

國立臺灣大學會計學研究所

博士論文

Department of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Doctoral dissertation

資產減損提列與未來股價報酬之關連性研究

The association between asset write-downs
and future security returns

The seal of National Taiwan University, featuring a central bell and the university's name in Chinese characters: 國立臺灣大學.

王瑄

Wang, Hsuan

指導教授：葉疏博士

Advisor: Yeh, Shu, Ph.D.

中華民國 97 年 7 月

July, 2008

口試委員會審定書



誌 謝

博士班歲月即將在交出這本博士論文的時候劃下句點，心裡有著滿滿的感激和不捨。這一段漫漫長路，所幸有許多師長的指導、提攜，和眾多朋友的協助、鼓勵，我才能順利地走完這個過程。

衷心地謝謝指導教授葉 疏老師，謝謝您一步一步帶著我跨入學術研究的殿堂，帶我認識研究的本質和意義。謝謝您在我每次遇到問題與瓶頸時，都能為我指點一盞明燈。也謝謝您總是不吝於與我分享任何研究和實務上的心得和感想，開拓我的視野和瞭解知識的力量。

謝謝六位口試委員：洪茂蔚老師、史 綱老師、陳思寬老師、杜榮瑞老師、林世銘老師、劉啟群老師，在三次論文口試過程中引領我釐清研究問題，從不同的觀點提出諸多意見，讓我跳脫會計的思維思考其他可能性；也謝謝老師們提出許多寶貴的建議和指正，使我獲益良多。

謝謝林嬋娟老師七年前給我機會擔任系上助教，讓我從繁忙的事務所生涯中脫離出來，專心地準備博士班考試，並順利進入博士班就讀。謝謝杜榮瑞老師，您一向很關心我，也不吝於分享研究的心得和提供我思考的方向，我一直很感激您對我的知遇之恩。謝謝林世銘老師，您總是幫我加油打氣，給我鼓勵和勇氣，讓我在面對不安的環境時有著奮勇向前的力量。謝謝劉啟群老師，在修習您的財會理論課程中，您總是耐心地對我提出的問題詳加解釋，您的親切和對學術的專注執著，都是我學習的模範。也謝謝劉順仁老師、王泰昌老師、柯承恩老師、杜榮瑞老師、劉啟群老師在博士班課程中的傾囊相授，讓我得以充實各領域的知識。

謝謝在博士班一同讀書的夥伴們，特別是瑞青姐姐、炎杰大學長、方會學長、小華學長、泓達哥哥、慶哥、美鳳、孝倫、窈玲、哲嘉。因為有你們一同討論、相互協助、互相加油打氣、互吐苦水，甚至一起吃喝玩樂，博班苦悶的生活才得以增添許多樂趣與溫暖。

感謝我的父親、母親和哥哥，謝謝爸媽含辛茹苦的栽培我，謝謝家人對我的寬容、體諒和照顧，使我可以克服諸多的困難，專心完成學業。謝謝淵堯，在這麼長的一段時間裡，你總是包容著我的任性；在我焦慮、沮喪的時候，你總是用極度的溫柔體貼帶給我陽光和希望。

一路走來，要感謝的人太多了，我會記得這份情，並期許自己在未來從事研究和教育的路上，能把眾人給我的恩情發揚光大，並延續到身邊的人和未來的學子身上。

王瑄 謹誌

于中華民國 97 年 7 月



資產減損提列與未來股價報酬之關連性研究

摘要

Nissim and Penman (2006) 及 Ohlson (2006)指出現行一般公認會計原則規範下之盈餘，同時融合資產負債表和損益表之觀點，會降低盈餘衡量企業價值之攸關性。例如，企業提列資產減損損失係基於資產負債表觀點，而提列減損損失不但會降低當期盈餘，也會造成未來折舊費用減少而使次年度盈餘提高。本研究之目的係檢驗投資人是否瞭解企業提列資產減損將使次年度折舊費用減少，而使市場不在次年度對此部分盈餘增加數予以反應。本研究以 2002-2006 年美國提列資產減損之企業為樣本，以股價與盈餘之迴歸分析檢驗因提列減損損失降低之折舊費用金額與次期股價報酬之關係，發現兩者呈現顯著之正向關連性；另以企業認列之減損損失或因提列減損而降低之折舊費用究金額高低分組，買入金額高的群組並賣出金額低的群組，研究發現此避險組合可以賺取超額報酬。前述迴歸分析與避險組合結果顯示投資人可能無法正確瞭解後續年度盈餘會因為提列減損而增加之現象。然而本研究另以不影響次期盈餘之商譽減損損失提列作為對照樣本，亦發現企業於提列商譽減損損失次年度會有超額報酬，故無法排除市場於企業提列資產減損損失當年度可能有過度低估企業價值；而於次年度發現企業實際盈餘並未持續惡化，因此將股價向上修正之可能性。整體來說，本研究結果顯示投資人無法無偏頗地估計提列資產減損後之盈餘。為避免投資人誤判企業之價值，會計準則制訂機關可考慮採用單純損益表觀點衡量會計盈餘 (Ohlson, 2006)。

關鍵詞：資產減損、市場效率性、資產負債表觀點、損益表觀點、盈餘衡量

The association between asset write-downs and future security returns

Abstract

Nissim and Penman (2006), and Ohlson (2006) notice that extant GAAP mixes both balance sheet and income statement perspectives in measuring earnings and thus will decrease accounting earnings' usefulness in securities valuation. For example, asset write-offs are recognized under balance sheet perspective, and they not only decrease current earnings, but will also increase the future earnings due to the reduction in subsequent depreciation expenses accompanied by the asset write-offs. The purpose of this study is to address whether investors understand the implications of decreased depreciation expense due to write-downs recognition, and hence the market will not react to the increase in reported earnings in the following year. The sample includes all U.S.A firms in Compustat database that recognized write-offs in their financial reports during the period of 2002-2006. The security return - earnings change regression results indicate that the decreases in depreciation expense accompanied by the write-down recognition is positively related to security return in the next year. The hedge return results also support the findings of regression analysis. As expected, hedge returns are significantly different from zero when based upon write-down amount or the decreased depreciation expense. This is consistent with that investors do not anticipate correctly the earnings increase after write-downs period. However, this study also examines the future security returns for a sample of firms reported goodwill write-down which has no effect on the subsequent earnings, and finds the amount of goodwill write-offs is positively correlated with security return in the next year. It means that the possibility of reversal of overreaction in the year of write-down cannot be ruled out. Overall, the results are consistent with that

investors cannot assess the implication of asset write-offs for future earnings in an unbiased way. To avoid the misevaluation by investors, the accounting standard boards might want to consider adopting the pure income statement approach in earnings measurement (Ohlson, 2006).

Keywords: asset write-downs, balance sheet perspective,
income statement perspective, earnings measurement



目 錄

口試委員會審定書.....	i
誌謝.....	ii
中文摘要.....	iv
英文摘要.....	v
第一章 研究動機及目的.....	1
第二章 文獻探討.....	9
第一節 盈餘在評估企業價值時扮演之角色.....	9
第二節 美國財務會計準則公報中對資產減損之規範.....	12
第三節 企業提列資產減損之資訊內涵之相關文獻.....	14
第四節 資產減損之報導方式爭議.....	18
第五節 市場效率性及資產減損對於企業價值評價之影響.....	21
第六節 市場效率性相關研究.....	22
第三章 實證設計和樣本選取.....	24
第一節 假說推導.....	24
第二節 實證設計.....	33
第四章 實證結果.....	38
第一節 提列資產減損與否之企業特性差異.....	38
第二節 提列減損與否與次期營業績效之關連性.....	40
第三節 提列減損造成之折舊費用降低數，與次期營業績效之關連性.....	41
第四節 投資人對於提列減損企業之價值評估.....	42
第五節 市場效率性測試-形成避險投資組合.....	45
第六節 分析師對資產減損金額與次期盈餘關連性之認知.....	45
第五章 敏感性測試.....	48

第一節 提列減損後盈餘增加數係實質經營績效改善，故投資人 給予此類企業股票較高之評價	48
第二節 股價報酬之其他衡量方法	50
第三節 樣本偏誤之可能性（提列減損後經營績效未改善之公司 直接倒閉）	51
第四節 其他減損-商譽減損損失在投資人評價中扮演之角色.....	51
第六章 結論.....	53
參考文獻.....	55



表目錄

表一	樣本選取過程	59
表二	提列減損企業與未提列減損企業財務資訊之比較	60
表三	提列減損損失與次期營運績效之關連性	61
表四	因提列資產減損而降低之折舊費用與企業次期績效之關連性	62
表五	提列減損企業與未提列減損企業之股價報酬比較	63
表六	企業提列資產減損對股價報酬之影響(僅包括提列減損企業樣本)	64
表七	分組之平均超額報酬率	66
表八	分析師盈餘預測調整數與企業提列減損之關連性	67
表九	提列減損損失與次期實際營運績效之關連性	68
表十	提列減損損失與次期股價超額報酬之關連性	69
表十一	以其他方式衡量股價報酬之測試結果	70
表十二	存活偏誤分析	71
表十三	企業提列商譽減損對股價報酬之影響(僅包括提列減損企業樣本)	72

第一章 研究動機及目的

資產減損之議題在 1988 至 1998 年間引起學術界廣泛討論，然而研究之重點往往集中於企業提列資產減損之動機，以及投資人在企業宣告提列資產減損時之股價反應。研究上傾向認為經理人會將提列資產減損作為一盈餘管理之手段，並一致地發現，企業更換經理人為企業提列資產減損之主要原因，且提列資產減損也常發生於企業盈餘下跌之年度，因而有以提列資產減損進行洗大澡 (take big bath) 之說法。此類研究亟欲瞭解投資人如何看待企業提列資產減損之行為，因此採用事件研究法，檢驗企業宣告提列減損時之股價反應。

過去的研究亦發現企業在進行盈餘管理行為時，投資人能透析此盈餘管理手段，並在評估企業價值時忽略因進行盈餘管理而使盈餘降低或提高之部分 (Hand 1990)。企業若認列一次性的利得和損失，通常都會在編制擬制性盈餘(pro forma earnings)時宣稱該類利得和損失不會重複發生，與評估未來企業績效無關，故將該等利得和損失金額排除於擬制性盈餘之外。前述之主張在於，只要將一次性的利損金額排除，則投資人利用具有持續性質之盈餘判斷企業之價值不會失之偏頗。然而該項主張忽略了一個重要的問題：即便排除之盈餘項目不會重複發生，但排除之盈餘項目是否真的與未來盈餘無關？Landsman, Miller, and Yeh (2007) 發現負值之特殊項目(special items)金額之重複發生性僅 12%，但該金額愈大者，該企業之次期盈餘金額愈高，顯示儘管該類盈餘項目重複發生可能性低，但仍與次期盈餘有顯著關連性。若該現象存在，且盈餘數字為評估企業價值之重要參考時，則分析師或投資人在調整一次性利得或損失項目對於預測次期盈餘之影響時，或許不應該僅單純將發生當年度之金額予以排除，而需考慮該金額對於後續年度盈餘之影響。企業提列資產減損損失，就是一次性利損會影響後續盈餘的例子之一。蓋因企業提列資產減損損失，會使企業資產帳面價值降低，故降低未來需認列之折舊費用，從而提高未來盈餘。即使企業實際經營績效未變動，未來之

