⁵ 金成隆、鄭丁旺 (1999)認為過往盈餘反應係數的研究， R^2 均不高，可能的原因為過往研究皆採用母數迴歸法(parametric regression model approach，包括線性與非線性迴歸)，預先設定了函數型態與殘差分配，再以實際資料進行分析，此方法易造成函數形式的認定誤差，進而造成估計上的偏誤，因此金成隆、鄭丁旺 (1999)改採多變量無母數迴歸，希望藉此來改善上述研究模型造成的誤差。

以區別，對於投資人評估經營績效與未來損益和現金流量都會產生影響，因此，會計原則規定，非常項目應與一般營業損益分開列示。但近年來，IASB 禁止認列非常項目，因其認為企業所有收益及費損皆應視為來自企業之正常活動，不應該將其分別列示。

停業部門為已處分或已分類為待出售之企業組成單位，且符合下列條件之一者：(1)代表一主要且可分離之業務項目或營運區域、(2)企業計畫處分之主要且可分離之業務項目或營運區域之一部分和(3)主要以出售為目的而取得之子公司，(我國財務會計準則公報第三十八號)。企業如果處分或決定處分一個企業組成單位，此被處分單位的損益資料和一般營業活動產生的盈餘有相當大的差異，因此停業單位損益應與繼續營業部門損益分別列示。

特殊項目雖在我國的一般公認會計原則中並未有明確的定義，但在美國和加拿大皆對特殊項目(special items)有明確的定義，其定義為「性質特殊或不常發生的稅前盈餘項目。」除此之外，在 Compustat 資料庫中，對特殊項目也有詳細的定義(item #32)，其主要包含了非重複發生的重大事項，如停業部門、天然災害，和出售資產等，但其也特別強調，此定義已排除了三種以稅後淨額方式表達的盈餘，(1)在 APB30 下的停業部門、(2)非常項目和(3)會計原則變動累積影響數。在國內文獻中，對特殊項目的著墨不多，其中楊宜華 (2009)參考國外的定義和先前的文獻，將營業外損益中經常發生的利息收入/費用排除掉，而定義特殊項目為：(1)處分投資損失、(2)投資跌價損失、(3)處分資產損失、(4)資產減損損失、(5)存貨評價損失、(6)處分投資利得、(7)投資跌價損失迴轉、(8)處分資產利得、(9)資產減損迴轉利益和(10)存貨跌價損失迴轉。

其中非常項目與停業部門兩者和特殊項目最大的不同點為，前者在損益表的表達是在繼續營業部門淨利之下，後者則是在繼續營業部門淨利之上，此種損益表上表達的差異，產生了許多爭議。首先，如果管理當局對於特殊項目，並未

完全揭露其盈餘因素或性質，投資者會認為特殊項目為一般營業活動所產生，因此高估了繼續盈餘部門淨利的持續性。

除此之外，由於一般會計準則對特殊項目的定義較為模糊或實務上執行的困難，因此企業認列特殊項目的時間和衡量有較大的裁決性空間。舉例來說，在認列特殊項目的時間點上，SFAS NO.5 雖有明確規定，當預期資產價值有減損，且在未來期間無法回復其價值的話，應立即認列為費用，但實務上，此情況並未被嚴厲地執行；另外，在認列特殊項目的衡量上，由於特殊項目相對而言是暫時性、不常發生的盈餘項目，並且規範並不明確，因此審核人員無歷史資料和準則規範去遵循，因此要去辨認和檢查其金額的正確性，相對於一般營業項目是較為困難的。

最後，對於財務分析師來說，其在預估企業未來營運表現時，會排除掉或獨立考量非常項目和停業部門的盈餘因素，並針對繼續營業部門淨利進行評估，但特殊項目對財務分析師而言，是個相對複雜的問題，因為有時候特殊項目是獨立且一次性的盈餘，但有時候卻會對企業未來營運表現造成影響，因此，在實務上，分析師在預估企業未來營運績效時，對於是否包含特殊項目在內有著不同的意見(Barnhart 1996)。

一般認為，非經常性項目為暫時性盈餘，未來再發生的機率較低。但是近年來，許多的財金評論和文獻皆顯示企業認列非經常性項目的頻率逐漸增加，並且認為此情形會改變或誤導投資人的決策。DiMartino (2002, D1)認為「美國的企業認列太多非經常性的重整成本，因此投資人難以去辨別何時為營運結束，並且開始重整計畫。」另外，前摩根史丹利的全球首席分析師 Barton Biggs 曾說「當非經常性項目發生一次、兩次是可以理解的，並且由於企業改善營運，非經常性項目甚至是對公司股價有正面的影響。但是當企業重複地認列非經常性項目時，投資人要如何相信重複發生的盈餘是實際發生還是企業有意圖地重複發生？」

(Smith and Lipin 1996, A1)。一位美林證券分析師曾說「當特殊項目流行時，其便不再是特殊項目。」(Fowler 2006, A1)。

過往文獻也發現企業認列非經常性項目的次數有逐年增加的趨勢。Elliott and Hanna (1996)發現企業認列特殊項目的頻率逐年增加，從 1975 年少於 200 家(占 Compustat 資料庫的總公司 5%)的企業認列特殊項目，到 1985 年增加至 800 家(占 Compustat 資料庫的總公司 14%)的企業認列特殊項目，到了 1993 年，持續增加至 1200 家(Compustat 資料庫的總公司 21%)的企業認列特殊項目。Black et al. (2000)也發現從 1977 年至 1996 年，企業認列非經常性項目的數量有逐年增加的趨勢，其中以特殊項目最為明顯。而在國內市場中，本研究發現台灣上市公司認列特殊項目的頻率也有逐年增加的趨勢，從 1991 年起，約有 50%的上市公司認列特殊項目，到了 2011 年，認列特殊項目的公司比例大幅成長到 80%。

除了新聞報導和文獻外，非經常性項目認列的頻率增加也吸引了會計準則制定單位(FASB)和政府機關(SEC)的注意，FASB 針對非經常性項目經常發生的情況，在 1995 年 3 月發表了 SFAS No.121，該公報對於資產減損是否發生，假如發生時，如何衡量與認列，皆給予詳細的規範，希望藉此抑制特殊項目重複發生的情形。另外，美國證管會針對此情形也深入調查，並將意圖透過非經常性項目操縱盈餘的企業處分，例如：在 1992 年美國證管會詳加調查 Borden 公司，其認為 Borden 的管理當局有意圖地透過重複發生重整成本來進行盈餘管理。

Cready et al. (2010)認為企業重複發生特殊項目的原因有二：(1)企業處於需要經常認列特殊項目的經營環境，例如：企業長期處於經營困難的環境，因此會經常性的認列減損損失等；或是，企業長期專注於經營業外活動，因此會經常性的認列處分投資利益，(2)管理當局對於認列特殊項目的標準是較寬鬆的，換句話說，企業會將一般營業活動當年度(例如：盈餘的分類移轉(Classification Shifting))的盈餘分類至特殊項目下，藉此來提高核心盈餘。

不論企業是處於需要經常認列特殊項目的經營環境，或是企業有意圖地將一般營業費用分類至特殊項目下，都延伸出下列問題：假如企業經常性地認列特殊項目，代表著特殊項目在可預見的未來，再度發生的機率增加，也就是其持續性上升？並且，非經常性項目若在本質上變成經常發生的話，市場是否可以發現，並改變其評價模式？還是市場會忽略或辨別不出非經常性項目重複發生的情況？因此，許多學者對上述問題做進一步探討。

Clayman (1995)分析當一次性項目經常發生時，市場給予的反應，實證結果顯示，市場對於重複發生一次性項目的企業，給予其明顯較低的異常股價報酬，Clayman (1995)認為，對於投資人而言，當企業經常發生一次性項目時，市場會對整體企業的經營環境或是管理當局的決策能力產生疑慮，因此會給予企業「懲罰」。

Elliott and Hanna (1996)則將盈餘分成兩種盈餘組成分子，核心盈餘(特殊項目前盈餘)和特殊項目，實證結果顯示當企業重複發生「沖銷」時，其核心盈餘的盈餘反應係數會低於過往未發生過「沖銷」的企業，代表投資人對於重複發生負特殊項目企業的經營情況或是管理當局的決策能力有所疑慮(Clayman 1995)；另外還發現，當企業以前年度重複發生特殊項目時，特殊項目的盈餘反應係數結果並不顯著，Elliott and Hanna (1996)認為是因為市場依舊將負特殊項目視為「暫時性」盈餘，因此當企業重複發生「沖銷」時，此情況會混淆投資人的決策，因此產生了不顯著的結果。

Black et al. (2000)同樣將盈餘分成核心盈餘(特殊項目前盈餘)和特殊項目，並且實證結果顯示，不論企業過往未認列過或經常認列非經常性項目，當年度的非經常性項目皆具有資訊內涵。另一方面，市場對於過往未認列過非經常性項目的企業，會給予正面的反應；相對的，市場對於過往經常認列非經常性項目的企業，會給予負面的反應，跟 Clayman (1995)認為投資人會對重複發生非經常性項

目的企業產生疑慮，而給予較低的股價報酬的論點一致。

Cready et al. (2010)延續 Elliott and Hanna (1996)的研究，並且以盈餘持續性的觀點來分析，其認為當企業過往認列特殊項目的頻率增加時，代表著企業核心營運的經營情況出現問題，因此核心盈餘的持續性會下降；而特殊項目則會因為其「重複發生」的原因，特殊項目的持續性會增加。並且認為市場會根據企業盈餘持續性的變化，而給予相對應的盈餘反應係數，也就是說，市場會給予企業的核心盈餘較低的盈餘反應係數，而給予特殊項目較高的盈餘反應係數。實證結果顯示，當企業重複發生負特殊項目時，其當年度負特殊項目的持續性會增加，市場也會給予較高的盈餘反應係數；相對地，當企業重複發生負特殊項目時，其當年度核心盈餘的持續性會下降，市場也會給予較低的盈餘反應係數。

上述文獻皆證實了投資人有意識到企業重複發生非經常性項目的情況，並且針對此情形做出回應，改變其原來的投資決策。



第三章 研究方法

第一節 假說發展

自從 Ball and Brown (1968)證實了盈餘具有資訊內涵後，延伸出許多學者爭相討論盈餘資訊內涵的原因、影響因素或市場反應等。而我國早期文獻雖顯示盈餘不具有資訊內涵，但隨著研究方法、期間的改變，李華玉 (1992)首先證實在國內市場中，盈餘是具有資訊內涵的，從此也開啟國內對盈餘資訊內涵的研究大門。

影響盈餘和股價間之關聯性的原因有很多，其中之一便是盈餘持續性，所謂持續性是指該盈餘因素和金額，在可預見的未來，會有再度重複發生的機率，而機率越高，代表該盈餘因素的持續性也愈高(張仲岳 1998)。當盈餘持續性越高時，代表著投資人越能藉此盈餘資訊預測企業未來的營運表現，因此會給予較高的盈餘反應係數。不論國內外，皆有許多文獻證實盈餘持續性和股價是具有顯著正向的關聯性(Kormedi and Lipe 1987; Collins and Kothari 1989; 張仲岳 1998、2001; 金成隆、鄭丁旺 1999)。

在盈餘持續性研究中，Ramakrishnan and Thomas (1998)將稅後盈餘分成三種盈餘組成分子，(1)永久性(permanent)盈餘、(2)暫時性(transitory)盈餘和(3)與股價無關(price-irrelevant)的盈餘組成分子。其中暫時性盈餘一般稱之為「非經常性盈餘」，並且認為其盈餘特性為性質特殊(unusual in nature)或(且)不常發生(infrequency of occurrence)，可將其分為下列三項：(1)非常項目(extraordinary items)、(2)停業部門(discontinued operations)和(3)特殊項目(special items)。

雖然市場將非經常性項目視為「暫時性」盈餘，認為其在可預見的未來，再度發生的機率相當低。然而，近年來，許多國外的新聞報導和文獻皆顯示企業認列「非經常性項目」的頻率增加(DiMartino 2002, D1; Elliott and Hanna 1996;

Black et al. 2000)。並且，在國內市場中，本研究發現從 1991 年起，特殊項目被上市公司認列的次數和比例皆有明顯的增加。

※ 在此插入【表二 - 台灣地區認列非經常性項目次數和比例(1991 - 2011)】

Cready et al. (2010)證實了當企業以前年度「重複發生」負特殊項目時，負特殊項目的盈餘持續性會上升。Cready et al. (2010)認為企業「重複發生」特殊項目可能的原因為(1)企業處於需要經常認列特殊項目的經營環境，例如：企業長期處於經營困難的環境，因此會經常性的認列評價損失，例如減損損失等；或是，企業長期專注於經營業外活動，因此會經常性的認列處分投資/資產損益，(2)管理當局對於認列特殊項目的標準是較寬鬆的，換句話說，企業會將當年度的核心費用(core expense)有意圖地分類至負特殊項目下，藉此提高核心盈餘，例如：盈餘的分類移轉(Classification Shifting)¹⁶。不論是上述何種情況，都顯示出企業在未來認列特殊項目的機率增加，也就是說，當企業以前年度特殊項目「重複發生」時，特殊項目的盈餘持續性應該會隨之上升。

另一方面，Cready et al. (2010)認為當企業以前年度「重複發生」負特殊項目時，代表著企業的核心營運不穩定，因此核心盈餘應該會有下降地趨勢。根據上述兩點，本研究列出下列假設：

H₁₋₁：當企業過往負(正)特殊項目重複發生時，負(正)特殊項目的持續性會增加。

H₁₋₂：當企業過往負(正)特殊項目重複發生時，核心盈餘的持續性會下降。

¹⁶ 盈餘分類移轉(Classification Shifting)為企業有意圖地將核心費用分類至負特殊項目下，藉此達到提高核心盈餘的效果。McVay (2006)證實，企業確實有透過負特殊項目來進行盈餘的分類移轉，來提高當期的核心盈餘。在我國文獻方面，楊宜華 (2009)也證實在我國市場中，企業會透過盈餘的分類移轉的方式來達到盈餘管理的效果。

當上述假說成立時，便延伸出下列問題，假如特殊項目在本質上變成經常發生的話，市場是否可以發現，並改變其評價模式？還是市場會選擇忽略或是辨別不出特殊項目重複發生的情況？

Clayman (1995)、Elliott and Hanna (1996)與 Cready et al. (2010)皆認為，當企業過往認列負特殊項目的次數增加時，由於投資人會對企業的核心營運或是管理當局的決策能力有所疑慮，因此市場會給予其核心盈餘較低的累積異常報酬。

然而，當企業過往負特殊項目認列的次數增加時，市場對於負特殊項目的評價反應，Elliott and Hanna (1996)與 Cready et al. (2010)卻持有不同的論點。Elliott and Hanna (1996)證實了當企業過往「重複發生」負特殊項目時，市場負特殊項目的盈餘反應係數呈現不顯著的結果，代表著市場依舊將負特殊項目視為「暫時性」盈餘，因此當企業「重複發生」負特殊項目時，會混淆投資人的決策，產生不顯著的結果；另一方面，Cready et al. (2010)則認為當企業過往認列負特殊項目的次數增加時，代表著負特殊項目的盈餘持續性上升，並且市場可以辨別出負特殊項目的盈餘持續性上升的狀況，而給予較高的盈餘反應係數。簡而言之，Elliott and Hanna (1996)認為當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會依舊將負特殊項目視為「暫時性」盈餘評價，而 Cready et al. (2010)則認為當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會將負特殊項目視為「常續性」盈餘評價。

根據上述兩位學者的歧見，本研究將探討在國內市場中，當企業重複發生特殊項目時，市場會依舊將特殊項目視其為「暫時性」盈餘來評價？還是，市場有發現到特殊項目重複發生的情況，並且改變其投資決策，將特殊項目視為「常續性」盈餘來評價？而本研究根據 Cready et al. (2010)的研究，預期當企業過往特殊項目重複發生時，市場會給予特殊項目顯著較高的盈餘反應係數，並且市場會給予核心盈餘顯著較低的盈餘反應係數。根據上述論點列出下列假說：

H₂₋₁：當企業過往負(正)特殊項目重複發生時，市場對於當年度

的負(正)特殊項目的盈餘反應係數會上升。

H₂₋₂：當企業過往負(正)特殊項目重複發生時，市場對於核心盈餘的盈餘反應係數會降低。

第二節 實證模型

首先，本研究分析當企業重複發生特殊項目時，特殊項目的盈餘持續性之變化，並且預期當過往特殊項目重複發生時，特殊項目的持續性會增加，核心盈餘的持續性會下降。之後，再進一步分析過往特殊項目重複發生和異常股價報酬間之關聯性，並且預期當過往特殊項目重複發生時，特殊項目的盈餘反應係數會上升，未預期核心盈餘的盈餘反應係數會下降。藉此本研究將實證研究分為兩個部分，(1)重複發生特殊項目之盈餘持續性、(2)重複發生特殊項目和股價之關聯性。

在設計實證模型之前，究竟本研究對於「重複發生」的定義為何？

「重複發生」是個因人而異的觀念，例如：連續兩季(年)認列特殊項目、過往 12 季認列 5 次以上或是過往 5 年認列 3 次以上等，而定義「重複發生」需要人為武斷的判斷。

在以前的文獻中，Elliott and Hanna (1996)選取過往 4、8、12、16、20 季作為計算「重複發生」的期間，並且使用敏感性分析，發現使用較長期間的樣本，其實證結果較為顯著，而較短期間的樣本，其實證結果較為微弱，但兩者間的差異並不明顯，最後 Elliott and Hanna (1996)採用過往 12 季的實證結果，並將「重複發生」定義為過往 12 季之中，特殊項目認列過 5 次以上。Cready et al. (2010)以同樣的方式定義「重複發生」。另一方面，Clayman (1995)和 Black et al. (2000)則將「重複發生」定義為過往 5 年中，企業認列特殊項目達 3 次以上。

本研究參考上述文獻對「重複發生」的定義，並且由於台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫的季報資料只有 2007 到 2011 年，5 年期間的資料量稍嫌不足，因此本研究採用 Clayman (1995)和 Black et al. (2000)的定義，將「重複發生」定義為，企業在過往 5 年中，認列特殊項目的次數達到 3 次以上，並且根據上述學者的研究，將樣本分為兩組：(1)過往 5 年中「未發生過」負(正)特殊項目的樣本和(2)過往 5 年中「重複發生」負(正)特殊項目的樣本。¹⁷

另一方面，本研究對於「特殊項目」(Special items)的定義為何？

在非經常性項目中，相較於非常項目(extraordinary items)和停業部門(discontinued operations)在各國的 GAAP 中皆有明確的定義，「特殊項目」是個相對模糊的名詞。在國外，美國和加拿大的 GAAP 中，對「特殊項目」有明確的定義：「性質特殊」或「不常發生」的稅前盈餘，主要可以細分為七項，(1)前期盈餘調整數、(2)任何重大的非經常性項目、(3)停業部門損益、(4)天然災害、(5)處分資產/投資/金融商品損益、(6)債券贖回損益和(7)應收款/資產/存貨減損損失。¹⁸而 Compustat 資料庫中，對「特殊項目」也有詳細的定義(item #32)，其主要包含了非重複發生的重大事項，如停業部門、天然災害，和出售資產等，但其也特別強調，此定義已排除了三種以稅後淨額方式表達的盈餘，(1)在 APB30 下的停業部門、(2)非常項目和(3)會計原則變動累積影響數。

然而，我國的 GAAP 中，對「特殊項目」並未有明確的定義，而在國內的過往文獻當中，楊宜華 (2009)參考了國外準則和資料庫對「特殊項目」的定義，並且參考了國內過往的文獻¹⁹，將營業外損益中經常發生的利息費用/利益和股利

¹⁷ 計算「重複發生」的基礎會根據實證樣本為負特殊項目或正特殊項目而有所不同，舉例來說，當在研究負特殊項目的盈餘持續性時，我是用以前年度企業認列負特殊項目的次數來計算「重複發生」，也就是說，當企業過往 5 年認列過 3 次以上的負特殊項目，才算是「重複發生」負特殊項目；反之，正特殊項目亦同。

¹⁸ 在美國和加拿大的 GAAP 中特別註明，上列七項「特殊項目」的細項中，(1)到(3)項並不包含在損益表上單獨列示的稅後淨額項目。

¹⁹ 鄭丁旺 (2001)將營業外損益分成三個部分：(1)重複發生的營業外損益，例如：利息費用/利益，股利收入等、(2)處分資產損益、(3)不常發生和性質特殊項目的非經常性項目，例如：資產減損、

收入給排除，把特殊項目定義為下列十項會計盈餘項目的淨額：(1)處分投資損失、(2)投資跌價損失、(3)處分資產損失、(4)資產減損損失、(5)存貨評價損失、(6)處分投資利得、(7)投資跌價損失迴轉、(8)處分資產利得、(9)資產減損迴轉利益和(10)存貨跌價損失迴轉。在本研究中，我根據楊宜華 (2009)對「特殊項目」的定義，來作為我後續研究的基礎。

在後續的實證研究中，本研究皆會將樣本分為負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本，來分析盈餘特性不同的盈餘所產生的實證結果是否會有所差別。

一、重複發生特殊項目之盈餘持續性

在重複發生特殊項目之盈餘持續性的分析中，本研究將其分成兩個部分，首先，本研究分析企業過往和未來年度認列負(正)特殊項目間之關聯性，分析企業過往 5 年認列負(正)特殊項目的次數，和企業未來 5 年認列負(正)特殊項目的次數和總金額間之關聯性。更重要地是，在盈餘持續性的主要研究中，本研究利用盈餘持續性的基本公式，來檢驗當企業過往重複發生特殊項目時，特殊項目、核心盈餘和下一年度的稅後繼續營業部門淨利間之關聯性。

盈餘持續性-前後 5 年認列特殊項目之關聯性

Cready et al. (2010)認為當企業過往重複發生負(正)特殊項目時，其未來年度依然會持續地認列負(正)特殊項目，因此本研究根據 Cready et al. (2010)的研究，利用獨立樣本 T 檢定，來分析在國內市場中，過往 5 年中「未認列過」特殊項目和過往 5 年中「重複發生」特殊項目兩組樣本間，其(1)未來 5 年認列負(正)特殊項目的次數、(2)未來 5 年認列負(正)特殊項目的總金額和(3)未來 5 年認列負(正)特殊項目總額和當年度負(正)特殊項目的比值是否有顯著差異。

並且，本研究預期過往「重複發生」負(正)特殊項目的樣本，其(1)未來 5

年認列負(正)特殊項目的次數、(2)未來5年認列負(正)特殊項目的總金額和(3)未來5年認列負(正)特殊項目總額和當年度負(正)特殊項目的比值都會顯著大於「未認列過」負(正)特殊項目的樣本。

盈餘持續性-主要研究

本研究藉由持續性的基本公式來分析核心盈餘(特殊項目前盈餘)和特殊項目的持續性：

$$INC_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ADJ_INC_{i,t} + \alpha_2 N(P) SI_{i,t}$$

$INC_{i,t+1}$ ：公司i，第t+1年的繼續營業部門淨利除以第t年初的股權市值。

$RSI_{i,t}$ ：公司i，第t年的稅後特殊項目。

$SI_{i,t}$ ： $RSI_{i,t}$ 除以第t年初的股權市值。

$NSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} < 0$ ，否則為0。

$PSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} > 0$ ，否則為0。

$ADJ_INC_{i,t}$ ：公司i，第t年繼續營業部門淨利減除 $RSI_{i,t}$ ，再除以第t年初的股權市值。

上述公式的 α_1 為企業當年度的核心盈餘(稅後特殊項目前盈餘)對下年度的繼續營業部門淨利的持續性， α_2 則為企業當年度的稅後特殊項目對下年度的繼續營業部門淨利的持續性。

之後，本研究根據上述「重複發生」的定義，將樣本分為兩組，(1)過往5年中「未認列過」特殊項目的樣本和(2)過往5年中「重複發生」特殊項目的樣本，並且設立兩個虛擬變數： $FREQ_0$ 和 $FREQ_1$ ，其中 $FREQ_0$ 為當企業「未認列過」特殊項目時，其值為1，反之為0；相對地， $FREQ_1$ 為當企業「重複發生」特殊項目時，其值為1，反之為0。

本研究根據Cready et al. (2010)的實證模型，將上述兩項虛擬變數加入盈餘持續性的基本公式當中，發展出下列實證模型(1)：

$$INC_{i,t+1} = \sum_{k=0}^1 \beta_k * FREQ_k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \gamma_k ADJ_INC_{i,t} * FREQ_k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \lambda_k N(P) SI * FREQ_k_{i,t} \quad (1)$$

$INC_{i,t+1}$ ：公司i，第t+1年的繼續營業部門淨利除以第t年初的股權市值。

$RSI_{i,t}$ ：公司i，第t年的稅後特殊項目。

$SI_{i,t}$ ： $RSI_{i,t}$ 除以第t年初的股權市值。

NSI_{i,t} : SI_{i,t} < 0, 否則為0。

PSI_{i,t} : SI_{i,t} > 0, 否則為0。

ADJ_INC_{i,t} : 公司i, 第t年繼續營業部門淨利減除RSI_{i,t}, 再除以第t年初的股權市值。

FREQ_k_{i,t} : 為公司i在第t年的前5年認列過負(正)特殊項目的頻率, k值為0到1, 當k=1時, 代表公司i在第t年的前5年中, 已認列過至少3次的負(正)特殊項目。; 當k=0時, 代表公司i在第t年的前5年中, 未認列過負(正)特殊項目。