盈餘亦將因企業當期提列資產減損而提高。本研究之研究動機為，若洗大澡的行為除了影響當期盈餘外，還會影響未來的盈餘，那麼未來的投資人在以企業淨利數字評估企業價值時，會不會將此部分之影響於評估企業價值時予以調整？本研究擬檢驗市場如何看待企業提列之資產減損損失金額，且重點為市場是否能夠瞭解企業提列資產減損損失會造成後續期間盈餘虛增之現象，並後續期間企業股價之變動不會對該盈餘虛增部分予以反應。

過去的學術研究發現資本市場並不總是能正確地反應所有已公開資訊之意涵，因此投資人仍可由可預期之結果賺取異常報酬。De Bondt and Thaler (1985) 發現買進前三至五年虧損企業股票，並賣出前三至五年獲利企業之股票可以獲致超額報酬。Jegadeesh and Titman (1993) 發現買進前一年度獲利企業股票，並賣出前一年度虧損企業股票，可以獲致超額報酬。Bernard and Thomas (1989,1990) 發現投資人對於盈餘之反應會持續到盈餘宣告日後一年。Sloan (1996) 將盈餘組成項目區分為現金流量項目和應計項目，並發現投資人會高估應計項目之盈餘預測能力。上述研究皆指出市場可能會誤判資訊之意涵，或是在使用盈餘數字時錯誤評估盈餘項目對未來盈餘之影響性。雖然企業提列資產減損會使未來折舊費用降低，從而使未來淨利增加，是一個很單純的會計觀念，只要稍具有會計觀念之投資人皆容易瞭解；且企業提列減損對於未來盈餘之影響係減少認列之折舊費用，該金額相當容易取得或可自行計算而得。然而投資人在以淨利評估或以淨利增加數調整企業評價時，是否會將因折舊費用減少而造成之盈餘增加數由後續期盈餘中扣除，以正確衡量企業實質經營績效之變動，仍未有研究進行探討。本研究擬對此議題進行討論，並對目前會計文獻中對於報表編制觀念，以及盈餘應如何使用之討論提供一實證結果。本研究結論將可提供財務會計準則編制機構瞭解，站在投資人使用盈餘評估企業價值之角度時，會計盈餘資訊應如何編制方能供資本市場允當地評估企業之價值。

資產價值嚴重降低時，必須提列資產減損損失，此為基於以資產負債表觀點

(balance sheet perspective)編制財務報表之作法。資產負債表觀點之支持者認為，企業價值應透過資產負債表呈現，資產負債表中之股東權益金額(或稱權益淨值)就等於企業之價值。為達成此目的，企業擁有之資產與負債不論有形或無形皆應入帳，且應以公平價值入帳，如此投資人就可以從資產負債表中之股東權益淨額瞭解企業之價值，而損益表中淨利項目，僅係彙總當期資產與負債價值變動之金額，與企業價值之評估無關。目前咸認為國際和美國一般公認會計準則比較偏向資產負債表觀點 (Ohlson 2006)，因為新的準則公報皆朝向以公平市價評估資產或負債之價值，此趨勢之緣起多數認為係因會計師查核財務報表之便利性及有效性(Ohlson 2006)。然而目前會計準則卻又未能規範將所有無形資產和負債皆要求入帳，且以公平價值衡量資產和負債之價值亦有其困難度。除了金融資產和負債需以公平價值評價並入帳外，營業用之資產和負債僅有在價值減損時須調降帳面價值至公平價值，並認列損失，但在公平價值高於帳面價值時卻不得認列利得。

另一個編制報表之觀點，稱為損益表觀點 (income statement perspective)，係採以歷史成本原則 (historic cost principle) 為基礎。損益表觀點的支持者認為，淨利數字應表達企業當期價值之淨增加數，而企業價值之增加係透過出售商品或勞務，而非資產負債價值之變動。企業僅能在將商品出售給顧客時方能認列收入，並依據配合原則，將與賺取該收入有關之支出認列為成本或費用；而收入和成本費用之差額，即為企業當年度價值之增加數。此觀點之基本主張為，企業係以經營為目的，若可衡量企業各期實際之經營績效，就可以用以推估企業之價值；若企業每年賺取之淨利呈一穩定之趨勢，投資人即可以股價盈餘比公式，再調整盈餘成長率，以估計企業之價值。在損益表觀點下，資產負債表僅彙總已有現金收付但未認列為損益，或是已認列為損益但未有現金收付之金額，對於衡量企業價值並無幫助。

目前一般公認會計原則對於財務報表編制之規範，雖偏向資產負債表觀點，但損益表中各項目之認列仍以歷史成本原則、收入認列和費用配合原則為主，再

額外加上因採資產負債表觀點產生之部分資產負債價值之變動(包括資產減損損失)。如前所述，兩種觀點編制報表之主要觀念不同、重點不同、使用目的亦不同，故混雜了兩種觀念後之淨利數字是否可供投資人評價使用，或是投資人應如何使用，都是需要仔細探討之議題。

目前已有學者注意到盈餘數字中摻雜兩種觀念下之淨利，會使盈餘數字無法供投資人使用之可能性。支持損益表觀點之學者指出，企業經營目的不是為了賺取資產價值變動之價差，除非企業持有該項資產之目的是投資用途，否則供營業或生產所使用之資產價值變動，根本不應該進入盈餘，因為資產價值之變化不涉及企業之經營績效 (Penman 2007, Nissim and Penman 2006)。Ohlson (2006)亦指出目前一般公認會計準則存在有晦澀難解、定義模糊(例如資本化或費用化之原則)，以及損益表中非重複發生項目過多等問題，故提出修正式現金盈餘(Modified cash earnings)之概念，並認為該新盈餘數字可以成為投資人評估企業價值之起點 (starting point)。在 Ohlson (2006) 之新盈餘概念下，不涉及現金收付之收入和支出不予以認列，而所有現金支出一開始皆彙總於一稱為「淨營業資產」 (Net operating assets)之統治帳戶，再依效用期間攤銷為費用。故在 Ohlson (2006) 的新盈餘裡，並不會認列資產減損損失，且除非該項資產備出售，否則該資產之帳面價值仍存在「淨營業資產」統治帳戶中，並繼續依原本估計之效益期間攤銷為費用。這種認列方法和損益表觀點認為不應認列減損損失，應繼續提列折舊費用是一致的。

接下來的問題是，投資人真的重視盈餘數字嗎？Ball and Brown 早在 1968 年就發現股價在企業盈餘宣告日時會有大幅波動，顯示盈餘數字具有資訊內涵，在投資人評估企業價值時扮演重要角色。而進入到二十一世紀後，儘管企業提供資訊之管道和途徑增多，但盈餘數字仍在投資人評估企業價值時佔有重要角色。以下引述 Morgan Stanley 的執行董事 (managing director) Trevor Harris 在一場投資人圓桌會議中的談話，可以瞭解盈餘之重要性：

We hear over and over from corporate managers that the market cares only about the next quarter's earnings. When valuing companies, investors are said to do little more than apply a relative P/E multiple to trailing next year's projected EPS. (Trevor Harris, in an investor roundtable sponsored by Columbia University's Center for Excellence in Accounting and Security Analysis. New York, December 8, 2005.)

盈餘數字之重要性，亦可由企業提供財務資訊時提供之資訊得到佐證。以下是微軟公司於企業網站上對於 2008 年第二季財務資訊之公告：

REDMOND, Wash. — January 24, 2008 — Microsoft Corp. today announced second quarter records for revenue, operating income and diluted earnings per share of \$16.37 billion, \$6.48 billion and \$0.50, respectively. Compared to the year ago period, these figures represent growth of 30%, 87% and 92% for revenue, operating income and diluted earnings per share, respectively.

微軟公司對外公告財務資訊時，僅包含收入、營業淨利及依一般公認會計原則計算之每股盈餘資訊。除了損益表之資訊外，有些企業也會額外公告擬制性盈餘資訊，將一般公認會計原則下之盈餘項目中屬於不會重複發生之盈餘項目予以剔除。而分析師在提供企業資訊與投資人時，其著重之財務資訊亦為盈餘，此由分析師不定期會發布企業擬制性盈餘預測得知。雖然近年來分析師也逐漸提供現金流量之資訊，但是研究指出，僅有鉅額應計項目、盈餘變動幅度大，以及選用與該行業中一般使用之會計方法不同之企業，分析師才會另行補充現金流量預測以提供更佳之估計 (Defond and Hung 2003)。

若投資人重視的是盈餘數字，提列資產減損自然會成為新經理人員喜愛之盈餘管理工具之一。提列資產減損，將使資產帳面價值降低，則未來每期認列之折舊費用將會減少，即使企業經營績效完全沒有改變，未來盈餘數字也會向上增

加。若投資人不了解，或沒有能力區分該盈餘虛增之部分，則使用盈餘評價模型（例如 P/E 比）對企業進行評價時，就會高估企業之價值。

本研究首先以會計處理流程說明企業提列資產減損對於次期折舊費用及盈餘數字之影響，並以數字舉例說明其影響程度，並特別說明提列資產減損失除使後續期間盈餘高估之外，後續期間之資產報酬率虛增之情形會比盈餘虛增更加嚴重。本研究亦以 Ohlson and Juettner (2005)發展出之盈餘評價模型，推導出使用提列減損後企業報導之盈餘，將高估企業之價值。¹因此推導出本研究之假說：投資人會高估提列減損企業次年度之股價，且高估程度與因提列減損降低之折舊費用呈正向關連性。

本研究使用 2002-2006 之美國企業為樣本，樣本期間僅取五年之原因，係 Compustat 資料庫自 2000 年後方有蒐集資產減損損失之財務資料，且美國於 2001 年發布第 144 號公報取代 1995 年頒布之第 121 號公報，為避免新公報頒布所帶來之干擾，故本研究選擇 2002 年為樣本起始年度。本研究首先比較提列減損企業和未提列減損企業之特質，發現提列減損企業之規模較大、提列減損前一年度及當年度之營運績效較差。本研究檢驗企業提列資產減損次年度之折舊費用變動數及盈餘增加數，是否皆與提列之資產減損金額，或是與因提列減損所導致之未來折舊費用減少數有關。迴歸結果皆與本研究預期相符：亦即提列減損會降低未來折舊費用，並提高未來之盈餘。

本研究再以 Fama and French 三因子模型，加上 momentum factor (Jegadeesh and Titman, 1993; Carhart, 1997)，使用 time-varying factor loading，無風險利率、以及風險貼水計算企業之預期報酬，用以計算企業之異常報酬。本研究比較提列減損與否企業之異常報酬，發現提列減損企業在提列減損前一年度及當年度之異常報酬較低，而提列減損次一年度之異常報酬較高。經由迴歸檢定，發現提列減

¹ Ohlson and Juettner (2005)模型係以股價相對於次期預期盈餘為出發點，並加上對於盈餘成長性之調整項。

損之樣本，次期異常報酬與企業提列減損金額，以及因提列減損所降低之折舊費用金額有顯著之正向關連性，亦即提列之減損損失愈多，或是未來減少之折舊費用愈多，則次期異常報酬愈高。該實證結果與市場可能不了解資產減損會虛增未來盈餘之事實。本研究亦以資產減損損失金額大小、以及降低之折舊費用大小排序，分別建立避險投資組合。分別買入提列減損損失金額較高之群組，賣出減損損失金額較低之群組；以及買入降低之折舊費用較高之群組，賣出降低之折舊費用較低之群組。研究結果發現，此二避險組合分別可獲得 13%和 18%之超額報酬。此實證結果與市場在次期評估企業價值時無法不反應因提列減損造成之虛假盈餘一致。本研究亦發現，除了市場無法正確評估次期之盈餘資訊外，分析師亦未能在企業宣告提列資產減損後提高次期盈餘預測數字。然而本研究以不影響次期盈餘之商譽減損損失提列作為對照樣本，亦發現企業於提列商譽減損損失次期會有超額報酬，故無法排除市場於企業提列資產減損損失當年度可能有過度低估企業價值；而於次年度發現企業實際盈餘並未持續惡化，因此將股價向上修正之可能性。

本研究之主要貢獻在於對損益表觀點之重要性提出佐證，使吾人瞭解將固定資產之價值變動視為盈餘組成項目，將會使盈餘無法允當地反應企業實際之經營績效，使盈餘之評價可用性大受影響。儘管採用資產負債表觀點編制企業報表係目前國際及美國財務會計準則之趨勢，然而投資人並未改變其投資評價慣用之參考標的，仍以盈餘數字為評價之最重要工具，故會錯誤評估企業之價值。且即使投資人使用目前會計學界廣泛使用之剩餘所得模型(residual income model)做為評價之工具，雖然可藉由引入帳面價值而撫平盈餘中包含資產減損金額之傷害，但估計未來各期之剩餘淨利在實務上是不可行的，僅能如同 Ohlson (1995) 提出之評價模型，假設各期剩餘淨利間維持一動態關係式，則可用當期盈餘取代未來各期之盈餘。動態關係式之成立必須奠基於當期盈餘具有永久性盈餘之特性；而盈餘中若包含固定資產價值之變動，則動態關係式將難成立。

本文其他章節組織如下：第二章為文獻探討，簡述目前美國財務會計準則公報對資產減損之規範，以及國內外相關研究之實證結果；第三章為本研究假說之建立，以及研究設計和樣本選取過程；第四章介紹本研究之實證結果；第五章為敏感性測試，針對可能影響本研究結果之因素分別進行測試，檢驗其結果是否使本研究結果產生偏誤；第六章為本研究之結論。



第二章 文獻探討

本章第一節將先說明盈餘之重要性，以彰顯盈餘在投資人評估企業價值時扮演之角色。接著說明美國財務會計準則公報對於資產減損之相關規範，以期瞭解資產減損認列之條件和資產減損金額之認列方式。第三節回顧與資產減損相關之文獻，雖然以往文獻皆偏重於討論企業提列減損之動機，然而其中關於宣告時之股價報酬變動和未來股價之趨勢，可供本研究做為參考。第四節將討論會計學界對於資產減損報導方式之爭議，以瞭解將資產減損金額納入盈餘中之缺點及建議之改善方向。第五節係回顧與資產減損及股價報酬有關之文獻，可供本研究比較參考之用。第六節係回顧討論市場效率性之相關文獻，以作為本研究檢視投資人是否正確看待資產減損數字時之研究設計之參考。

第一節 盈餘在評估企業價值時扮演之角色

Beaver (1968)和 Ball and Brown (1968)發現盈餘宣告時，企業股價及交易量都會有極大的波動，因此推斷盈餘具有資訊內涵。Beaver, Lambert, Morse (1980)、Beaver, Lambert, Ryan (1987)，以及 Beaver, McAnally, Stinson (1997)以不同之實證模型，指出未預期盈餘變動和股價變動之關連性。股價之變動可客觀衡量，但要計算未預期盈餘之變動時需要預期盈餘之資訊，但該資訊無法客觀衡量，故研究者需要自行推估。在完美完全(perfect and complete)之市場下，各期盈餘應等於該期期初市價乘上要求之報酬率，亦即經濟盈餘(Economic Income)或永久性盈餘(permanent earnings)概念。但真實資本市場並非完美完全，並具有不確定性，加上會計有保守穩健之性質，因此會計盈餘並不等於經濟盈餘，亦無法從中得知永久性盈餘之金額(Beaver 1998)。前述三篇研究之研究者皆假設盈餘具有一階移動平均整合(IMA(1,1))之性質，故可依據當期盈餘推估次期盈餘之期望值。在IMA(1,1)性質下，若誤差項之

移動平均係數為 0，則表示盈餘具有隨機漫步性質；誤差項之移動平均係數為 1，則表示盈餘具有回歸平均(mean reverting)性質。這些整體盈餘之性質在 1970 年代為許多研究廣泛深入探討之議題 (Beaver 1970, Albrecht, Lookabill, and McKeown 1977)。

因為 GAAP 盈餘與經濟盈餘間存在有衡量誤差，故應如何較準確預測次期盈餘亦為學術界相當感興趣之議題。Easton, Harris, and Ohlson (1992)發現，將數年盈餘加總並取平均數，可大幅提高盈餘對於股價報酬之解釋能力。該研究發現，將十年盈餘加總後取平均數，其對於股價報酬之解釋能力為 84%，顯著高於單期盈餘對股價報酬之解釋能力(61%)。Fama and French (2000)發現盈餘有回歸平均之性質，在該研究實證模型下，平均每年前期盈餘變動會回轉 38%，與 Fairfied, Sweeney, and Yohn (1996) 之發現一致。且當盈餘低於平均值時，以及偏離平均程度較大時，次年回歸平均之速度較快。因此該研究建議在預測未來盈餘時，應將盈餘之回歸平均性質納入考量。

Sloan (1996)發現盈餘組成項目有不同之預測未來盈餘能力。該研究將盈餘區分為現金流量項目及應計項目兩個組成成分，並發現現金流量項目預測未來盈餘之能力高於應計項目之預測能力。然而投資人僅關心整體盈餘金額，並未能將不同盈餘項目之預測能力差異反映於股票價格中。Barth, Beaver, Hand, and Landsman (1999, 2005)以系統迴歸之整體架構，並控制產業差異後，亦發現盈餘中現金流量項目對次期盈餘與當期市價之關連性，皆高於應計盈餘項目對次期盈餘與當期市價之關連性。一般認為應計項目牽涉許多主觀判斷(Sloan 1996)，並容易被做為盈餘平穩化之工具(Hand 1989, Jones 1991)，故使其預測未來盈餘之能力較差。

因為會計盈餘包含過多無預測未來獲利能力之項目，故實務上發展出擬制性盈餘之觀念，由公司經理人或分析師自行將會計盈餘項目中屬於不會重複發生、非現金費用、以及各類雜項支出加以剔除，並宣稱此種盈餘能較準

確地用以預測次期盈餘，以及評估企業價值。分析師並依據擬制性盈餘預測後續期間之盈餘，而此分析師預測數字，已廣泛被學術界作為次期盈餘期望值之代理變數。然 Doyle, Lundholm, and Soliman (2003)以及 Landsman, Miller, and Yeh (2007)皆發現擬制性盈餘剔除項目具有次期盈餘之預測能力，並與當期股價存在攸關性，尤以剔除項目為費用時尤為明顯。顯示分析師預測可能並非為一品質良好之盈餘概念。

儘管文獻上指出投資人認為盈餘數字具有資訊內涵，但仍有認為企業現金流量或現金股利可能更適合用以評估企業價值之說法。Penman and Sougiannis (1998)檢驗在有限期間下，現金流量折現模式、股利折現模式，以及應計基礎之盈餘折現模式，何者與實際股價較為接近。其研究結果發現，應計基礎下之盈餘，對於股價之解釋能力較佳，主要係因應計基礎下之盈餘可以將投資所帶來之現金流量與其成本相配合。雖然 Penman and Sougiannis (1998)之結果彰顯了盈餘之重要性，但自 1996 年起，為了彌補以會計盈餘為基礎之分析師預測可能之不足之缺點，現金流量預測逐漸成為分析師之額外工作項目之一。Defond and Hung (2003)指出，分析師對於具有某些會計營運及投資活動顯示現金流量對解釋盈餘及評估企業風險之企業，傾向額外提供營業現金流量預測，以較準確估計次期盈餘。這些企業包括：1. 有鉅額應計項目、2. 與同產業其他公司採用不同之會計處理方法、3. 盈餘波動性高、4. 資本密集、5. 財務體質不佳。因具有這類性質之公司，其會計盈餘受操縱的可能性增加、且與同業之比較性差，故現金流量預測可能有助於預測次期獲利能力。

由上述文獻發現可知，雖然現金流量（或現金股利）折現模式是財務學對企業評價之基本模型，但在僅能估計有限期間下之預測資訊時，盈餘在投資人評估企業價值時相較於現金流量，是比較重要之參考指標。然而投資人可能過度重視盈餘數字本身，而未能瞭解盈餘之不同組成項目對未來企業績