本研究利用上述實證模型(1)的公式, 來驗證假說 1-1 和 1-2, 並且預期當企業以前年度認列負(正)特殊項目次數大於 3 次時, 負(正)特殊項目(NSI(PSI))的迴歸係數會顯著大於以前年度未認列特殊項目的企業($\lambda_1 > \lambda_0$)。另一方面, 本研究預期當企業過往發生負(正)特殊項目的次數大於 3 次時, 其核心盈餘(ADJ_INC)的迴歸係數會顯著小於過往未認列過特殊項目的企業($\gamma_1 < \gamma_0$)。最後, 本研究預期不論負(正)特殊項目的盈餘持續性如何上升, 皆應小於核心盈餘的持續性($\lambda_1 < \gamma_0$, $\lambda_0 < \gamma_0$)。

另一方面, Francis et al. (1996)、Bens and Johnston (2009)和 Cready et al. (2010)皆認為有許多變數和「重複發生」負(正)特殊項目有關。本研究根據 Cready et al. (2010)的研究, 將控制變數²⁰定義為應收帳款週轉率、存貨週轉率、固定資產週轉率、平均員工營收、利潤率、股東權益報酬率變動、過往 4 年的平均資產報酬率變動、過往 3 年發生虧損的虛擬變數、過往 1 年的股價報酬率、過往 5 年平均的股價報酬率、過往 1 年淨值市值比和過往 4 年平均的淨值市值比變動。並且將上述的控制變數加入至實證模型(1)中, 觀察控制其他因素後, 對主要變數的影響。

根據上述的預期, 本研究參考 Cready et al. (2100)的研究, 延伸出實證模型(1-1)來分析實證模型(1)的係數變動是否有顯著的差異:

$$(A_1 - A_0) / se_{12} \quad (1-1)$$

A₁ : 實證模型(1)中, 當企業過往重複發生負(正)特殊項目時, 核心盈餘(γ_1)和負(正)特殊項目(λ_1)的係數。

A₀ : 實證模型(1)中, 當企業過往未認列過負(正)特殊項目時, 核心盈餘(γ_0)和負(正)特殊項目(λ_0)的係數。

se₁₂ : A₁ 和 A₀ 兩者的聯合標準誤(joint standard error), {A₁ 的標準誤平方(standard error)+ A₀ 的標準誤平方(standard error) -

²⁰ 控制變數的詳細定義請見表九。

$2 * \Delta_1$ 和 Δ_0 的共變異數(covariance)^{1/2}, $(se_1^2 + se_2^2 - 2 * cov_{12})^{1/2}$ 。

在實證模型(1-1)的分析中，本研究預期負(正)特殊項目的係數變動差異($\lambda_1 - \lambda_0$)顯著為正，並且預期核心盈餘的係數變動差異($\gamma_1 - \gamma_0$)顯著為負，核心盈餘減負(正)特殊項目的係數變動差異($\gamma_0 - \lambda_1$ 、 $\gamma_0 - \lambda_0$)顯著為正。

本研究根據 Cready et al. (2010)的實證模型，利用了企業過往負(正)特殊項目認列的次數，來分析核心盈餘和特殊項目的盈餘持續性之變化，之後將利用「事件研究法」和「關聯性研究法」來分析市場對企業「重複發生」負(正)特殊項目的狀況會給予的怎樣的評價反應。

另外，Elliott and Hanna (1996)和 Cready et al. (2010)在重複發生特殊項目的股價之關聯性的研究中，皆只專注於負特殊項目子樣本的研究，然而，本研究在盈餘持續性的研究當中，發現正特殊項目仍然有值得研究的規律存在，因此本研究將延伸分析正特殊項目對投資人決策的影響為何，是和負特殊項目結果相同，抑或是和負特殊項目的結果有所不同。

二、重複發生特殊項目和股價間之關聯性

在股價關聯性的分析部分，本研究根據 Elliott and Hanna (1996)和 Cready et al. (2010)的研究，發展出下列實證模型(2)來分析重複發生特殊項目和股價之關聯性：

$$EA_CAR_{i,t} = \sum_{k=0}^1 \beta_k * FREQ_k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \varphi_k \Delta AINC * FREQ_k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \mu_k N(P)SI * FREQ_k_{i,t} \quad (2)$$

$EA_CAR_{i,t}$ ：公司i，第t年盈餘發布日兩天內[-1,0]的市場指數調整報酬(adjusted for value-weighted index)。

$RSI_{i,t}$ ：公司i，第t年的稅後特殊項目。

$SI_{i,t}$ ：RSI_{i,t}除以第t年初的股權市值。

$NSI_{i,t}$ ：SI_{i,t}<0，否則為0。

$PSI_{i,t}$ ：SI_{i,t}>0，否則為0。

$INC_{i,t-1}$ ：公司i，第t-1年的特殊項目前盈餘。

$\Delta AINC_{i,t}$ ：稅後未預期的特殊項目前盈餘， $\{(INC_{i,t} - RSI_{i,t} - INC_{i,t-1}) / \text{第t年初股權市值}\}$ 。

FREQ_{k,t}: 為公司i在第t年的前5年認列過負(正)特殊項目的頻率, k值為0到1, 當k=1時, 代表公司i在第t年的前5年中, 已認列過至少3次的負(正)特殊項目。; 當k=0時, 代表公司i在第t年的前5年中, 未認列過負(正)特殊項目。

本研究利用實證模型(2)來驗證假說 2-1 和 2-2。根據過往文獻指出, 投資人會根據盈餘的持續性的不同而改變其決策, 並且當盈餘持續性越高時, 市場給予盈餘的盈餘反應係數會越高, 也就是說盈餘持續性和盈餘反應係數是呈現正向的關聯性。因此, 本研究參考 Cready et al. (2010)的研究, 預期實證模型(2)的迴歸係數變動會跟實證模型(1)呈現相同的趨勢, 也就是說, 當企業過往重複發生負(正)特殊項目時, 市場會給予負(正)特殊項目(NSI(PSI))較高的盈餘反應係數($\mu_0 < \mu_1$); 相對地, 當企業過往重複發生負(正)特殊項目時, 市場會給予未預期的核心盈餘($\Delta AINC$)較低的盈餘反應係數($\varphi_0 > \varphi_1$)。最後, 本研究預期不論市場給予負(正)特殊項目的盈餘反應係數如何上升, 皆應小於核心盈餘的盈餘反應係數($\mu_0 < \varphi_0$, $\mu_1 < \varphi_0$)。

在實證模型(2)中, 本研究使用「事件研究法」(短窗期)來分析市場的反應, 並藉此來觀察市場對於接收到企業公布特殊項目的盈餘資訊時, 投資人所給予的評價反應。然而, Elliott and Hanna (1996, 153)認為「企業在認列金額重大的非經常性項目時, 會在盈餘公布日前公布相關訊息」。其他學者也證實了當管理當局提前公布壞消息時, 會使分析師的預測盈餘下修(Soffer et al. 2000)。由於企業提前公布消息的動作, 導致使用「事件研究法」來分析時, 將無法準確地捕捉到市場得知企業公布特殊項目的盈餘資訊時, 投資人給予的股價報酬變化, 甚至會導致特殊項目的盈餘反應係數大幅下降, 甚至接近於0, 為了確保可以完全捕捉到特殊項目對投資人決策帶來的影響, 因此本研究參考了 Creayd et al. (2010)的研究, 將股價報酬期間延伸至整年度, 也就是使用「關聯性研究法」(長窗期)來分析市場的反應。

雖然將股價報酬期間從短窗期(盈餘公布日後兩日內)變更至長窗期(盈餘公布日前一年度期間)會降低特殊項目的盈餘資訊公布和市場反應間之因果關係,

但是另外有兩項優點，(1)可以將企業提前公布消息所導致的偏差給排除，(2)可以將「股價優先盈餘」的差異給排除，減少市場反應和會計盈餘間延遲的差異 (Easton et al. 1992; Warfield and Wild 1992)。因此，本研究參考了 Cready et al. (2010)的研究，將實證模型(2)的公式修正為實證模型(2a)，把實證模型(2)的變數 $EA_CAR_{i,t}$ 變更為 $Y_CAR_{i,t}$ ，也就是把短兩日內的股價報酬期間延長為年度期間的股價報酬，其中 $Y_CAR_{i,t}$ 為公司 i 第 t 年的盈餘公布日前一年度期間 $[-365,0]$ 的累積異常報酬(CAR)，修正後的實證模型(2a)列示如下：

$$Y_CAR_{i,t} = \sum_{k=0}^1 \beta_k * \text{FREQ_}k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \varphi_k \Delta AINC * \text{FREQ_}k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \mu_k N(P)SI * \text{FREQ_}k_{i,t} \quad (2a)$$

$Y_CAR_{i,t}$ ：公司 i ，第 t 年的盈餘發布日前一年度 $[-365,0]$ 的市場指數調整報酬(adjusted for value-weighted index)。

$RSI_{i,t}$ ：公司 i ，第 t 年的稅後特殊項目。

$SI_{i,t}$ ： $RSI_{i,t}$ 除以第 t 年初的股權市值。

$NSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} < 0$ ，否則為 0。

$PSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} > 0$ ，否則為 0。

$INC_{i,t-1}$ ：公司 i ，第 $t-1$ 年的特殊項目前盈餘。

$\Delta AINC_{i,t}$ ：稅後未預期的特殊項目前盈餘， $\{INC_{i,t} - RSI_{i,t} - INC_{i,t-1}\} /$ 第 t 年初股權市值。

$\text{FREQ_}k_{i,t}$ ：為公司 i 在第 t 年的前 5 年認列過負(正)特殊項目的頻率， k 值為 0 到 1，當 $k=1$ 時，代表公司 i 在第 t 年的前 5 年中，已認列過至少 3 次的負(正)特殊項目。；當 $k=0$ 時，代表公司 i 在第 t 年的前 5 年中，未認列過負(正)特殊項目。

同樣地，本研究參考了 Cready et al. (2010)的研究，預期實證模型(2a)的係數變動也會跟實證模型(1)的結果一致，也就是說，當企業過往重複發生負(正)特殊項目時，市場會給予負(正)特殊項目(NSI(PSI))較高的盈餘反應係數($\mu_0 < \mu_1$)；相對地，當企業過往重複發生負(正)特殊項目時，市場會給予未預期的核心盈餘($\Delta AINC$)較低的盈餘反應係數($\varphi_0 > \varphi_1$)。最後，本研究預期不論市場給予負(正)特殊項目的盈餘反應係數如何上升，皆應小於核心盈餘的盈餘反應係數($\mu_0 < \varphi_0$ 、 $\mu_1 < \varphi_0$)。

並且，延伸出實證模型(2a-1)來分析實證模型(2a)的係數變動是否有顯著的差異：

$$(B_1 - B_0) / se_{12} \quad (2a-1)$$

B_1 ：實證模型(2a)中，當企業過往重複發生負(正)特殊項目時，核心盈餘(φ_1)和負(正)特殊項目(μ_1)的係數。

B_0 ：實證模型(2a)中，當企業過往未認列過負(正)特殊項目時，核心盈餘(φ_0)和負(正)特殊項目(μ_0)的係數。

se_{12} ： B_1 和 B_0 兩者的聯合標準誤(joint standard error)， $\{B_1$ 的標準誤(standard error)+ B_0 的標準誤(standard error) $-2*B_1$ 和 B_0 的共變異數(covariance), $se_1 + se_2 - 2*cov_{12}\}$ 。

跟實證模型(1-1)的預期一致，本研究預期負(正)特殊項目的係數變動($\mu_1 - \mu_0$)顯著為正，並且預期核心盈餘的係數變動($\varphi_1 - \varphi_0$)顯著為負，核心盈餘減負(正)特殊項目的係數變動差異($\varphi_0 - \mu_1$ 、 $\varphi_0 - \mu_0$)顯著為正。

第三節、研究期間與資料來源

一、研究期間

本研究主要分為兩部分：(1)重複發生特殊項目之盈餘持續性和(2)重複發生特殊項目和股價報酬之關聯性，在這兩個分析中，本研究從 TEJ(Taiwan Economic Journal)資料庫中，選取 1991 到 2011 年期間所有上市公司的合併財務報表資料，總共有 830 家公司，14459 個公司-年度樣本。

在重複發生特殊項目之盈餘持續性的研究當中，盈餘持續性-過往和未來年度認列之關聯性之研究需要企業前 5 年的資料來計算過往負(正)特殊項目認列的次數，和後 5 年的資料來計算未來負(正)特殊項目認列的次數和金額，因此將 1991 年到 2011 年的前後 5 年樣本期間扣除，得出研究期間為 1996 年至 2006 年。另一方面，盈餘持續性的主要研究需要前 5 年的資料來計算過往特殊項目認列的頻率，和後一年的盈餘資料作為計算持續性的基準，因此將 1991 年到 2011 年的前 5 年和後 1 年的樣本期間扣除，得出實證模型(1)、實證模型(1-1)的研究期間為 1996 年至 2010 年。最後，在重複發生特殊項目和股價報酬之關聯性的研究當中，需要前 5 年的資料來計算過往特殊項目認列的頻率，因此將 1991 年到 2011 年的前 5 年的樣本期間扣除，得出實證模型(2)、實證模型(2a)和實證模型(2a-1)的研究期間為 1996 年至 2011 年。

二、資料來源

1. 所有歷史財務報表資料取自於台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫中—以合併為主(累計)-全產業資料庫。
2. 累積異常報酬(cumulative abnormal return, CAR)資料取自於台灣經濟新報資料庫中—事件研究系統資料庫。
3. 盈餘公告日資料取自於台灣經濟新報資料庫中—月盈餘概估資料庫。
4. 股權市值資料取自於台灣經濟新報資料庫中—未調整股價(年)資料庫。

三、選樣標準

1. 樣本公司必須為台灣證交所之上市公司，且 1991 年至 2011 年的年度財務報表資料，需可於台灣經濟新報資料庫中取得。
2. 若公司-年度的股權市值資料無法從台灣經濟新報—未調整股價(年)資料庫中取得，則予以排除。
3. 若公司-年度的異常股價報酬資料無法從台灣經濟新報—事件研究法資料庫中取得，則予以排除。
4. 本研究只專注於金額重大的負(正)特殊項目，因此將企業當年度負(正)特殊項目淨額小於期初資產 0.5%的觀察值排除。
5. 為避免極端值的產生，將迴歸式中標準化殘差大於 3 的觀察值排除。

表三是根據上述選樣標準所列示出詳細的樣本選取的過程。首先，盈餘持續性-過往和未來年度認列之關聯性和實證模型(1)、實證膜性(1-1)分別選取了 1,509 個、1,752 個和 1,752 個公司-年度觀察值，本研究再將其細分為負和正特殊項目子樣本，樣本數分別為 674(748)個、835(1,004)個和 835(1,004)個。除此之外，本研究在實證模型(1)、實證模型(1-1)加上控制變數作近一步的分析，並且將無

法取得控制變數資料的樣本刪除，最終取得的負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本的觀察值數量分別為 344(344)個和 450(450)個。

另外，實證模型(2)、實證模型(2a)和實證模型(2a-1)最終分別選取 1,793 個、1,799 個和 1,799 個觀察值，上述數量間的差異是因為資料無法取得和極端值的不同所產生。同樣地，在實證模型(2)、實證模型(2a)和實證模型(2a-1)的研究中，本研究將樣本再細分為負和正特殊項目子樣本，樣本數分別為 785(780)個、1,008(1,019)個和 1,008(1,019)個。最後，在實證模型(2)、實證模型(2a)和實證模型(2a-1)中，本研究另外加入控制變數作進一步分析，並且排除掉無法取得控制變數資料的樣本，取得到的短窗期(長窗期)的負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本的觀察值分別為 382(379)個、487(488)個和 487(488)個。

※ 在此插入【表三 - 樣本選取】



第四章 實證結果與分析

在第四章中，本研究根據之前的假說發展和研究設計，將主要研究分為三個部份來分析：(1)敘述性統計、(2)重複發生特殊項目之盈餘持續性和(3)重複發生特殊項目和股價之關聯性。

第一節 敘述性統計

表四的 Panel A 為全部樣本的敘述性統計，總資產和股權市值的平均數(中位數)分別為 466 億(64 億)和 212 億(49 億)，負特殊項目平均(中位數)約佔期初股權市值的-7.77%(-1.89%)，正特殊項目平均(中位數)約佔期初股權市值的 6.48%(2.09%)，短窗期(EA_CAR)和長窗期(Y_CAR)的累積異常報酬平均數(中位數)分別為-0.27%(-0.32%)和 2.95%(1.25%)，有效稅率的平均值(中位數)為-13.7%(13.7%)，未預期繼續營業部門淨利和未預期特殊項目前盈餘的平均數(中位數)分別為股權市值的 2.47%(0.45%)和 2.35%(0.17%)。

表四的 Panel B 為負特殊項本子樣本的敘述性統計，相較於過往「重複發生」負特殊項目的企業，前 5 年度「未發生過」負特殊項目的企業明顯有著較低的股價報酬(Y_CAR)²¹和盈餘變動(Δ INC 和 Δ AINC)，此結果和過往研究認為當企業認列負特殊項目時，代表著企業面臨著經營困難或營運不佳的情況一致(Elliott and Shaw 1988; DeAngelo et al. 1994; Carter 2000)。照理說，當企業重複性地認列負特殊項目時，應該代表企業經營不善而長期性地面臨虧損，但值得注意的是，隨著企業過往認列特殊項目的頻率增加，其營運績效(Δ INC 和 Δ AINC)反而由虧轉盈，並且市場給予地反應(Y_CAR)也有上升的趨勢，此情況正反映著，當企業過往認列負特殊項目的次數增加時，企業是有計畫性地將常續性負盈餘分類至負特殊項目下，藉此達到提升核心盈餘的盈餘管理效果(盈餘的分類移轉

²¹ 由於企業在認列金額重大的特殊項目時，經常會提前公布盈餘資訊，因此短期間(EA_CAR)的股價報酬無法捕捉到市場的即時反應。

(Classification Shifting), MaVay 2006; 楊宜華 2009), 而企業並非處於經營困難的情況。另外, 市場的反應雖然有因應企業經營績效變好而給予較高的報酬率, 但仍然是給予負面的評價, 可見投資人對於經常性發生負特殊項目的企業的經營環境和管理階層的能力仍有疑慮。

表四的 Panel C 為正特殊項目子樣本的敘述性統計, 和負特殊項目子樣本呈現反向的結果, 過往「未發生過」正特殊項目企業的股價報酬(Y_CAR)和營運績效(ΔINC 和 $\Delta AINC$)皆明顯優於全部樣本的平均值, 原因是當企業認列正特殊項目時, 代表著企業營運轉佳而認列評價迴轉利益(例如: 減損迴轉利益、存貨跌價損失迴轉)。然而, 隨著企業重複發生正特殊項目時, 企業的營運表現(ΔINC 和 $\Delta AINC$)和股價報酬(Y_CAR)皆呈現下降的趨勢, 此結果也反映著當企業過往認列正特殊項目的次數增加時, 企業的核心營運反而是表現不佳的, 並且企業會轉而專注於經營營業外活動來獲得利益, 例如: 處分投資利得、處分資產利得²², 來遮掩營運不佳的事實, 然而市場並未受到蒙蔽, 投資人對此也給予負面的評價。

※ 在此插入【表四 - 敘述性統計】

第二節 重複發生特殊項目之盈餘持續性

一、前後 5 年認列負(正)特殊項目之關聯性

在前後 5 年認列負(正)特殊項目之關聯性研究中, 本研究使用下列三項變數來分析: (1) 未來 5 年認列負(正)特殊項目的次數(SUB_FREQ)、(2) 未來 5 年認列負(正)特殊項目的總金額($SUB_N(P)SI$)和(3) 未來 5 年認列負(正)特殊項目總金額和當年度負(正)特殊項目的比值($SUB_CURR_N(P)$)。

²² 在企業過往「重複發生」的負特殊項目中, 以存貨跌價損失和處分資產損失發生的次數和比率最高; 另一方面, 企業過往「重複發生」的正特殊項目當中, 企業最經常認列地是處分投資利得和處分資產利得, 詳細內容請見表九。

表五的 Panel A 為負特殊項目子樣本的結果，結果顯示，當企業過往「未發生過」負特殊項目時，未來 5 年平均會認列 1.3 次的負特殊項目、股權市值-0.108 倍的負特殊項目和當年度負特殊項目 2.9 倍的負特殊項目；另一方面，當企業過往「重複發生」負特殊項目時，未來 5 年平均會認列 1.9 次的負特殊項目、股權市值-0.221 倍的負特殊項目和當年度負特殊項目 20.0 倍的負特殊項目，可以明顯看到當企業過往「重複發生」負特殊項目時，企業未來 5 年認列負特殊項目的次數和總金額有增加的趨勢。並且，本研究利用獨立樣本 T 檢定來分析上述兩組樣本的結果之間是否有顯著差異，在「未發生過」和「重複發生」平均認列次數間，兩組樣本的差異為 0.6，此差異達到 1% 的顯著水準；在未來 5 年認列負特殊項目總金額中，兩個分類的差異為-0.114，此差異符合 10% 的顯著水準；在未來 5 年認列的負特殊項目總額和當年度認列的負特殊項目比值中，兩個分類的差異為 17.0，此差異達到 5% 的顯著水準，代表著不論使用何種方法，企業過往認列負特殊項目的次數，和其未來年度認列負特殊項目的次數和總金額皆有顯著正向之關聯性。

另一方面，表五的 Panel B 為正特殊項目子樣本的結果，結果顯示，當企業過往「未發生過」正特殊項目時，未來 5 年會認列 1.3 次的正特殊項目，股權市值 0.067 倍的正特殊項目總額、和當年度正特殊項目 3.5 倍的正特殊項目；另外，當企業前 5 年「重複發生」正特殊項目時，未來 5 年認列 2.2 次的正特殊項目，股權市值 0.129 倍的正特殊項目、當年度正特殊項目 6.0 倍的正特殊項目。同樣地，在正特殊項目子樣本中，可以明顯發現當過往認列正特殊項目的次數增加時，企業未來 5 年認列正特殊項目的次數和總金額也有上升的趨勢。並且，本研究利用獨立樣本 T 檢定來分析上述兩組樣本之間是否有顯著差異，實證結果為過往 5 年和未來 5 年此兩個分組的平均頻率差異為 0.9 次，並且達到 1% 的顯著水準；另外，在未來 5 年認列的正特殊項目總金額中，兩組樣本間的差異為 0.063，此差異也符合 1% 的顯著水準；最後，在未來 5 年認列的正特殊項目和當年度認列

的正特殊項目的比值中，兩組樣本間的差異為 2.4，然而此差異並不顯著 ($p=0.156$)。

※ 在此插入【表五 - 前後 5 年認列負(正)特殊項目之關聯性】

簡而言之，不論負或正特殊項目子樣本，當企業過往「重複發生」負或正特殊項目時，其未來年度認列負或正特殊項目的次數和金額大多有顯著的增加(6 項中有 5 項達到統計的顯著性)，此結果顯示當企業過往「重複發生」負(正)特殊項目時，其未來年度地負(正)特殊項目的認列次數和金額有顯著正向的關聯性，換句話說，證實了企業未來年度認列負(正)特殊項目的次數和金額的持續性會隨著企業過往認列的次數增加而上升。

二、盈餘持續性-主要研究

接下來為重複發生特殊項目之盈餘持續性的主要研究，本研究根據 Elliott and Hanna (1996)和 Cready et al. (2010)的研究方法，將盈餘分成兩種盈餘組成分子：(1)特殊項目前盈餘(核心盈餘)和(2)特殊項目，分析企業當年度的兩種盈餘組成分子和下一年度稅後繼續營業部門淨利之關聯性。

在表六的 Panel A 和 Panel B 中，第三欄和第五欄為沒有加入控制變數的結果，第四欄和第六欄為加入控制變數產生的結果。另外，表六的 Panel A 和 Panel B 的第三欄和第四欄為負特殊項目子樣本的實證結果，第五欄和第六欄為正特殊項目子樣本的實證結果。

首先，在負特殊項目子樣本中，表六的 Panel A 的第三欄為未加入控制變數的實證結果，本研究發現 ADJ_INC_1 的係數(0.381)小於 ADJ_INC_0 的係數(0.538)，並且從表六的 Panel B 得知，此兩者間的差異是顯著的($p<0.01$)；然而，在加入控制變數後，雖然 ADJ_INC_1 的係數(0.316)依然小於 ADJ_INC_0 的係數(0.365)，但係數差異的幅度下降，並且差異不顯著($p=0.52$)，此結果並不支持假

說 1-2。另一方面，從表六的 Panel A 的第三欄得知，SI_1 的係數(0.270)大於 SI_0 的係數(-0.101)，並且在加入控制變數後，雖然差異幅度變小，但是 SI_1 的係數(0.113)依然大於 SI_0 的係數(-0.057)，而從表六的 Panel B 證實了，不論是否加入控制變數，SI_1 和 SI_0 兩者間的係數皆有顯著的差異(至少 $p < 0.1$)，此結果支持我的假說 1-1。最後，從表六的 Panel B 得知，不論是否加入控制變數，ADJ_INC_0 的係數皆顯著($p < 0.01$)大於 SI_0 和 SI_1，代表著儘管特殊項目的盈餘持續性會隨著過往認列頻率增加而上升，但依然會顯著小於核心盈餘(ADJ_INC_0)的盈餘持續性。