效之預測能力。本研究係強調盈餘在企業評價時扮演之重要角色，並著重於投資人可能未能瞭解盈餘項目之組成，而錯誤使用盈餘數字於評價中。

第二節 美國財務會計準則公報中對資產減損之規範

美國財務會計準則委員會對於資產減損之規定，早在第五號公報（FASB Statement No.5）” Accounting for Contingencies” 中就有提及，該公報要求企業在兩種狀況下必須將資產減損損失入帳，分別為：1. 有可能(probable)資產價值已經減損，2. 損失金額可以合理估計。由於此公報對資產減損的規範不多，企業的實施彈性很大，造成會計實務上對資產減損處理有相大大的差異。美國財務會計準則委員會在1995年六月發布第121號公報（FASB Statement No.121）“Accounting for the impairment of Long-Lived Assets and for Long-lived Assets to be Disposal Of.” 對於提列資產減損的時間和衡量標準有了較嚴格的規範，且主要之規範在於認列資產減損的時機，以及減損金額的衡量兩方面。第121公報要求，企業必須有下列事項之發生或環境之變動，顯示有導致資產價值減損可能性時，必須審視資產價值是否有可能產生減損。例如 1. 資產市價大幅下跌、2. 資產使用方式或程度有重大改變、3. 法令或行業景氣之重大不利改變影響資產之價值、4. 資產之累積成本已大幅超出原預計之取得或建造成本、5. 對未來之預測顯示資產之使用將持續有損失。當有上述情況存在顯示資產之帳面價值可能無法回收時，即應進行回收可能性測試。回收可能性測試係將未來經由資產之使用及最後處分可得之淨現金流量未折現總數與資產帳面價值做比較，若資產帳面價值較大，則資產價值之減損業已發生；反之，則無。資產減損之金額，為資產帳面價值和資產公平價值或該資產未來現金流量折現值之差額。除了供生產營業使用之資產應適用該號公報之規範外，當企業將固定資產轉移為待處分資產時，若有價值

減損之情況發生時，也需要認列資產減損。

美國財務會計準則委員會於 2001 年八月發布第 144 號公報(FASB Statement No.144) “Accounting for the impairment or Disposal of Long-lived Assets” .此公報完全取代第 121 號公報，該號公報與第 121 號公報的差別處包括：1. 第 144 號公報不適用於商譽、及不需攤銷的無形資產。2. 在計算減損損失時，商譽不需要分攤到報導單位。3. 第 144 號公報大幅放寬停業部門損益的範圍和計算方式。原本在 APB 30 號公報 “Reporting the results of Operations: Reporting the Effects of Disposal of a segment of a Business, and Extraordinary, Unusual and Infrequently Occurring Events and Transactions.” 規範下，對於停業部門之定義相當嚴格，企業可能幾乎要將該部門的全部資產處分後，方能符合停業部門的定義。但是第 144 號公報的規範下放寬停業部門之定義，處分之資產和單位只要能夠明確和企業其他單位劃分，就可以符合停業部門之定義。由於不需攤銷商譽，以及對停業部門條件放寬兩項好處，部分實務界人士認為有鼓勵企業放棄生產力及獲利力較低之生產設備，以專注於其最佳經營項目之效果，且此效果對於在 1990 年年代經歷多次合併之企業將特別顯著(Soroosh and Ciesielski, 2002)。該號公報於 2001 年 12 月 15 日正式開始適用。

美國財務會計準則委員會對於資產減損之規範，由第五號公報的大觀念規範，至第 121 號公報詳細規範認列條件及金額判斷方式，以及最近第 144 號公報放寬對停業部門損失之認定。這些規範之鬆緊程度，都會影響企業認列減損與否之動機、意願，以及行為。本章第三部分將說明文獻中對於不同時期企業提列資產減損之動機，以及資本市場反應該項訊息之研究發現，將有助於本研究對於可能影響研究設計之遺漏或干擾變數的瞭解。

第三節 企業提列資產減損之資訊內涵之相關文獻

1987 年至 1998 年間，探討資產減損之文獻甚多，然而幾乎所有研究皆以探討資產減損宣告之資訊內涵為主要目的，企圖從中找出企業提列資產減損之動機。此類研究選擇樣本之方式，係以企業宣告提列資產減損為事件日，並檢驗事件日前後是否顯著之累積異常報酬。幾乎所有的文獻都指出，市場對於提列減損宣告給予負向報酬，顯示投資人認為企業提列減損係資產價值降低之警訊。然而部分文獻詳讀企業對資產減損宣告之內容，並依提列減損之原因區分，發現投資人對於可改善企業未來現金流量之宣告，反而會給予正向報酬。此部分之研究亦發現，提列資產減損之企業規模通常較大(Elliott and Shaw, 1988)、企業在提列減損前一至三個年度其累積股價報酬已顯著低於同業，顯示投資人早已對企業資產價值降低之事實予以反應(Rees, Gill, and Gore, 1996; Heflin and Warfield 1997)。本研究著重討論企業提列資產之數字對於次期財務報表之影響，並檢驗投資人是否理性地評估企業之價值。故本研究之目的與過去文獻討論提列減損宣告之資訊內涵並不相同，然而瞭解資訊內涵相關之研究，亦可幫助吾人瞭解企業提列資產減損之動機，以及可能之影響，有助於本研究對於減損與次期經營績效之關連性有所瞭解。另因 Compustat 資料庫於 2000 年後始有資產減損損失之財務資料，故過去研究皆須尋找企業宣告之新聞資料，方能進一步加以分析其宣告日之影響，如此之蒐集方法可能會遺漏許多樣本，且每位分析者所定義之「資產減損」並不盡相同，故研究結果有可能不能代表全體之狀況。然而本研究之資產減損資料自 2002 年開始，且係取自 Compustat 資料庫，相信將能補足過去研究之不足。以下將簡述各研究之樣本選取及主要研究結果。

Elliott and Shaw (1988)以 1982-1985 年提列資產減損的企業為研究對象。該研究將報表中有負向特殊項目(special item)者，並剔除屬於存貨和應收款項

調整之金額後之樣本視為提列資產減損。該研究除發現資產減損多數在第四季時提列(63%)，且更換經理人為提列減損的一項重要因素(39%)外，該研究發現提列減損年度，提列減損企業相對無提列之企業，有較低的資產報酬率和股東權益報酬率（即使加回減損損失後亦同）。提列減損企業，在提列前三個年度的股價報酬都顯著低於同業中位數值，且資產成長率和盈餘股價比在前三年度中逐漸降低。該研究亦發現，宣告提列資產減損的前一天和當天(-1,0)，提列企業的累積報酬率顯著為負，且提列減損金額愈大者，累積報酬愈負；提列減損企業股價報酬顯著低於同業的情形，持續延續至宣告後六個月。此外，分析師在企業宣告提列減損後，對於當年度及次年度之盈餘預測皆向下調整。故該研究認為，市場認為企業提列減損反映該企業正面對經營困難的時期。

Strong and Meyer (1987)檢驗 1981-1985 年宣告資產減損的 120 家企業，發現在企業提列減損前三年度，股東權益報酬率、市價帳面值比、和每股現金流量，相對於未提列減損之控制組都比較低。該研究亦發現更換高階經理人是企業提列減損的最重要原因，尤其是當該高階經理人來自組織外部時更可能提列資產減損。其研究發現，在企業宣告提列資產減損時的前 11 天到前 2 天，有正向的平均累積異常報酬率，但是在宣告日前一天和當天的累積異常報酬率為負值，但在後續 60 天有顯著的正向的平均累積報酬率。在宣告日前有較高的正向報酬之企業在宣告日前一天和當天，有較負向的累積報酬率。研究者推論，市場對於資產減損之消息走漏給予正向的評價，但是在宣告日若企業提出的重整計畫不充足時，市場會將評價加以調整。該研究亦發現，減損提列金額愈大者（相對於股東權益帳面價值），宣告日的異常報酬愈大，支持”bigger the bath, the better”的假說。

Zucca and Campbell (1992)檢驗 1978-1983 年 67 家共提列 77 次減損的事件。該研究發現資產減損多數發生在企業盈餘低於預期時(45/67)，因此作者

推論資產減損係企業盈餘管理的手段。該研究進一步檢驗企業宣告提列減損的前後 120 天累積異常報酬，但並未發現市場對該宣告有明顯的反應。該研究另檢驗減損提列前一年度和提列後三年度，企業的經營績效（以股利成長率、盈餘市價比、負債權益比、每季資產報酬率），並發現提列減損企業之經營績效低於未提列減損企業。該研究亦發現，提列減損金額較高之企業，未來經營績效相較於控制組，下跌較多。故該研究之結論並不支持資產「減損之提列係一種清理門戶(cleaning house)的行為，必可使未來經營績效改善」之假說。

Elliott and Hanna (1996)提出重覆提列資產減損會對財務報表產生雜訊(noise)，使得市場無法判斷這些雜訊的真實性，以及減損損失是否會在盈餘中重覆出現。該研究以 1970-1994 年間有負向特殊項目(special item)，且該項目金額佔總資產金額超過 1%的企業為樣本。該研究發現減損金額（負數）與兩天期的調整後市場報酬呈現顯著正向關連性，而在檢驗盈餘反應係數時，則發現提列減損企業的未預期盈餘係數低於未提列減損之企業，且重覆提列減損企業之該係數，亦顯著低於僅提列一次減損企業之係數。該研究推論投資人無法有信心地判斷該減損金額應屬於永久性或暫時性盈餘項目。

Francis, Hanna and Vincent (1996)之研究結果亦指出更換經理人為企業提列減損之重要原因，而企業宣告提列減損之兩天期(-1, 0)股價報酬為負數，亦支持投資人認為企業提列減損係資產發生減損之徵兆，而非企圖改善經營績效之徵兆。

Rees, Gill, and Gore (1996)以 1987-1992 提列資產減損之 365 個事件為樣本，並發現該等企業在提列資產減損前一年度，資產報酬率及調整後股價報酬率都較同業顯著為低，且市場對於企業宣告提列減損之企業股價皆給予負向反應。

Bunsis (1997)將企業提列資產減損的原因區分為可以增加未來現金流量、將減少未來現金流量、及不會影響未來現金流量三組，並發現投資人在宣告日前一天及當天(-1,0)，對於可增加現金流量之組別給予正向報酬；對於將減少現金流量之組別給予負向報酬；對於不會影響為別現金流量之組別給予負向報酬，然而該負向報酬在未來三天(0,+2)就會被正向報酬所抵銷。該研究亦支持 Elliot and Shaw (1998)之結論，發現提列減損損失金額愈大者，在事件日前一天和當天之股價報酬愈負；然而若該提列資產減損之後果可以增加未來現金流量，則提列減損損失金額愈大者，在事件日前一天和當天之股價報酬愈正。

Heflin and Warfield (1997)以 1985-1991 提列減損之 588 事件為樣本，發現提列減損企業在認列減損當年和前三個年度，其股價報酬相較於同業都比較低，但是提列減損企業前三年度之盈餘都比同業高，唯有於提列減損當年度之（提列減損前）盈餘低於同業。因此作者推論企業經理人員以資產減損做為盈餘管理之手段。該研究進一步檢驗減損年度股價報酬與減損金額之關係，並發現減損金額愈大者，當期股價報酬愈低，；同時亦發現提列減損當年度之股價報酬與前三年之股價報酬呈現負相關，表示企業並未「及時」提列應有之減損損失，該結果與作者推論之盈餘管理假說一致。

Bartov, Lindahi, and Ricks (1998)將企業提列資產減損之原因區分為單純會計認列資產減損 (pure accounting transactions to devalue assets)和營運決策 (operating decision)兩類。並發現投資人在宣告日前兩天至後一天(-2,+1)，對於純粹會計認列產生之減損宣告給予負向報酬，但對於與營運決策有關之宣告卻沒有顯著之股價報酬變動。該研究亦為金額重大之減損損失（在其樣本中，減損損失平均為市價的 20%）為何僅引起市場報酬些微變動(小於 1%)提出解釋。該研究結果發現企業在提列減損前兩年度，單純會計認列減損之樣本，其累積異常報酬率為-34%，與營運決策有關之樣本，其累積異常報酬

率為-21%，顯示投資人早已對資產減損加以反應。

Riedl (2003)檢驗第 121 號公報實施後，該公報較嚴格之規範，是否降低企業進行機會報導(opportunistic reporting)之可能性。該研究以 1992-1998 年有提列資產減損之企業為樣本，並檢驗第 121 公報實行前後之樣本特性之差異。該研究發現，第 121 公報實行後，進行洗大澡 (big bath)的情形更加嚴重，顯示該公報實行後，企業報導資產減損之品質反而降低。

Jarva (2007)以 2002-2005 年於 Compustat 資料庫中有資產減損損失之企業年度為樣本，檢驗提列減損企業之財務特性，以及股價之反應。該研究發現，提列減損之企業平均而言規模較大，且在認列減損當年度之股價報酬、資產成長率、收入成長率都比同業為低，而破產風險較高，也有較高盈餘為負數或認列重整費用之企業比率。該研究亦發現提列減損企業於次一年度有較高之股價報酬。該研究之解釋為，市場對於減損之性質有所誤解，認為減損是會重複發生的；而分析師雖然在報導盈餘時會將減損金額剔除 (Bradshaw and Sloan 2004, p46.)，但仍然會給予該等企業悲觀的盈餘預測。所以當次期盈餘顯著高於分析師預期時，會有超額報酬。

第四節 資產減損之報導方式爭議

Penman (2007), Dichev (2007)及 Nissim and Penman (2006)指出，損益表之淨利應能達企業價值之增加數，而企業係透過出售商品或給顧客而增加其價值。會計應只能在企業賣出商品時認列收入，而相關的費用認列必須遵照配合原則，亦即與銷售該項商品有關之成本費用方能認列。收入和成本費用間之差額，即為企業當期因為出售商品或服務而增加之價值，而該價值與市場價值變動不同，因為市場價值之變動混合了過多「猜測」(speculative)之成分。這些猜測之價值，除非實現，否則在會計上不應認列。Penman (2007, p47)舉一例說明此觀念：若企業宣告將得到一筆大訂單，其股價可能馬上增加，

但是會計上僅能在真正生產並出貨時，才能認列此筆收入。Penman (2007)認為，有臆測成分之收入和費用，不應該進入損益表中。Penman (2007), Dichev (2007)及 Nissim and Penman (2006)明確指出，除非企業持有該資產之目的是為了投資，否則，供生產營業使用之資產，只要繼續被企業使用，就不應該提列資產減損，因為生產成本並沒有改變。

Nissim and Penman (2006)認為企業提列資產減損，僅是將未來費損提前到當期認列，但是該減損金額與當期營業並無關連性，反而會造成投資人以淨利作為衡量企業價值依據之困擾。該研究堅持財務報表應該採用損益表觀點，意即投資人使用淨利數字，即可推估企業之價值，故採用資產負債表觀點之單純資產負債市場價值變動，不應該列入損益表中。

Ohlson (2006)之觀點與 Penman (2007), Dichev (2007), Nissim and Penman (2006)是一致的。Ohlson (2006)提出投資人需要一個衡量企業價值的起始點(starting point)，但是由於目前財會準則偏向資產負債表觀點，致使損益表盈餘品質不佳，無法作為一個良好的評價起點。Ohlson (2006)指出會計盈餘具有兩個主要的缺點：1. 包含非重複發生之項目；2. 含有主觀判定之應計項目。雖然實務上運用擬制性盈餘觀念時，非重複發生項目經常因為具有非現金費用性質，故會被排除於外；學術上經常使用異常損失前盈餘做為盈餘之衡量，也部份剔除了非重複發生項目。然 Ohlson(2006)進一步闡釋當期非重複發生項目會影響後續年度之盈餘，例如，當期提列之固定資產價值減損，會使後續年度折舊費用較過去年度降低；故一昧地剔除該項，並無法良好地預測次期獲利能力。應計項目中包含應計收入費用、遞延項目、資本化及攤銷，皆屬於較主觀之認定；且會計準則採用穩健原則，故具有相同性質之支出，確定性高者可資本化，但不確定性高者卻需當期完全認列為費用，例如研發支出。此種主觀認定及穩健保守之性質，亦使得投資人在解讀報表時相當困惑。

Ohlson (2006)認同採用現金流量作為預測次期盈餘之工具，但因一般公認會計原則規範下之現金流量表，沒有一明確的彙總金額，故投資人難以使用現金流量表推估次期獲利能力。雖實務上經常使用來自營業之現金流量作為淨利之比較數，但 Ohlson(2006)指出現金流量表中之三大類活動界定並不清楚，且許多非現金交換之交易並未計入，故使用該數字無法正確預測次期盈餘。故 Ohlson(2006) 議了一套「修正式現金盈餘」會計(Modified Cash Flow Accounting)處理方式，其與傳統現金基礎制會計方法有以下差異：1. 將現金交易之定義擴大。非現金交易若投資營運所需之支出有關者，例如以股票交換固定資產，皆可納入其定義。2. 收入以現金基礎制衡量，但所有支出皆彙整至一統制帳戶，再依據收入配合原則，以及該項支出提供效益期間之長短，分期攤銷為費用。3.將財務活動和營業活動區分。財務活動完全依市價變動認列損益，而上述原則僅適用於營業活動。Ohlson(2006)宣稱修正現金盈餘具有核心盈餘之性質，且可提高盈餘品質。

在「修正式現金盈餘」會計下，Ohlson (2006)建議將所有現金支出都放到一個淨營業資產統治帳戶，再依照效益期間攤銷為費用，如此可以解決資本化或費用化爭議，同時將未影響現金流量之交易予以排除。由於資產減損之認列並不涉及現金流量，故在 Ohlson (2006)建議之會計方法下，資產減損損失不能認列，且因該資產之成本在其購入時已累積至營業資產統治帳戶，除非企業將該資產出售，否則其折舊會繼續依原估計之效益期間攤銷。此觀念與以損益表觀點一致：不認列資產減損，而將該資產價值依原估計期間繼續攤銷為費用。

本研究採用損益表觀點、Penman and Nissim (2006)及 Ohlson(2006)之觀點，認為採用資產負債表觀點編制之盈餘會造成投資人使用盈餘之困擾，例如企業減損損失造成後續期間折舊費用減少而虛增之盈餘。本研究檢驗投資人在評估企業價值時，是否將依原估計之折舊費用與提列減損後認列折舊費

用之差額納入評價考量。若投資人係以損益表之淨利作為評估企業價值之工具，則此差額會使企業盈餘虛增，應由評價中剔除。

第五節 市場效率性及資產減損對於企業價值評價之影響

過去研究鮮少有直接檢驗資產減損金額與當期或次期股價或股價報酬攸關性之學術文章。Easton, Eddey, and Harris (1993)研究 1981-1990 年，72 家澳洲企業有關長期有形資產重新評價資訊之價值攸關性。該研究發現資產評價準備餘額及其變動數，對於市價帳面價值比有顯著的解釋能力，顯示評價變動可以使市價和帳面價值趨於一致；但是評價準備的增加數和增加數之變動，對於當年股價報酬和三年股價報酬沒有顯著的解釋能力，顯示資產價值改變並未及時入帳。後續 Easton and Eddey 以 1990-1993 之樣本進行相類似之研究，Barth and Clinch (1998)亦對澳洲之資產重估進行研究，其研究結論與 Easton, Eddey, and Harris (1993)之研究一致。

此外有兩篇企業價值評價之研究雖不以資產減損為主要研究對象，但係研究損益表中之特殊項目，而減損損失經常被報導於該項目下故其研究結果亦可供本研究參考。Doyle, Lundholm and Soliman (2003)檢驗遭分析師排除之特殊項目(special item)對於未來現金流量之解釋能力及其與股價報酬之關連性。該研究發現特殊項目對於未來現金流量並不具預測能力，且其與未來股價報酬沒有顯著關連性。但 Landsman, Miller, and Yeh (2007)以 Ohlson (1995, 1999)模型檢驗被分析師排除之特殊項目(special item)對於次期剩餘淨利之解釋能力及其與期末股價之攸關性。該研究將特殊項目區分為正值和負值兩組，並分別加以檢驗。該研究之結果指出，負值之特殊項目，對於次期剩餘淨利有預測能力（係數值為-0.67，t 值為-22.44），且因係數值為負，故顯示本期負項特殊項目金額愈高，次期盈餘愈高。該研究亦發現負值之特殊項目與期末市價間具有攸關性（係數值為-12.67，t 值為-18.47），顯示負值之特殊

項目金額愈大，則期末價值愈高。該研究之結果似乎顯示，企業認列負值之特殊項目，有增加次期盈餘及企業價值之效果。由於資產減損損失係負項之特殊項目，故由 Landsman, Miller, and Yeh (2007)之研究結果可以推測，提列資產減損損失會增加企業次期盈餘，且投資人對於企業提列減損會給予正面之評價。但是該研究對於為何提列資產減損會增加企業次期盈餘，並未提出解釋，本研究欲彌補此一解釋，並進一步討論市場對此類盈餘增加是否應該給予正向反應。