特別地是，在負特殊項目子樣本中，當企業過往「未發生過」負特殊項目時，其負特殊項目的盈餘持續性(SI_0)皆小於 0，代表著當企業當年度認列越多的負特殊項目時，企業下一年度的繼續營業部門淨利會增加，產生此結果可能的原因有三：(1)由於企業當年度處分虧損資產，導致下一年度虧損減少，造成下一年度的稅後淨利增加、(2)此企業當年度認列的負特殊項目為「暫時性」盈餘，因此企業的下一年度不再發生且認列此負特殊項目，導致下一年度稅後淨利增加或(3)企業有利用負特殊項目進行盈餘管理的操作，例如：當年度認列減損損失，使未來年度的折舊費用減少，或是認列存貨跌價損失，使未來年度的銷貨成本下降，導致企業下一年度的稅後淨利增加。

另一方面，表六的 Panel A 和 Panel B 的第五欄和第六欄則是正特殊項目子樣本的實證結果，從表六的 Panel A 得知，不論過往是否「重複發生」正特殊項目，正特殊項目的迴歸係數皆顯著大於 0($p < 0.001$)，此和 Cready et al. (2010)的實證結果相反，Cready et al. (2010)的實證結果為不論是否加入控制變數，正特殊項目的迴歸係數皆不顯著，此差異可能是樣本來源不同和市場差異所造成。除此之外，正特殊項目和負特殊項目子樣本情況類似，表六的 Panel A 的實證結果顯示，不論是否加入控制變數，ADJ_INC_1 的係數皆大於 ADJ_INC_0 的係數，並且從表六的 Panel B 可以發現，在未加入控制變數之前，ADJ_INC_1 和 ADJ_INC_0

的迴歸係數之間有顯著($p < 0.05$)的差異，然而，在加入控制變數之後，ADJ_INC_1 和 ADJ_INC_0 的迴歸係數之間的差異並不顯著($p = 0.521$)，此結果並不支持本研究的假說 1-2。在正特殊項目的實證結果中，不論是否加入控制變數，SI_1 的迴歸係數皆大於 SI_0 的迴歸係數，並且從表六的 Panel B 可以發現，在未加入控制變數時，SI_1 的迴歸係數(0.708)和 SI_0 的係數(0.646)間的差異並不顯著($p = 0.420$)，然而在加入控制變數之後，SI_1 的係數(0.632)顯著($p = 0.001$)大於 SI_0 的係數(0.297)，此結果也支持本研究的假說 1-1。最後，和負特殊項目的結果一致，在正特殊項目子樣本中，在加入控制變數之後，ADJ_INC_0 的係數皆會顯著大於 SI_0 和 SI_1，代表著儘管特殊項目的盈餘持續性會隨著過往認列頻率上升而增加，但依然會顯著小於核心盈餘(ADJ_INC_0)的盈餘持續性。

總而言之，不論負或正特殊項目子樣本，當過往負(正)特殊項目認列的頻率增加時，核心盈餘的持續性皆會降低，但是差異並不顯著，並不支持假說 1-2；另一方面，當過往負(正)特殊項目認列的頻率增加時，負(正)特殊項目的盈餘持續性皆會顯著的上升，支持假說 1-1。

※ 在此插入【表六 - 重複發生特殊項目之盈餘持續性-實證模型(1)、(1-1)】

第三節、重複發生特殊項目和股價之關聯性

根據先前的研究我們得知，當企業過往發生負(正)特殊項目的次數增加時，負(正)特殊項目的持續性會有顯著的上升。另一方面，不論在國內外，有許多研究皆證實了盈餘持續性和股價是具有高度正向的關聯性(Kormedi and Lipe 1987; Collins and Kothari 1989; 張仲岳 1998、2001; 金成隆、鄭丁旺 1999)。因此，在重複發生特殊項目和股價報酬之關聯性這部分，本研究將根據 Cready et al. (2010) 的研究，分析在國內市場中，當企業「重複發生」負(正)特殊項目時，投資人是否可以辨明企業盈餘的持續性變化，並且改變其投資決策。

一、「事件研究法」-短窗期[-1,0]的累積異常報酬

首先，本研究利用「事件研究法」，來分析當企業公布盈餘相關資訊時，此盈餘資訊是否會影響投資人決策。

表七的實證結果顯示，不論負或正特殊項目子樣本，或是加入控制變數與否，核心盈餘和負(正)特殊項目的盈餘反應係數皆相當低，甚至接近於0。可能的原因是「企業在認列金額重大的非經常性項目時，會在盈餘公布日前公布相關訊息」(Elliott and Hanna 1996, 153)，由於企業提前公布消息的動作，導致使用短窗期[-1,0]的累積異常報酬無法捕捉到市場的反應，進而導致盈餘反應係數會大幅下降，為了確保我們完全捕捉到特殊項目對投資人決策帶來的影響，因此本研究根據 Cready et al. (2010)的研究，延長累積異常報酬的期間，使用年度期間的累積異常報酬[-365,0]來分析。

※ 在此插入【表七 -重複發生特殊項目和股價之關聯性-實證模型(2)】

二、「關聯性研究法」-長窗期[-365,0]的累積異常報酬

表八的 Panel A 為實證模型(2a)的結果，而 Panel B 為實證模型(2a-1)的結果，同樣地，第三欄和第四欄為負特殊項目子樣本的結果，第五欄和第六欄為正特殊項目子樣本的結果。

首先，在負特殊項目子樣本中，從表八的 Panel A 可以發現，不論是否加入控制變數，當企業過往「重複發生」負特殊項目時，企業的核心盈餘($\Delta AINC_1$)的迴歸係數皆小於企業過往「未認列過」負特殊項目的企業的核心盈餘($\Delta AINC_0$)，並且從表八的 Panel B 可以得知， $\Delta AINC_1$ 、 $\Delta AINC_0$ 的係數變動皆有顯著的差異，此結果支持我的假說 2-2。另一方面，不論是否加入控制變數，實證模型(2a)的結果皆顯示當企業「重複發生」負特殊項目時， SI_1 的係數皆大於 SI_0 ，並且從表八的 Panel B 可以得知，雖然在未加入控制變數前， SI_1 、

SI_0 兩者間的迴歸係數差異並不顯著($p=0.161$)，然而在控制其他變數後，SI_1、SI_0 兩者間的差異變得顯著($p<0.01$)，此結果代表著當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會給予顯著較高的盈餘反應係數，也就是將負特殊項目視為「常續性」盈餘評價，支持我的假說 2-1。最後，在未加入控制變數的情況下， $\Delta AINC_0$ 的係數皆顯著($p<0.001$)大於 NSI_k，然而，在加入控制變數後， $\Delta AINC_0$ 的係數和 SI_1 的係數差異降低，並無顯著差異($p=0.180$)。綜上所述，在負特殊項目子樣本中，當企業過往認列的負特殊項目的頻率增加時，其未預期核心盈餘($\Delta AINC_k$)的盈餘反應係數會顯著下降，而負特殊項目(SI_k)的盈餘反應係數會有顯著的上升，和實證模型(1)、實證模型(1-1)的實證結果相對應，也證明了市場知道企業重複發生負特殊項目的情形，且投資人會因此改變其投資決策。

特別地是，在負特殊項目子樣本中，當企業過往「未發生過」負特殊項目時，其負特殊項目的盈餘反應係數(SI_0)皆小於 0，代表著當企業當年度認列越多的負特殊項目時，市場會給予較高的盈餘反應係數，此結果和實證模型(1)的實證結果相對應，造成此結果的原因有三：(1)由於企業當年度處分虧損資產、(2)此企業當年度認列的負特殊項目為「暫時性」盈餘、或(3)企業有利用負特殊項目進行盈餘管理的操作，上述三種原因皆會導致企業下一年度的盈餘增加，因此市場給予反向的評價反應。

除此之外，表八的 Panel A 和 Panel B 中，第五欄和第六欄為正特殊項目子樣本的實證結果。從表八的 Panel A 的第五欄可以得知， $\Delta AINC_1$ 的係數(0.024)小於 $\Delta AINC_0$ 的係數(0.363)，並且從表八的 Panel B 證實 $\Delta AINC_1$ 、 $\Delta AINC_0$ 兩者間是有顯著($p<0.001$)的差異，和實證模型(1)的結果相對應；然而，再加了控制變數後， $\Delta AINC_1$ 的係數(0.737)反倒大於 $\Delta AINC_0$ 的係數(0.432)，值得注意的是，在實證模型(1)的結果當中， $\Delta AINC_1$ 的係數(0.715)是小於 $\Delta AINC_0$ 的係數(0.757)，可以發現兩者的迴歸係數變動的方向是完全相反的，也就是說，當企業「重複發生」正特殊項目時，其核心盈餘的持續性下降，但是市場卻給予

較高的盈餘反應係數，代表著當企業「重複發生」正特殊項目時，市場會高估企業的核心盈餘。另一方面，從表八的 Panel A 得知不論是否加入控制變數，SI₁ 的係數皆大於 SI₀，但從 Panel B 證實了兩者的差異皆不顯著(p 至少大於 0.355)。最後，不論在未加入控制變數前， $\Delta AINC_0$ 皆大於 SI₀、SI₁，並且 $\Delta AINC_0$ 、SI₁ 兩者間的差異是符合統計的顯著性(p<0.1)，然而在加入控制變數後，可以發現 $\Delta AINC_0$ 皆小於 SI₀、SI₁，並且 $\Delta AINC_0$ 是顯著(p<0.1)小於 SI₁，顯示市場會給予正特殊項目比核心盈餘顯著較高的盈餘反應係數。

簡而言之，在正特殊項目子樣本中，不論是否加入控制變數，實證結果皆顯示正特殊項目的盈餘反應係數會隨著過往認列次數增加而上升，然而差異並不顯著，不支持本研究的假說 2-1。值得注意的是，在控制其他因素之後，「重複發生」正特殊項目企業的核心盈餘有被市場高估的跡象，也不支持本研究的假說 2-2。

綜上所述，在重複發生特殊項目和股價報酬之關聯性實證結果中，只有負特殊項目子樣本中，負特殊項目的盈餘反應係數會隨著過往認列的次數增加而有顯著的上升，此結果和實證模型(1)的實證結果相對應。上述的結果跟 Cready et al. (2010)的論點一致，其實證結果證實了當負特殊項目過往認列的次數增加時，負特殊項目的盈餘持續性會隨之上升，並且市場也會給予顯著較高的股價報酬，此結果也支持我的假說 1-1 和 1-2。除此之外，當企業「重複發生」負特殊項目時，企業核心盈餘的盈餘反應係數也會有顯著的下降，和 Cready et al. (2010)、Clayman (1995)的論點一致，可能的原因為當企業「重複發生」負特殊項目時，投資人會對企業當時的經營環境或是管理當局的決策能力有所疑慮，因而給予較低的股價報酬，此結果支持我的假說 2-2。特別地是，當企業「重複發生」正特殊項目時，企業的核心盈餘的盈餘持續性是呈現下降的趨勢，然而，實證模型 (2a-1)的結果顯示，當企業「重複發生」正特殊項目時，企業的核心盈餘的盈餘反應係數是呈現上升的趨勢，完全是呈現相反的方向，此結果顯示當企業「重複

發生」正特殊項目時，市場有高估其核心盈餘的跡象。

※ 在此插入【表八 -重複發生特殊項目和股價之關聯性-實證模型(2a)、(2a-1)】



第五章 結論與建議

一、結論

在國內市場中，上市公司認列特殊項目(special items)的次數從 1991 年起有明顯上升的趨勢，並且本研究根據 Cready et al. (2010)的實證模型，發現當國內上市公司過往「重複發生」負(正)特殊項目時，其負(正)特殊項目的盈餘持續性有顯著地增加，代表著當企業「重複發生」負(正)特殊項目時，負(正)特殊項目「暫時性」的盈餘特性變化為「常續性」盈餘。

Elliott and Hanna (1996)和 Cready et al. (2010)對於當企業過往「重複發生」負特殊項目時，市場所給予的盈餘反應係數的論點不一致，前者認為即使企業過往「重複發生」負特殊項目，市場會依舊將負特殊項目視為「暫時性」的盈餘給予評價；後者則推翻 Elliott and Hanna (1996)的論點，認為市場會根據負特殊項目的持續性增加而給予顯著較高的盈餘反應係數。

而本研究根據 Cready et al. (2010)的實證模型，發現在國內市場中，當企業過往「重複發生」負特殊項目時，市場會給予負特殊項目顯著較高的累積異常報酬，代表著當企業過往「重複發生」負特殊項目時，投資人會改變其決策，將負特殊項目視為「常續性」盈餘，跟 Cready et al. (2010)的論點一致。另一方面，本研究發現，在國內市場中，當企業過往「重複發生」正特殊項目時，市場並不會給予正特殊項目顯著較高的累積異常報酬，此結果代表著，儘管企業過往「重複發生」正特殊項目，然而市場依舊將正特殊項目視為「暫時性」盈餘，並未改變投資人的決策。