第六節 市場效率性相關研究

雖然市場效率性假設是學術界進行實證測試時之基本信仰，此信仰之基本精神在於，任何可以預測之行為，會及時被市場所反應，所以不存在有套利空間。但過去的學術研究發現資本市場並不總是能正確地反應所有已公開之資訊之意涵。De Bondt and Thaler (1985)發現買進前三至五年虧損企業股票，並賣出前三至五年獲利企業之股票可以獲致超額報酬。Jegadeesh and Titman (1993)發現買進前一年度獲利企業股票，並賣出前一年度虧損企業股票，可以獲致超額報酬。而 Bernard and Thomas (1989,1990)發現投資人對於盈餘宣告日瞭解之盈餘變動，無法迅速反應，該反應時間會持續到盈餘宣告日後一年。Sloan (1996)則發現投資人無法區分盈餘項目之盈餘持續性，而固著於盈餘數字本身。Sloan (1996)將盈餘組成項目區分為現金流量項目和應計項目，其中現金流量項目之持續性較強，而應計項目應具有迴轉性質，故盈餘持續性較弱。這些資訊都是投資人容易取得的，但投資人並未將兩類盈餘項目之持續性質加以區分，故會高估應計項目之盈餘預測能力，對於應計項目給予過高之評價。上述研究皆指出市場可能會誤判資訊之意涵，或是在使用盈餘數字時錯誤評估盈餘項目對未來盈餘之影響性。本研究係檢驗因企業提列資產減損而降低之未來折舊費用，因該資訊不存在於提列減損後之損益

表，故若投資人已無法瞭解明確存在損益表中之項目，則對於不存在於損益表中之項目可能更容易被忽略，故依照上述文獻，本研究推測市場對於因為提列減損造成之折舊費用減少可能無法正確地反應於企業股價中。



第三章實證設計和樣本選取

本研究之目的，係探討投資人是否瞭解企業提列資產減損之後續期間，盈餘包含與企業經營績效無關之部分，並將此部分於評估企業價值時予以排除。企業提列資產減損後續年度，因資產帳面價值降低，故後期折舊費用減少，淨利必然隨之提高。此部分盈餘增加數，係因會計處理而造成，與該年度企業經營績效改善與否無關。若資本市場有效率，則投資人應能於評估企業價值時，將此部分金額予以調整排除。但若投資人忽略提列減損造成之盈餘自然增加部分，將會高估企業價值。

第一節 假說推導

1. 企業提列減損對次期經營績效之影響

依據美國第 121 號公報，企業提列資產減損有兩個前提：(1)該資產之未來現金流量總金額低於帳面價值，(2)該資產之未來現金流量折現值低於帳面金額。故在企業不改變經營條件之狀況下，企業未來現金流量與目前相較，極有可能呈現下降趨勢。而企業若係欲以新資產汰換舊資產，而將就資產改列待處分資產時，亦需提列資產減損，但企業之未來經營績效可能有機會獲得改善。過去文獻多數集中於討論企業提列減損之動機，主要有清理門戶假說及財務困難假說兩種。前者認為企業在重整和調整企業經營項目後，經營績效會獲得改善，故市場會給予此類企業較高之評價。後者認為企業只有在經營遭受困難時，才不得不提列資產減損，而投資人會給予此類企業較低之評價，故減損宣告日後之股價會持續下跌。本研究討論之重點不在於分析企業在提列資產減損後之現金流量或盈餘係增加或減少，而係欲著重於一根本

之問題：即使企業未來實際經營績效未改變，然提列資產減損也會使資產帳面價值降低，從而降低未來各期之費損金額，並提高未來各期之淨利。企業提列資產減損時，需將資產之帳面價值減少至當時之市價或淨現金流量金額。因資產帳面價值降低，在未重新估算耐用年限之前提下，若資產仍繼續作為生產或營業使用，該機器設備之未來各期折舊費用將會比本期為低，從而提高剩餘耐用年限內之各期淨利。若該資產不繼續供營業或生產使用，而轉為待處分資產，則企業於出售該項資產時，將因帳面價值降低，故可認列較低之處分損失，或認列較高之處分利得，亦將使處分年度之淨利提高。

舉例來說，若企業今年度將機器設備提列資產減損，該機器設備之原始取得成本為 200 萬元，耐用年限 10 年，無殘值，累積至今年度之折舊費用共 80 萬元，今年底該機器之市價僅 90 萬元。依據財務會計準則公報規定，該公司需提列 30 萬元之資產減損損失（資產帳面價值=200 萬-80 萬=120 萬；減損損失金額=120 萬-90 萬=30 萬元）。若該機器設備仍作為生產使用，則次期之折舊費用將由原本 20 萬元(=200 萬元/10)降低為 15 萬元(=90 萬元/6)。亦即企業於本年度提列資產減損 60 萬，而使次年淨利增加 5 萬元；且該淨利增加之情況，將持續發生於該資產之六年剩餘使用期間。若該提列減損 30 萬元之資產於次年年初出售，且出售價格為 70 萬元，則企業將於次年度認列 20 萬元之資產處分損失(=90 萬-70 萬)；然而，若企業於本年度未提列減損，而於次年度將機器設備以 70 萬元出售，次年度需認列之處分損失為 50 萬元(=120 萬-70 萬)。

由上述說明及例子可知，雖然提列資產減損當年度淨利降低，然而後續期間之淨利將因本年度提列減損而增加，總增加數等於提列減損之金額，且該淨利之增加與企業實質經營績效是否改善並無關連性，係因會計處理方式而產生之一必然現象。

當資產價值產生減損時需馬上認列，其基本精神在於資產負債表必須表

達資產負債的真實價值；且由於會計採用保守性原則，故目前除金融商品之外，資產負債之價值變動僅能認列損失，不得認列利得。然而資產負債表之保守(conservative)卻往往造成損益表之過度激進(aggressive)，資產減損就是一個很好的例子：今年度提列減損，將使後續年度之淨利提高。若投資人僅關心企業之淨利數字，則在資產價值降低時不提列減損，後續年度之淨利也會反映出資產價值減損之事實，且更能符合損益表之收入認列及費用配合原則。茲以企業資產未來產生收益之能力下降，舉例如下：

假設提列減損之企業（以下稱為甲公司）每年淨利約為 300 萬，平均流通在外股數為 100 萬股，亦即每股盈餘為 3 元。甲公司於今年發現其生產設備不如競爭對手，使得未來每年之毛利平均下降 5%，且甲公司之成本除固定資產折舊（原本固定為 20 萬元）外皆屬變動成本，且與營收成等比例之變動。如前所述，甲公司於本年度依據資產減損公報之規定，將此耐用年限仍有六年之機器設備提列減損 30 萬元。下表分析在列資產減損下和損益表觀點下，甲企業之每股盈餘變化之差異。

年 度	提列減損	不提列減損	差異
T	$EPS=(300-30)/100=2.7$	$EPS=300/100=3.0$	-0.3
T+1	$EPS=(320 \times 0.95-15)/100=2.89$	$EPS=(320 \times 0.95-20)/100=2.84$	+0.05
T+2	$EPS=[320 \times (0.95)^2-15]/100=2.74$	$EPS=[320 \times (0.95)^2-20]/100=2.69$	+0.05
T+3	$EPS=[320 \times (0.95)^3-15]/100=2.59$	$EPS=[320 \times (0.95)^3-20]/100=2.54$	+0.05

T+4	$EPS=[320 \times (0.95)^4 - 15] / 100 = 2.46$	$EPS=[320 \times (0.95)^4 - 20] / 100 = 2.41$	+0.05
T+5	$EPS=[320 \times (0.95)^5 - 15] / 100 = 2.33$	$EPS=[320 \times (0.95)^5 - 20] / 100 = 2.28$	+0.05
T+6	$EPS=[320 \times (0.95)^6 - 15] / 100 = 2.20$	$EPS=[320 \times (0.95)^6 - 20] / 100 = 2.15$	+0.05

甲公司若不提列資產減損，每年的 EPS 都會持續降低，反映出其資產生產能力下降之經營績效改變。此淨利下降可能是因為生產成本過高、或商品售價降低、商品銷售量等原因所造成，但以此法認列，可明確呈現生產成本和生產收益（商品產生之銷貨收入）。若甲公司提列資產減損，則 t 期每股盈餘會大幅降低，但 t+1 期每股盈餘卻沒有反映出營收下降，相較於 t 期反而成長。且提列資產減損後，損益表中顯示用以生產之設備成本僅 15 萬元，然而生產商品之機器設備並未改變。企業僅因採用資產減損之會計處理方式，在實際經營績效並無不同的情況下，帳上每期固定成本就降低 25% (=5 萬/20 萬)，使每期每股盈餘都比未提列減損時增加 0.05 元。

因提列資產減損而使後續期間可報導較佳經營績效之狀況，在以資產報酬率作為衡量企業經營績效之變數時，會更加嚴重。下表將說明在企業營業毛利未改變，以及營業毛利下降之兩種狀況下，甲企業提列減損與否對於資產報酬率（分母以期末資產金額計算）之影響。（假設未提列減損前總資產金額為 1,000 萬元，且公司每年增添之設備金額恰好等於當期折舊。）

(1) 企業營業毛利未改變

年度	提列減損	不提列減損	差異
T	$ROA = (300 - 30) / 1,000 = 27\%$	$EPS = 300 / 1,000 = 30\%$	-3%

T+1~	EPS=(320-15)/970 =31.44%	EPS=300/1,000 =30%	+1.44%
T+6			

由於分母係總資產金額，該金額亦會隨著提列資產減損而降低，故後續六年度之資產報酬率之累積增加數為 8.64% (=1.44%×6)，高於第 t 期減少數 3%。

(2) 企業營業毛利每年呈 5% 下降

年 度	提列減損	不提列減損	差異
T	EPS=(300-30)/1,000 =27%	EPS=300/1,000=30%	-3%
T+1	EPS=(320× 0.95-15)/970=30%	EPS=(320× 0.95-20)/ 1,000=28%	+2%
T+2	EPS=[320× (0.95) ² -15]/970=28%	EPS=[320× (0.95) ² -20]/ 1,000=27%	+1%
T+3	EPS=[320× (0.95) ³ -15]/970=27%	EPS=[320× (0.95) ³ -20]/ 1,000=25%	+2%
T+4	EPS=[320× (0.95) ⁴ -15]/970=25%	EPS=[320× (0.95) ⁴ -20]/ 1,000=24%	+1%
T+5	EPS=[320× (0.95) ⁵ -15]/970=24%	EPS=[320× (0.95) ⁵ -20]/ 1,000=23%	+1%
T+6	EPS=[320× (0.95) ⁶ -15]/970=23%	EPS=[320× (0.95) ⁶ -20]/ 1,000=22%	+1%