另一方面，Cready et al. (2010)認為當企業過往「重複發生」負特殊項目時，代表著企業的核心營運不穩定，因此核心盈餘會有下降地趨勢，而本研究發現，當企業過往「重複發生」負(正)特殊項目時，企業的核心盈餘會下降，但是下降

的幅度並不顯著。

然而，當企業過往「重複發生」負特殊項目時，市場給予核心盈餘的盈餘反應係數有顯著的降低，可能的原因為投資人對於「重複發生」負特殊項目的企業的經營環境或是管理當局的決策能力會有所疑慮，因而給予「懲罰」，(Clayman 1995)。除此之外，當企業過往「重複發生」正特殊項目時，市場給予核心盈餘的盈餘反應係數沒有下降的趨勢，反而有顯著的上升，也就是說，當企業過往「重複發生」正特殊項目時，企業的核心盈餘的盈餘持續性是下降的趨勢，然而市場卻給予顯著較高的盈餘反應係數，此結果顯示投資人高估企業的核心盈餘。

綜上所述，本研究將過往兩篇文獻 Elliott and Hanna (1996)、Cready et al. (2010)的結論和本研究的結論彙總為表十一，從表中可以發現，當企業「重複發生」負特殊項目時，市場皆會給企業的核心盈餘較低的股價報酬，本研究 and 上述兩篇研究的結論一致。除此之外，本研究發現在國內市場中，當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會將負特殊項目視為「常續性」盈餘評價，此結論則和 Cready et al. (2010)的論點一致。

另一方面，Elliott and Hanna (1996)未對正特殊項目做相關的研究，Cready et al. (2010)則發現當企業「重複發生」正特殊項目時，正特殊項目的迴歸係數呈現不顯著的結果，因此並未進一步做市場評價反應的相關研究。而本研究發現，在國內市場中，當企業「重複發生」正特殊項目時，正特殊項目的盈餘持續性有顯著的上升，然而市場依舊將其視為「暫時性」盈餘評價。特別地是，當企業「重複發生」正特殊項目時，市場會高估其核心盈餘。

※ 在此插入【表十一—Elliott and Hanna (1996)、Cready et al. (2010)和本研究
結論之比較】

二、研究限制與建議

1. Elliott and Hanna (1996)和 Cready et al. (2010)採取的是「季」資料，而由於資料的取得性，本研究採取的是「年」資料，後續研究或可用「季」資料研究之。
2. Elliott and Hanna (1996)和 Cready et al. (2010)對於「重複發生」的定義為企業在前 12 季認列過 5 次以上的特殊項目，而本研究對於「重複發生」的定義為企業為前 5 年認列過 3 次以上的特殊項目，後續研究或可採用不同的期間和定義研究之。
3. 本研究無考慮「產業別」的差異，後續研究或可加以區別並研究之。
4. 本研究採取的樣本為國內上市公司，後續研究或可採取國內上櫃或興櫃公司的樣本，分析是否會產生相同的結果，抑或是有何差異，來加以研究之。
5. 由於我國於 2009 年修正了財務會計準則第十號公報「存貨之會計處理準則」，規定「存貨跌價損失」和「存貨跌價損失迴轉」需列在銷貨成本項下，因此後續研究或可用 2009 年後的資料研究之。

參考文獻

中文部分

1. 王佑民，民國八十四年，〈年度盈餘資訊內容之研究—以台灣股票上市公司為實證〉，國立中山大學企業管理研究所未出版碩士論文。
2. 余尚武，民國七十五年，〈臺灣證券市場股票上市公司盈餘宣告所含資訊內容之研究〉，國立臺灣大學商學研究所未出版碩士論文。
3. 金成隆、鄭丁旺，民國八十八年，〈持續與非持續盈餘反應係數之研究〉，會計評論第31期，pp.19-42。
4. 李釗芹，民國八十九年，〈台灣上市公司自行宣告盈餘資訊內涵之研究〉，私立東海大學管理研究所未出版碩士論文。
5. 李華玉，民國八十一年，〈臺灣股票價格資訊內容之研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
6. 林嬋娟、蔡彥卿及李文智，民國八十二年，〈簡介盈餘資訊內涵〉，會計研究月刊第88期，pp.129-132。
7. 林嬋娟、蔡彥卿、李文智及陳建中，民國八十二年，〈資訊內涵研究之探討—簡介增額盈餘資訊內涵〉，會計研究月刊第89期，pp.123-127。
8. 陳志愷，民國八十一年，〈盈餘反應係數探索性之研究--台灣股票市場之實證分析〉，國立政治大學會計學研究所未出版碩士論文。
9. 張仲岳，民國八十七年，〈盈餘持續性與股價之關聯性研究〉，東吳大學會計新環境國際研討會論文集，pp.909-944。
10. 張仲岳，民國九十年，〈損益表之分類與獲利能力之預測〉，當代會計第二卷第一期，pp.1-16。
11. 張鴻基，民國七十二年，〈台灣地區股票上市公司每季盈餘時間數列特性及資訊內容研究〉，國立台灣大學商學研究所未出版碩士論文。
12. 楊宜華，民國九十八年，〈盈餘組成及分類移轉之研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
13. 鄭丁旺，民國九十年，〈中級會計學〉。

英文部分

1. Abarbanell, J. S., Lanen, W. N., and Verrecchia, R. E. 1995. Analysts' forecasts as proxies for investor beliefs in empirical research. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 31-60.
2. Ball, R., and Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
3. Barnhart, B. 1996. Market Report: Charge-Off Fad Could Erode Confidence, Chicago Tribune, pp. 4.1-4.4.
4. Barth, M. E. 1994. Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. *The Accounting Review*, 69(1), 1-25.
5. Beaver, W., Eger, C., Ryan, S., and Wolfson, M. 1989. Financial Reporting, Supplemental Disclosures, and Bank Share Prices. *Journal of Accounting Research*, 27(2), 157-178.
6. Beaver, W., Lambert, R., and Morse, D. 1980. The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 3-28.
7. Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
8. Beaver, W. H. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 316.
9. Beaver, W. H., Clarke, R., and Wright, W. F. 1979. The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors.

Journal of Accounting Research, 17(2), 316-340.

10. Beaver, W. H., and Demski, J. S. 1979. The Nature of Income Measurement. *The Accounting Review*, 54(1), 38-46.
11. Black, E. L., Carnes, T. A., and Richardson, V. J. 2000. The Value Relevance of Multiple Occurrences of Nonrecurring Items. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 391-411.
12. Clayman, M. R. 1995. One-Time Charges: Never Having to Say You're Sorry? *Financial Analysts Journal*, 51(5), 57-60.
13. Collins, D. W., and Kothari, S. P. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143-181.
14. Cready, W., Lopez, T. J., and Sisneros, C. A. 2010. The Persistence and Market Valuation of Recurring Nonrecurring Items. *The Accounting Review*, 85(5), 1577-1615.
15. Dechow, & Dichev., I. D. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, Supplement, 35-59.
16. Dhaliwal, D. S., and Reynolds, S. S. 1994. The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review*, 69(2), 412-419.
17. DiMartino, D. 2002. Earnings confusion persists amid increased frequency of restructuring charges., *The Dallas Morning News*.
18. Easton, P. D., Harris, T. S., and Ohlson, J. A. 1992. Aggregate accounting earnings can explain most of security returns: The case of long return intervals.

- Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 119-142.
19. Easton, P. D., and Zmijewski, M. E. 1989. Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2–3), 117-141.
 20. Ecker, F., Francis, J., Kim, I., Olsson, P. M., and Schipper, K. 2006. A Returns-Based Representation of Earnings Quality. *The Accounting Review*, 81(4), 749-780.
 21. Elliott, J. A., and Hanna, J. D. 1996. Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 34, 135-155.
 22. Foster, G. 1977. Quarterly Accounting Data: Time-Series Properties and Predictive-Ability Results. *The Accounting Review*, 52(1), 1-21.
 23. Fowler, T. 2006. The Enron trial: A few pennies can buy deception., *Houston Chronicle*.
 24. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
 25. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., and Schipper, K. 2004. Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
 26. Kormendi, R., and Lipe, R. 1987. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *The Journal of Business*, 60(3), 323-345.
 27. Kothari, S. P. 2001. Capital markets research in accounting, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
 28. Lipe, R. C. 1986. The Information Contained in the Components of Earnings.

Journal of Accounting Research, 24, 37-64.

29. McVay, S. E. 2006. Earnings Management Using Classification Shifting: an Examination of Core Earnings and Special Items. *The Accounting Review*, 81(3), 501-531.
30. Merton, H. M., and Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
31. Parkash, M. 1995. THE DIFFERENTIAL INFORMATION CONTENTS OF UNEXPECTED PERMANENT AND TEMPORARY EARNINGS. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22(5), 695-712.
32. Ramakrishnan, R. T. S. 1998. Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13, 301.
33. Smith, R., and Lipin, S. 1996. Are companies using restructuring costs to fudge the figures? A repeated strategic move makes future earnings seem unrealistically rosy, *Wall Street Journal*.
34. Strong, N., and Walker, M. 1993. The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns. *The Accounting Review*, 68(2), 385-399.
35. Warfield, T. D., and Wild, J. J. 1992. Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *The Accounting Review*, 67(4), 821-842.

表一、特殊項目(special items)的定義

國外：Compustat 資料庫	國內：楊宜華(2009)
U.S.和 Canada 的 GAAP 對特殊項目的定義：「性質特殊」或「不常發生」的稅前盈餘。	TW GAAP 並無明確的定義。
<p>a. 前期盈餘調整數</p> <p>b. 任何重大非經常性項目</p> <p>c. 停業部門損益</p> <p>d. 天然災害</p> <p>e. 處分資產/投資/金融商品損益</p> <p>f. 債券贖回損益</p> <p>g. 應收款/資產/存貨減損損失</p> <p>* a,b,c 不包括在損益表上單獨列示的稅後淨額。</p>	<p>一. 處分損益：</p> <p>處分投資損益</p> <p>處分資產損益</p> <p>二. 評價損失/迴轉利益：</p> <p>資產減損損失/迴轉利益</p> <p>投資跌價損失/迴轉利益</p> <p>存貨跌價損失/迴轉利益</p>

資料來源：Compustat 資料庫和楊宜華 (2009)

表二、台灣地區認列非經常性項目次數（1991 - 2011）

Panel A：每年度認列非經常性項目的公司家數

	特殊項目 Special Items	停業部門 Discontinued Operations	非常項目 Extraordinary Items	總公司家數
1991	259	13	39	431
1992	255	13	36	468
1993	291	20	36	508
1994	318	15	35	560
1995	346	23	24	593
1996	388	24	21	617
1997	445	21	17	646
1998	503	17	16	675
1999	541	17	23	690
2000	585	17	14	697
2001	602	14	14	715
2002	632	13	19	736
2003	637	14	20	747
2004	666	15	22	755
2005	676	17	15	767
2006	711	17	19	782
2007	737	15	8	802
2008	696	11	13	819
2009	683	9	10	820
2010	680	16	9	823
2011	700	15	7	819

資料來源：台灣經濟新報資料庫

Panel B：每年度認列非經常性項目的公司比例

	特殊項目 Special Items	停業部門 Discontinued Operations	非常項目 Extraordinary Items
1991	60.09%	3.02%	9.05%
1992	54.49%	2.78%	7.69%
1993	57.28%	3.94%	7.09%
1994	56.79%	2.68%	6.25%

1995	58.35%	3.88%	4.05%
1996	62.88%	3.89%	3.40%
1997	68.89%	3.25%	2.63%
1998	74.52%	2.52%	2.37%
1999	78.41%	2.46%	3.33%
2000	83.93%	2.44%	2.01%
2001	84.20%	1.96%	1.96%
2002	85.87%	1.77%	2.58%
2003	85.27%	1.87%	2.68%
2004	88.21%	1.99%	2.91%
2005	88.14%	2.22%	1.96%
2006	90.92%	2.17%	2.43%
2007	91.90%	1.87%	1.00%
2008	84.98%	1.34%	1.59%
2009	83.29%	1.10%	1.22%
2010	82.62%	1.94%	1.09%
2011	85.47%	1.83%	0.85%

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a 由於企業可能當年度認列兩種以上非經常性項目或都沒有認列非經常性項目，因此當年度的比例總和非 100%。