營業毛利下降時，提列資產減損後六年度，資產報酬率差異之累積數共 8%，顯著高於提列減損當年度之差異數 3%，顯示提列資產減損後，資產報酬率數字除因分子有虛假增加之現象外，更因為分母減少而使該衡量變數有過度偏

高之趨勢。

2. 提列資產減損對投資人使用盈餘數字評估企業價值之影響

由上述說明可知，當企業提列資產減損，會使當期盈餘下跌，而後續期間在經營績效不改變的狀況下，盈餘及會自然增加，而資產報酬率之增加幅度更大。投資人在衡量提列資產減損損失之企業價值時，應如何評價，此為本研究關心之議題。

假定盈餘是投資人關心，且經常是唯一關心的會計數字，則投資人將以企業之每股盈餘是否增加、是否達到分析師預測數字等作為是否應調整企業價值評價之依據。目前將盈餘數字用於評估企業價值時，學術上廣泛使用淨剩餘所得模型(residual income model)進行評價。剩餘所得模型之概念為，當企業盈餘符合淨剩餘關係式(clean surplus relation)時，企業價值可表達為期初帳面價值與後續各期剩餘淨利折現值之加總。亦即，

$$MV_0 = b_0 + \sum_{t=1}^{\infty} RI_t, \quad \text{if } NI_t = b_t + d_t - b_{t-1}, \quad RI_t \equiv NI_t - rb_{t-1} \quad (1)$$

其中， MV_0 係指第一期期初企業之股價， b_0, b_t, b_{t-1} 係指第一期期初、第 t 期及第 $t-1$ 期企業股東權益之帳面價值， NI_t 係指第 t 期之淨利， d_t 為第 t 期之現金股利， RI_t 係第 t 期之剩餘淨利，等於當期淨利扣除當期期初股東權益帳面值與資金成本(r)後之金額。雖然此評價方程式在會計學術界中廣泛被使用，但 Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)指出，實務上甚少使用到股東權益帳面值之資訊，而主要係以次期盈餘資本化金額作為企業當期價值之起始值(starting point)。表達如下：

$$y_0 = x_1 / r \quad (2)$$

y_0 為第一期期初企業價值之評估起始值， x_1 為第一期盈餘， r 為企業之資金成本率。Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)提出投資人在以盈餘衡量企業價值

時，應將盈餘成長性納入考量。故企業價值可表達為：

$$p_0 = \frac{1}{r} \cdot x_1 + \frac{1}{r} \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} z_t, \quad z_t = \Delta x_{t+1} - (x_t - d_t) \quad (3)$$

p_0 為第一期期初企業價值之估計值， z_t 代表第 $t+1$ 期盈餘變動中非屬企業保留之盈餘衍生之價值。 $R=1+r$ ，代表折現率。(3)式右邊第一項為企業第 0 期價值之起始評估金額，右邊第二項為各期之盈餘增加數扣除因企業保留部分盈餘再度投資所增加之盈餘，亦可稱為未預期盈餘。(3)式指出企業價值等於次期盈餘與未來各期末預期盈餘折現值加總後之資本化金額。估計未來所有年度之未預期盈餘在實務上是不可行的，所以 Juettner-Nauroth and Ohlson (2005) 提出一簡化模型，假設未預期盈餘成長率 γ 已知，則可以次期末預期盈餘取代未來各期末預期盈餘數字，表達如下：

$$p_0 = \frac{1}{r} \cdot x_1 + \frac{1}{r} \cdot \frac{Z_1}{R - \gamma}, \quad Z_{t+1} = \gamma \cdot Z_t, \quad t=1,2,\dots, \quad \gamma < R \quad (4)$$

$R = r + 1$ ，為企業之資金成本率加一，Ohlson and Juettner-Nauroth (2005) 提出此模型時，將盈餘 x_t 定義為符合淨剩餘關係式之盈餘。然而未預期盈餘要符合動態關係式(dynamic)，只有當企業之盈餘僅包含因營業所產生，且依收入認列原則和費用配合原則認列之收入和費損時方有可能成立。若企業面臨經營結構之改變，則未預期盈餘呈現穩定變動之可能性極低。然而若企業提列資產減損，則係以會計處理方法造成一結構改變，將會使 (4)式在應用時產生困難，甚至產生偏誤。

資產減損之提列，在損益表觀點之支持者眼中，並不認為是一項暫時性盈餘，而僅係將未來費損於當年度提前認列，然而企業實際經營狀況並未改變。故損益表觀點之支持者認為，只要企業仍持有該項資產，則不應認列資產減損損失，而將該資產繼續提列折舊。如此一來，Ohlson and Juettner-Nauroth (2005) 提出之未預期盈餘呈現動態關係式之條件極容易滿足，若資產生產效

能降低，則 γ 降低，但仍會呈現一穩定趨勢。

然若投資人不了解提列資產減損損失會使後期盈餘自然增加，而將提列減損後之盈餘數字套用至(4)式，將會使評價產生偏誤。茲證明如下：

假設一企業採用直線法提列折舊，在第 t 期期末提列資產減損損失 WD_t 元，該批資產尚有 τ 年之耐用年數，提列減損損失使得每期折舊費用降低 A 元。該企業若不提列減損損失，每期淨利為 x_t 元，提列減損損失後之每期淨利表達為 \tilde{x}_t 元。且假設企業每期發放股利金額不受提列減損與否影響。若投資人欲使用(4)式評估企業之價值，則：

$$\begin{aligned}\tilde{\gamma} &= \frac{\tilde{Z}_3}{\tilde{Z}_2} = \frac{[\tilde{x}_4 - \tilde{x}_3 - r(\tilde{x}_3 - d_3)]}{[\tilde{x}_3 - \tilde{x}_2 - r(\tilde{x}_2 - d_2)]} \\ &= \frac{x_4 + A - x_3 - A - r(x_3 + A - d_{t+1})}{x_3 + A - x_2 - A - r(x_2 + A - d_t)} \quad (5) \\ &= \frac{Z_3 - rA}{Z_2 - rA} > \frac{Z_3}{Z_2} = \gamma, \text{ if } \gamma > 1\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\tilde{p}_1 &= \frac{1}{r} \cdot \tilde{x}_2 + \frac{1}{r} \cdot \frac{\tilde{Z}_2}{R - \tilde{\gamma}} = \frac{1}{r} \cdot (x_2 + A) + \frac{1}{r} \cdot \frac{Z_2 - rA}{R - \tilde{\gamma}} \quad (6) \\ &> \frac{1}{r} \cdot (x_2 + A) + \frac{1}{r} \cdot \frac{Z_2 - rA}{R - \gamma} = p_1 + \frac{1}{r} \cdot \left(A - \frac{rA}{r - \gamma} \right) > p_1\end{aligned}$$

由(5)式可知，若未提列減損時之長期預期成長率大於 1，則提列資產減損後計算得出之長期成長率(γ)會更高。因此由(6)式可知，投資人依 Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)之模型估計出之企業價值會比應有之價值為高，而造成高估企業價值之因素，係來自於因提列減損使未來折舊增加之部分（亦即 A ）。

過去的研究發現，投資人無法判斷盈餘組成項目對未來營運績效影響性之差異，例如，無法區分盈餘中現金流量項目和應計項目在未來盈餘中之持續性 (Sloan, 1996)。若投資人連明確列示於損益表中之盈餘項目都無法正確納入評價模型，則吾人更加無法想向投資人會將減損金額造成之未來折舊費用降低

金額正確納入評價模型。蓋因企業僅在提列減損當年度，損益表中會出現「資產減損損失」科目及金額，在後續年度若減損未重複發生，則損益表中無法獲得任何過去曾提列減損，而致使後續盈餘增加之任何資訊。長期追蹤該企業之投資人或許可以自行由提列減損當年度之損失數字推估其未來應調整之盈餘金額，但對於後續加入之投資人，財務報表並未顯示其盈餘有部分來自於過去的減損提列。故本研究推測投資人會錯誤判斷並使用提列減損後之企業盈餘資訊於其評價模型中。由上述推論因而形成本研究之假說：

假說：市場會高估提列資產減損企業次年度之股價，且該高估金額與因提列減損而降低之折舊費用有正向關連性。



第二節 實證設計

本研究於實證設計方面，將依循假說推論之順序，先檢驗提列資產減損對於次期盈餘、折舊費用之影響，再檢驗投資人是否允當反應資產減損帶來之經濟後果。

1. 檢驗提列資產減損對於次期會計數字之影響

如前所述，提列資產減損之企業，不論實際經營績效是否改善，次期盈餘會增加，且該增加數等於提列減損前後每年折舊金額之差異數，亦等於減損金額除以該資產之剩餘耐用年限。因此提列減損之企業，次年度盈餘相較於當年度提列減損損失前之盈餘，成長率應比未提列減損企業為高。本研究首先檢驗提列資產減損與否，次年度盈餘相較於當年度提列減損損失前盈餘之成長率，是否有顯著之差異：

$$NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 BNI_t + \alpha_2 D_t + \varepsilon_{t+1} \quad (7)$$

NI_{t+1} , NI_t 係指第 t+1 期和第 t 期之淨利，不包含停業部門損益 (income from discontinuing operation) 和非常損益 (extraordinary income)。 $BNI_t = NI_t - WD_t$ ，係指第 t 期末提列資產減損前之淨利金額，第 t 期提列之資產減損金額 WD_t (不包含商譽減損損失) 為負值，故提列減損前之金額等於當期淨利扣除 (負項) 減損金額。 D_t 係虛擬變數，若該企業於第 t 期提列資產減損，則 $D_t=1$ ，反之， $D_t=0$ 。自變數中採用提列資產減損前之淨利，而非提列減損後之淨利，方能衡量到實際因營運產生盈餘之變動狀況；若採用提列減損後之淨利，則因資產減損損失並非每期重複發生盈餘項目，故次期若未提列減損損失，次期盈餘自然較高，將使衡量產生偏差。若企業提列資產減損後之帳面經營績效改善，則 $\alpha_2 > 0$ ，若經營績效持續降低，則 $\alpha_2 < 0$ ，若經營績效不受提列減損與否影響，則 $\alpha_2 = 0$ 。除此之外，本研究亦欲瞭解提列減損金額大小是否與企業

盈餘之變動有關，故將(6)式中之虛擬變數 D_t 改為資產減損金額 WD_t ，即為(8)式：

$$NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 BNI_t + \alpha_2 WD_t + \varepsilon_{t+1} \quad (8)$$

因減損損失變數(WD_t)為負值，故若提列較多減損損失時企業次期盈餘增加金額較高，則 $\alpha_2 < 0$ ，若提列損失金額較多代表企業經營狀況更差，則 $\alpha_2 > 0$ ，若經營績效不受提列減損金額影響，則 $\alpha_2 = 0$ 。為避免因第 t 期提列減損時，企業亦提列其他鉅額損失（洗大澡理論），故本研究亦將以營業淨利取代 NI 測試企業之經營績效是否有所改善。

如前所述，企業提列減損損失將使次期折舊費用降低，但若企業提列減損損失之目的係汰換無效率之生產設備，並以較新或效率較高之設備取代之，故將舊設備轉列待處分資產同時認列減損損失，則次期之折舊費用受到提列減損損失之影響較低或折舊費用反而會提高。本研究以提列減損損失之企業為樣本，檢驗次期折舊費用變動數與當期提列之減損損失之關連性：

$$Dep_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Dep_t + \alpha_2 WD_{t-1} + \varepsilon_{t+1} \quad (9)$$

Dep_{t+1} 和 Dep_t 分別為第 $t+1$ 期和第 t 期之折舊費用。因減損損失為負值，故若企業於當期提列減損，會使企業次期折舊費用降低，則 $\alpha_2 > 0$ ，若對於次期折舊費用無影響，則 $\alpha_2 = 0$ 。

由前述推論可知，企業於提列資產減損之後續年度，盈餘將因提列減損造成之帳面折舊費用減少而增加，故本研究將檢驗次期盈餘增加數與因減損減少之折舊費用間之關連性：

$$NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 BNI_t + \alpha_2 AM + \varepsilon_{t+1} \quad (10)$$

$BNI_t = NI_t - WD_t$ ，係提列減損前之淨利數字。 AM 係指提列減損之資產於減損前後，每期折舊費用之差異。但因吾人無法取得詳細之資產減損資料，

亦無法得知提列減損之資產之剩餘耐用年數，故對於 AM 係採估計之方式。首先計算各樣本公司之於提列資產減損前一年度之折舊率，折舊率等於當期折舊費用除以當期期初與期末固定資產平均數，再以企業提列減損之金額乘上折舊率，即為因提列減損所造成之每期折舊費用減少數 AM 。若提列減損損失所降低之折舊費用，對於次期盈餘之增加有所貢獻，則 α_2 應顯著小於零（因為 AM 亦為負值）。

2. 檢驗市場對於企業提列減損之評價

企業提列資產減損，使後期折舊費用降低，從而提高盈餘金額，然此部分之盈餘增加與企業實質經營績效並無關連，故投資人在評估企業價值時應將此部分之盈餘增加數予以排除，否則將高估企業之價值。本研究最主要目的係欲檢驗提列減損企業次期之股價超額報酬，是否與減損金額、折舊費用降低有關。若投資人能瞭解企業提列減損會使次期盈餘虛增，則企業次期之股價超額報酬應與減損金額、或降低之折舊費用無關；若資本市場對於資產減損金額之虛增後續期間盈餘之現象不了解，則將誤以為後續盈餘增加係實質效率改善，而提高其對於企業之評價：

$$CAR_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{t+1} + \alpha_2 AMPS_{t+1} + \varepsilon_{t+1} \quad (11)$$

CAR_{t+1} 係指第 $t+1$ 期之未預期（超額）報酬， UE_{t+1} 係指第 $t+1$ 期之未預期盈餘，本研究將第 $t+1$ 期末預期盈餘定義為第 $t+1$ 期盈餘與第 t 期末提列減損前盈餘之差額 ($UE_{t+1} = NI_{t+1} - BNI_t$)。若市場正確解讀提列減損後盈餘變動之意涵，則 $\alpha_2 = 0$ ；若投資人錯誤將此部分金額納入評價考量，則 α_2 應顯著小於零（因為減少之折舊費用金額 $AMPS$ 為負值）。 $AMPS$ 為折舊費用減少數除以當期流通在外股數。此外，若減少之折舊費用與企業未預期報酬無關，則 $(\alpha_1 + \alpha_2) = 0$ ；若減少之折舊費用會使投資人高估企業之價值，則 $(\alpha_1 + \alpha_2) < 0$ 。

未預期報酬（超額報酬）之計算，本研究先依循 Ang and Liu (2004)、Ibboston Associates (2005)，及 Massa, Peyer and Tong (2005)，採用 Fama and French (1993) 三因子模型，同時加入 momentum factor (Jegadeesh and Titman, 1993; Carhart, 1997)，使用 time-varying factor loading，無風險利率、以及風險貼水，以下列方程式計算 t+1 期及第 t 期各樣本公司之資金成本：

$$ECC_{i,t} = \bar{R}_{f,t} + \hat{\beta}_{RMRF,i,t} \times \overline{(R_M - R_f)_t} + \hat{\beta}_{SMB,i,t} \times \overline{SMB}_t + \hat{\beta}_{HML,i,t} \times \overline{HML}_t + \hat{\beta}_{MOM,i,t} \times \overline{MOM}_t \quad (12)$$

$\hat{\beta}_{RMRF,i,t}$, $\hat{\beta}_{SMB,i,t}$, $\hat{\beta}_{HML,i,t}$, $\hat{\beta}_{MOM,i,t}$ 皆為由(12) 式估計而得之各公司別 (firm-specific) 係數， $\overline{(R_M - R_f)_t}$, \overline{SMB}_t , \overline{HML}_t , \overline{MOM}_t 為 t+1 期預期之 Fama and French 及 momentum factor 報酬。 $R_{M,m} - R_{f,m}$ 為市場組合報酬超過無風險利率部分， HML_m 及 SMB_m 為以 Book-to market 和 size 高低模擬市場組合所獲致之報酬。計算出企業之資金成本後，再以當期實際報酬減除預期報酬，就可以得到當期之超額報酬。

計算出超額報酬之後，本研究先以無母數分析分數，檢驗提列資產減損之企業，相較於未提列之企業，其超額報酬是否較高。若資本市場對提列資產減損後續年度之盈餘解讀錯誤，則預期提列資產減損企業之未預期報酬將高於未提列減損之企業。

接著，本研究將檢驗上述(11)式之迴歸結果，檢驗市場是否有效率地反應盈餘資訊 (α_2 是否等於 0)，以及減少之折舊費用與企業未預期報酬之關連性 (評價攸關性) ($\alpha_1 + \alpha_2$ 是否等於 0)。

由於超額報酬為報酬率，為降低異質變異數之影響，故將自變數中之折舊費用減少數以減損次期之期初和期末總資產平均數予以平檢。

若(11)式之檢驗結果顯示市場錯誤評估企業之價值，則本研究將以提列減損企業為樣本，並依照減損金額大小或折舊費用減少數形成投資組合，並於提列減損次年年初買入因資產減損金額而降低之折舊費用較多之企業股票，並賣出因資產減損金額而降低之折舊費用較少之企業股票，預期將可賺取超額報酬。但若投資人已充分反應資產減損對次期盈餘之影響，則於次期期初進行上述之投資策略，將無法賺取超額報酬。

本研究以 2002-2006 年美國所有公司做為樣本，以實證方式測試前述分析結果。因為 Compustat 資料庫從 2000 年以後才有資產減損損失資料之蒐集，且 FASB 財務會計準則公報第 144 號係於 2001 年公布，並適用於會計年度起始於 2002 年之財務報表。為避免受到新公報發行之可能影響，故本研究僅以 2002 年以後之企業發布之財務報表為研究樣本。研究所需之所有財務資料取自 Compustat 資料庫，而股價資料取自於 CRSP 資料庫。刪除財務資料不全之樣本後，剩下 20,005 筆公司-年資料，再將性質與一般行業差異較大之保險業和金融業 4,858 公司-年資料刪除，剩下 15,147 公司-年資料。再將資產減損損失金額為正值（正常應該是負值）、當期折舊費用超過當期平均固定資產金額的 122 筆樣本刪除後，剩餘 15,025 公司-年資料。再將使用之財務資料上下各 1%極端值 3,354 筆資料加以刪除，剩下 11,671 筆樣本，其中提列減損之樣本有 1,989 筆，未提列減損之樣本有 9,682 筆。樣本之選取過程請詳見表一。

<此處插入表一>

第四章 實證結果

第一節 提列資產減損與否之企業特性差異

本研究首先檢驗提列資產減損與否之兩組企業，在提列減損前是否具有不同之性質。先將樣本依年度排列，同時依當年度企業是否列資產減損，將樣本分為兩組，分別檢視不同組別樣本，於提列減損年度、前一年度及次一年度，企業規模、經營績效、及股價表現是否有不同之差異。

1. 提列減損前一年度及當年度之財務資訊比較

<此處插入表二>

由表二可知，提列資產減損企業之規模平均而言大於未提列資產減損之企業。提列資產減損企業之期初股東權益帳面價值平均為 2,119 百萬美元，高於未提列資產減損企業之平均值 1,305 百萬美元；提列減損之企業期初總資產金額平均為 5,726 百萬美元，亦高於未提列減損企業平均值 3,578 百萬美元；提列減損之企業期初總市值金額平均為 6,049 百萬美元，亦高於未提列減損企業平均值 3,577 百萬美元。且此三規模變數以 Wilcoxon 無母數檢定法檢驗，皆呈現顯著差異。顯示規模較大之企業可能比較有提列資產減損之能力、意願或需求。

在營業績效方面，分析結果顯示，提列資產減損企業於前一年度及當年度之營業績效表現顯著不如未提列減損之企業，且於提列減損企業於提列減損當年度之營業績效較前一年度為差。由表二可知，提列減損企業之前期資產報酬率之平均數(ROA_{t-1})為-0.01、總資產產生營業現金流量產生比率($CFOTA_{t-1}$)之平均數為 0.07、皆顯著低於未提列減損企業之平均數(前期資產

平均報酬率為 0.01，總資產產生營業現金流量平均比率為 0.08)。提列減損企業於提列減損年度之總資產報酬率(ROA_t)之平均數為-0.01，顯著低於未提列減損企業之總資產報酬率之平均數 0.02，即使將減損損失加回，未提列減損損失前之資產報酬率($AROA_t$)平均數為 0.00，仍顯低於未提列減損企業之總資產報酬率；總資產產生營業現金流量比率($CFOTA_t$)，提列減損企業平均數為 0.07，顯低於未提列減損企業平均數 0.08。提列減損企業當年度資產報酬率與其一年度相較，平均降低一個百分點 ($\Delta ROA_t = -0.01$)，而未提列減損企業卻平均增加一個百分點 ($\Delta ROA_t = 0.01$)，兩者呈現顯著差異(無母數分析之 p 值小於 0.001)。即使將當期提列減損金額加回，提列減損企業的資產報酬率增加數 ($\