表三、樣本選取

Panel A(重複發生特殊項目之盈餘持續性)：

公司-年度樣本選取的詳細資料	樣本觀察值 -前後 5 年認 列之關聯性	樣本觀察值 -實證模型 (1)、實證模型 (1-1)
1991 年至 2011 年期間，選取於台灣經濟新報所有 上市公司的財務報表資料	14,459	14,459
排除掉下列不符合選樣標準的觀察值：		
無法取得期初股權市值的觀察值	(3,985)	(3,985)
(1)企業前 5 年、後 5(1)年的財務報表資料和	(8,965)	(8,687)
(2)特殊項目小於期初資料 0.5%的觀察值		
極端值	(0)	(35)
最終樣本數量 ^b	1,509 ^a	1,752 ^a

Panel B(重複發生特殊項目和股價報酬之關聯性)：

公司-年度樣本選取的詳細資料	樣本觀察值 -實證模型(2)	樣本觀察值 -實證模型 (2a)、實證模 型(2a-1)
1991 年至 2011 年期間，選取於台灣經濟新報所 有上市公司的財務報表資料	14,459	14,459
排除掉下列不符合選樣標準的觀察值：		
無法取得期初股權市值的觀察值	(3,985)	(3,985)
無法取得異常股價報酬的觀察值	(1,033)	(1,043)
(1)企業前 5 年的財務報表資料和	(7,620)	(7,612)
(2)特殊項目小於期初資料 0.5%的觀察值		
極端值	(28)	(20)
最終樣本數量 ^d	1,793 ^c	1,799 ^c

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a 1,509(1,752)個觀察值為包含正和負特殊項目子樣本，在實證研究中，本研究將細分為負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本，分別包含 674(748)個和 835(1,004)個觀察值。

^b 本研究加入控制變數對實證模型(1)、(1-1)作進一步分析，將無法取得控制變數資料的觀察值刪除，最終的負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本的觀察值數量分別為 344 個和 450 個。

^c 1,793(1,799)個觀察值為包含正和負特殊項目子樣本，在短窗期(長窗期)實證研究中，本研究將細分為負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本，分別包含 785(780)個和 1,008(1,019)個觀察值。

^d 在實證模型(2)、實證模型(2a)和實證模型(2a-1)中，本研究另外加入控制變數作進一步分析，並且排除掉無法取得控制變數資料的樣本，短窗期(長窗期)的負特殊項目子樣本和正特殊項目子樣本的觀察值分別為 382(379)個、487(488)個和 487(488)個。



表四、敘述性統計

Panel A：全部樣本

變數名稱	樣本數量 ^a	平均數	標準差	中位數
Y_CAR(percentage)	10,474	2.948	46.622	1.248
EA_CAR(percentage)	10,474	-0.267	3.745	-0.323
ASSETS(\$million)	10,474	46,555	216,900	6,424
MVAL(\$million)	10,474	21,162	79,756	4,919
NSI(percentage) ^b	1,672	-7.768	33.9223	-1.887
PSI(percentage) ^b	2,074	6.483	28.483	2.094
ETR(percentage)	10,474	-13.669 ²³	24.200	13.660
ΔINC(percentage)	10,474	2.466	32.5408	0.447
ΔAINC(percentage)	10,474	2.348	31.4709	0.171

資料來源：台灣經濟新報資料庫

Panel B：負特殊項目

變數名稱	「未發生過」 負特殊項目 ^c	「重複發生」 負特殊項目
樣本數量	429	379
Y_CAR(percentage)	-5.936	-1.487
EA_CAR(percentage)	-0.372	-0.5431
ASSETS(\$million)	22,535	10,463
MVAL(\$million)	11,942	11,424
NSI(percentage) ^b	-4.6873	-6.3891
ETR(percentage)	14.389	4.738
ΔINC(percentage)	-5.6464	1.3084
ΔAINC(percentage)	-0.6814	8.3667

資料來源：台灣經濟新報資料庫

Panel C：正特殊項目

變數名稱	「未發生過」 負特殊項目 ^c	「重複發生」 負特殊項目
樣本數量	437	634
Y_CAR(percentage)	7.748	-1.063

²³ 有效稅率的平均值為-13.7%，其遠小於第 25 位數的 1.8%，原因為台紙 2009 年的有效稅率為 -236526.9%，此極端值重大地影響有效稅率的平均值，若將其排除，則有效稅率的平均值為 8.93%。

EA_CAR(percentage)	-0.502	-0.157
ASSETS(\$million)	20,038	32,213
MVAL(\$million)	13,707	20,831
PSI(percentage) ^b	4.3588	4.2839
ETR(percentage)	16.098	6.459
ΔINC(percentage)	8.3674	2.7153
ΔAINC(percentage)	3.8240	-1.8044

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a n = 觀察值數量

^b 負(正)特殊項目只包含當年特殊項目小於(大於)0 的觀察值

^c 公司前五年認列負和正特殊項目的頻率

變數定義：

$Y_CAR_{i,t}$ ：公司 i，第 t 年盈餘發布日前一年度[-365,0]的市場指數調整報酬(adjusted for value-weighted index)。

$EA_CAR_{i,t}$ ：公司 i，第 t 年盈餘發布日兩天內[-1,0]的市場指數調整報酬(adjusted for value-weighted index)。

$ASSET_{i,t}$ (\$million)：公司 i，第 t 年的期末資產總額(單位：新台幣百萬)。

$MVAL_{i,t}$ (\$million)：公司 i，第 t 年的期末股權市值(單位：新台幣百萬)。

$ETR_{i,t}$ ：公司 i，第 t 年的有效稅率，{所得稅損益 / 稅前繼續營業部門淨利}。

$SI_{i,t}$ ：公司 i，第 t 年的稅後特殊項目除以期初的股權市值，{(特殊項目 * (1- $ETR_{i,t}$))/ $MVAL_{i,t-1}$ }。

$NSI_{i,t}$ (percentage)： $SI_{i,t} < 0$ ，否則為 0。

$PSI_{i,t}$ (percentage)： $SI_{i,t} > 0$ ，否則為 0。

$\Delta INC_{i,t}$ (percentage)：公司 i，第 t 年的未預期繼續營業部門淨利除以期初的股權市值，{(繼續營業部門淨利_t - 繼續營業部門淨利_{t-1}) / $MVAL_{i,t-1}$ }。

$\Delta AINC_{i,t}$ (percentage)： $\Delta INC_{i,t} - SI_{i,t}$ ，{(繼續營業部門淨利_t - 繼續營業部門淨利_{t-1} - 稅後特殊項目_t) / $MVAL_{i,t-1}$ }。

表五、企業前後 5 年認列負(正)特殊項目之關聯性^a

Panel A：負特殊項目

變數名稱	全部樣本 (N=674)	「未發生過」 負特殊項目 (N=377)	「重複發生」 負特殊項目 (N=297)	「重複發生」 和「未發生過」 間的差異分析
SUB_FREQ	1.531	1.279	1.886	0.607***
SUB_NSI	-0.157	-0.108	-0.221	-0.114*
SUB_CURR_N	7.074	2.926	19.976	17.049**

資料來源：台灣經濟新報資料庫

Panel B：正特殊項目

變數名稱	全部樣本 (N=885)	「未發生過」 正特殊項目 (N=338)	「重複發生」 正特殊項目 (N=497)	「重複發生」 和「未發生過」 間的差異分析
SUB_FREQ	1.772	1.308	2.223	0.916***
SUB_PSI	0.101	0.067	0.129	0.063***
SUB_CURR_P	4.921	3.535	5.952	2.418

資料來源：台灣經濟新報資料庫

*, **, *** 分別代表雙尾檢定 $p < 0.10$, 雙尾檢定 $p < 0.05$, 雙尾檢定 $p < 0.01$ 。

^a 此分析需要的樣本期間包含當年度企業有認列負或正特殊項目時，前 5 年和後 5 年的資料，總共的樣本期間為 11 年。

變數定義：

SUB_FREQ：企業第 t 年度有認列負(正)特殊項目時，後五年認列負(正)特殊項目的次數。

SUB_NSI：企業第 t 年度有認列負特殊項目時，後五年認列的負特殊項目總金額除以第 t 年度企業的股權市值。

SUB_PSI：企業第 t 年度有認列正特殊項目時，後五年認列的正特殊項目總金額除以第 t 年度企業的股權市值。

SUB_CURR_N：SUB_NSI 除以 NSI，NSI 為企業第 t 年度認列的負特殊項目除以第 t 年度企業的股權市值。

SUB_CURR_P：SUB_PSI 除以 PSI，PSI 為企業第 t 年度認列的正特殊項目除以第 t 年度企業的股權市值。

表六、重複發生特殊項目之盈餘持續性-實證模型(1)、(1-1)

Panel A：實證模型(1)

$$INC_{i,t+1} = \sum_{k=0}^1 \beta_k * \text{FREQ_}k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \gamma_k \text{ADJ_INC} * \text{FREQ_}k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \lambda_k \text{SI} * \text{FREQ_}k_{i,t} \quad (1)$$

變數	預期正負	未加入控制變數	加入控制變數 ^b	未加入控制變數	加入控制變數 ^b
		負特殊項目 (n=748)	負特殊項目 (n=344)	正特殊項目 (n=1,004)	正特殊項目 (n=450)
ADJ_INC_0	+	0.538 (0.000) ^a	0.365 (0.000) ^a	0.791 (0.000) ^a	0.757 (0.000) ^a
ADJ_INC_1	+	0.381 (0.000)	0.316 (0.000)	0.707 (0.000)	0.715 (0.000)
SI_0	?	-0.101 (0.009)	-0.057 (0.502)	0.646 (0.000)	0.297 (0.001)
SI_1	?	0.270 (0.000)	0.113 (0.003)	0.708 (0.000)	0.632 (0.000)

Panel B：實證模型(1-1)

變數	預期正負	(1-1)			
		(A ₁ - A ₀) / se ₁₂	未加入控制變數 負特殊項目 (n=748)	加入控制變數 ^b 負特殊項目 (n=344)	未加入控制變數 正特殊項目 (n=1,004)
ADJ_INC_1 - ADJ_INC_0	-	-0.157 (0.002)	-0.048 (0.510)	-0.085 (0.040)	-0.042 (0.521)
SI_1 - SI_0	+	0.371 (0.000)	0.170 (0.067)	0.061 (0.420)	0.335 (0.001)
ADJ_INC_0 - SI_0	+	0.639 (0.000)	0.422 (0.000)	0.145 (0.003)	0.460 (0.000)
ADJ_INC_0 - SI_1	+	0.268 (0.000)	0.252 (0.000)	0.084 (0.143)	0.125 (0.065)

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a 雙尾 T 檢定

^b 表五的第四欄和第六欄中，本研究將控制變數加入實證模型(1)中，觀察控制其他因素所產生的結果。

變數定義：

INC_{i,t+j}：公司 i 第 t+1 年的繼續營業部門純益除以第 t 年初的股權市價。

$RSI_{i,t}$ ：公司 i 第 t 年的稅後特殊項目²⁴。

$SI_{i,t}$ ： $RSI_{i,t}$ 除以第 t 年初的股權市價。

$NSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} < 0$ 則為 $NSI_{i,t}$ ，否則為 0。

$PSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} > 0$ 則為 $PSI_{i,t}$ ，否則為 0。

$FREQ_ki,t$ ：為公司 i 在第 t 年的前 5 年認列過負(正)特殊項目的頻率， k 值為 0 到 1，當 $k=1$ 時，代表公司 i 在第 t 年的前 5 年中，已認列過至少 3 次的負(正)特殊項目。；當 $k=0$ 時，代表公司 i 在第 t 年的前 5 年中，未認列過負(正)特殊項目。

$ADJ_INC_{i,t}$ ：公司 i 第 t 年繼續營業部門純益減除 $RSI_{i,t}$ ，再除以第 t 年初的股權市價

$CONTROLS$ ：控制變數的定義請看表八。

A_1 、 A_0 ：實證模型(1)中，當企業過往重複發生負(正)特殊項目時，核心盈餘或負(正)特殊項目的迴歸係數。

se_{12} ： A_1 和 A_0 兩者的聯合標準誤(joint standard error)， $\{A_1$ 的標準誤(standard error)+ A_0 的標準誤(standard error) - $2*A_1$ 和 A_0 的共變異數(covariance), $se_1 + se_2 - 2*cov_{12}\}$ 。



²⁴ 有效稅率的計算為 i 公司第 t 季的所得稅費用除以稅前淨利

表七、重複發生特殊項目和股價之關聯性-實證模型(2)

$$EA_CAR_{i,t} = \sum_{k=0}^1 \beta_k * FREQ_k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \phi_k \Delta AINC * FREQ_k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \mu_k N(P)SI * FREQ_k_{i,t} \quad (2)$$

變數差異	預期正負	未加入控制變數	加入控制變數 ^b	未加入控制變數	加入控制變數 ^b
		負特殊項目 (n=785)	負特殊項目 (n=382)	正特殊項目 (n=1,008)	正特殊項目 (n=379)
$\Delta AINC_0$	+	0.003 (0.704) ^a	0.002 (0.762) ^a	-0.011 (0.026) ^a	0.004 (0.717) ^a
$\Delta AINC_1$	+	0.007 (0.084)	0.013 (0.140)	0.006 (0.080)	0.002 (0.883)
SI_0	?	0.041 (0.000)	0.027 (0.075)	0.006 (0.717)	0.025 (0.355)
SI_1	+	0.014 (0.017)	0.024 (0.003)	0.007 (0.175)	0.003 (0.837)

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a 雙尾 T 檢定

^b 表六的第四欄和第六欄中，本研究將控制變數加入實證模型(1)中，觀察控制其他因素所產生的結果。

變數定義：

$EA_CAR_{i,t}$ ：公司i，第t年盈餘發布日兩天內[-1,0]的市場指數調整報酬(adjusted for value-weighted index)。

$RSI_{i,t}$ ：公司i，第t年的稅後特殊項目。

$SI_{i,t}$ ： $RSI_{i,t}$ 除以第t年初的股權市值。

$NSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} < 0$ ，否則為0。

$PSI_{i,t}$ ： $SI_{i,t} > 0$ ，否則為0。

$INC_{i,t-1}$ ：公司i，第t-1年的特殊項目前盈餘。

$\Delta AINC_{i,t}$ ：稅後未預期的特殊項目前盈餘， $\{INC_{i,t} - RSI_{i,t} - INC_{i,t-1}\} /$ 第t年初股權市值。

$FREQ_k_{i,t}$ ：為公司i在第t年的前5年認列過負(正)特殊項目的頻率，k值為0到1，當k=1時，代表公司i在第t年的前5年中，已認列過至少3次的負(正)特殊項目。；當k=0時，代表公司i在第t年的前5年中，未認列過負(正)特殊項目。

CONTROLS：控制變數的定義請看表八。



表八、重複發生特殊項目和股價之關聯性-實證模型(2a)、(2a-1)

Panel A：實證模型(2a)

$$Y_CAR_{i,t} = \sum_{k=0}^1 \beta_k * \text{FREQ_}k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \varphi_k \Delta \text{AINC} * \text{FREQ_}k_{i,t} + \sum_{k=0}^1 \mu_k \text{SI} * \text{FREQ_}k_{i,t} \quad (2a)$$

變數差異	預期正負	未加入控制變數	加入控制變數 ^b	未加入控制變數	加入控制變數 ^b
		負特殊項目 (n=780)	負特殊項目 (n=487)	正特殊項目 (n=1,019)	正特殊項目 (n=488)
$\Delta \text{AINC_}0$	+	0.870 (0.000) ^a	0.560 (0.000) ^a	0.363 (0.000) ^a	0.432 (0.000) ^a
$\Delta \text{AINC_}1$	+	0.128 (0.021)	0.325 (0.003)	0.024 (0.593)	0.737 (0.000)
$\text{SI_}0$?	-0.034 (0.809)	-0.203 (0.248)	0.066 (0.960)	0.495 (0.109)
$\text{SI_}1$	+	0.190 (0.010)	0.389 (0.000)	0.195 (0.001)	0.824 (0.000)

Panel B：實證模型(2a-1)

$(B_1 - B_0) / se_{12}$		(2a-1)			
變數差異	預期正負	未加入控制變數	加入控制變數 ^b	未加入控制變數	加入控制變數 ^b
		負特殊項目 (n=780)	負特殊項目 (n=487)	正特殊項目 (n=1,019)	正特殊項目 (n=488)
$\Delta AINC_1 - \Delta AINC_0$	-	-0.742 (0.000)	-0.236 (0.094)	-0.339 (0.000)	0.305 (0.151)
$SI_1 - SI_0$	+	0.225 (0.161)	0.592 (0.003)	0.129 (0.555)	0.328 (0.355)
$\Delta AINC_0 - SI_0$	+	0.905 (0.000)	0.763 (0.000)	0.298 (0.184)	-0.063 (0.839)
$\Delta AINC_0 - SI_1$	+	0.680 (0.000)	0.172 (0.180)	0.169 (0.052)	-0.392 (0.067)

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a 雙尾 T 檢定

^b 表七的第四欄和第六欄中，本研究將控制變數加入實證模型(1)中，觀察控制其他因素所產生的結果。

變數定義：

$Y_CAR_{i,t}$ ：公司i，第t年盈餘發布日前一年度[-365,0]的市場指數調整報酬(adjusted for value-weighted index)。

$RSI_{i,t}$ ：公司i，第t年的稅後特殊項目。

$SI_{i,t}$ ：RSI_{i,t}除以第t年初的股權市值。

$NSI_{i,t}$: $SI_{i,t} < 0$, 否則為0。

$PSI_{i,t}$: $SI_{i,t} > 0$, 否則為0。

$INC_{i,t-1}$: 公司i, 第t-1年的特殊項目前盈餘。

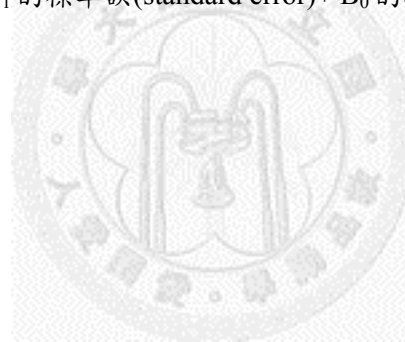
$\Delta AINC_{i,t}$: 稅後未預期的特殊項目前盈餘, $\{INC_{i,t} - RSI_{i,t} - INC_{i,t-1}\} /$ 第t年初股權市值。

$FREQ_k_{i,t}$: 為公司i在第t年的前5年認列過負(正)特殊項目的頻率, k值為0到1, 當k=1時, 代表公司i在第t年的前5年中, 已認列過至少3次的負(正)特殊項目。; 當k=0時, 代表公司i在第t年的前5年中, 未認列過負(正)特殊項目。

CONTROLS : 控制變數的定義請看表八。

B_1 、 B_0 : 實證模型(2a)中, 當企業過往重複發生負(正)特殊項目時, 核心盈餘和負(正)特殊項目的迴歸係數。

se_{12} : B_1 和 B_0 兩者的聯合標準誤(joint standard error), $\{B_1$ 的標準誤(standard error)+ B_0 的標準誤(standard error) - $2*B_1$ 和 B_0 的共變異數(covariance), $se_1 + se_2 - 2*cov_{12}\}$ 。

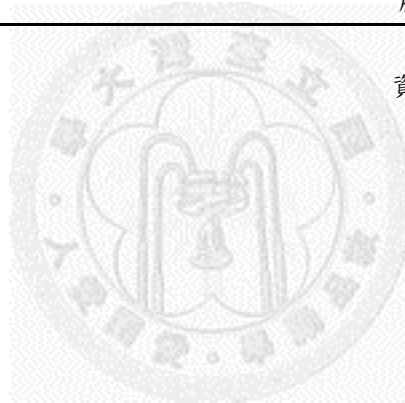


表九、控制變數

變數名稱	資料來源	定義
應收帳款週轉次數 (Accounts Receivable Turnover)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	應收帳款周轉次數計算方式為：全年營收(#S3100)/平均(應收帳款及票據(#0130)+應收票據貼現(#0137))。
存貨週轉次數 (Inventory Turnover)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	存貨週轉次數計算方式為：全年營業成本(#S3200)/平均存貨(#0170)。
固定資產週轉次數 (PP&E Turnover)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	固定資產週轉次數計算方式為：全年營收(#S3100)/平均固定資產(#0400)。
每人營收 (Sales Revenue per Employee)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	每人營收計算方式為：營業收入(#T3100)/員工人數(#T0830)。
利潤率 (Profit Margin)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	利潤率計算方式為：繼續營業部門純益(#3932)/營業收入(#3100)。
股東權益報酬率變動 (Change in ROE)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	股東權益報酬率變動計算方式為：第 t 年減第 t-1 年的股東權益報酬率(繼續營業部門純益(#3932)/股東權益(#2000))。
資產報酬率變動 (Change in ROA)	TEJ 資料庫 —以合併為主(累計)-全產業	資產報酬率變動計算方式為：前四年度的平均資產報酬率變動(繼續營業部門純益(#3932)/總資產(#0010))。
年度報酬率 (One Year Return)	TEJ 資料庫 —未調整股價(年)	年度報酬率計算方式為：企業一會計年度的累積報酬率(#09)
前 5 年平均報酬率 (Five Year Return)	TEJ 資料庫 —未調整股價(年)	前 5 年平均報酬率計算方式為：企業前 5 年的平均年度報酬率。

變數名稱	資料來源	定義
淨值市值比 (Book-to-Market Ratio)	TEJ 資料庫－以合併為主(累計)-全產業和未調整股價(年)	淨值市值比計算方式為：(股東權益總額(#2000)-特別股股本(#2120))/市值(#13)
淨值市值比變動 (Change in Book-to-Market Ratio)	TEJ 資料庫－以合併為主(累計)-全產業和未調整股價(年)	淨值市值比變動的計算方式為：前四年度的平均淨值市值比變動(第 t 年減第 t-1 年)。
過往虧損指標 (Prior Year Loss Indicator)	TEJ 資料庫－以合併為主(累計)-全產業	過往虧損指標為一虛擬變數，當企業前三年中，任一年度的本期稅後淨利(#3950)小於 0 時，過往虧損指標為 1，否則為 0。

資料來源：台灣經濟新報資料庫



表十、重複發生負(正)特殊項目的科目、數量和頻率^a

Panel A :

負特殊項目 (N=445)	當年度重複 發生的數量	當年度重複 發生的比例	前5年認列 相同科目的 數量	前5年認列 相同科目的 比例
處分投資損失	100	22.47%	136	1.36
投資跌價損失	156	35.06%	296	1.90
處分資產損失	215	48.31%	441	2.05
減損損失	135	30.34%	175	1.30
存貨評價損失	294	66.07%	747	2.54

Panel B :

正特殊項目 (N=657)	當年度認列 該科目的數 量	當年度認列 該科目的比 例 ^b	前5年認列 相同科目的 數量	前5年認列 相同科目的 比例 ^c
處分投資利得	588	89.50%	1926	3.28
投資跌價損失迴轉	229	34.86%	277	1.21
處分資產利得	308	46.88%	657	2.13
減損迴轉利益	134	20.40%	252	1.88
存貨跌價損失迴轉	17	2.59%	8	0.47

資料來源：台灣經濟新報資料庫

^a 上表為當企業「重複發生」負(正)特殊項目時，其當年度認列的負(正)特殊項目的科目數量和比例。在第四欄和第五欄則為當企業「重複發生」負(正)特殊項目時，其前5年認列科目的數量和比例。

^b 比例的計算方式為企業當年度認列該科目的數量除以總樣本數(N=657)。

^c 比例的計算方式為企業前5年度認列相同科目的數量除以當年度認列該科目的數量，以處分投資利得為例：該科目當年度認列的數量為597，前5年認列相同科目的數量為1964，因此前5年認列相同科目的比例為 $1964/597=3.29$ 。

表十一、Elliott and Hanna (1996)、Cready et al. (2010)和本研究結論之比較

		負特殊項目		正特殊項目	
		核心盈餘	特殊項目	核心盈餘	特殊項目
Elliott and Hanna (1996)	盈餘持續性	未做相關的研究。	未做相關的研究。	未做相關的研究。	未做相關的研究。
	市場評價	當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會給予較低的累積異常報酬。	當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會依舊將負特殊項目視為「暫時性盈餘」評價。	未做相關的研究。	未做相關的研究。
Cready et al. (2010)	盈餘持續性	當企業「重複發生」負特殊項目時，企業的核心盈餘會顯著下降。	當企業「重複發生」負特殊項目時，負特殊項目的盈餘持續性會顯著上升。	當企業「重複發生」正特殊項目時，核心盈餘有下降的趨勢。	當企業「重複發生」正特殊項目時，正特殊項目的迴歸係數並不顯著。
	市場評價	當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會給予顯著較低的累積異常報酬。	當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會將其視為「常續性盈餘」評價。	未做相關的研究。	未做相關的研究。
本研究	盈餘持續性	當企業「重複發生」負特殊項目時，企業的核心盈餘未有顯著的下降。	當企業「重複發生」負特殊項目時，負特殊項目的盈餘持續性有顯著的上升。	當企業「重複發生」正特殊項目時，企業的核心盈餘未有顯著的下降。	當企業「重複發生」正特殊項目時，正特殊項目的盈餘持續性有顯著的上升。
	市場評價	當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會給予顯著較低的累積異常報酬。	當企業「重複發生」負特殊項目時，市場會將其視為「常續性盈餘」評價。	當企業「重複發生」正特殊項目時，市場會顯著高估企業的核心盈餘。	當企業「重複發生」正特殊項目時，市場會依舊將其視為「暫時性盈餘」評價。

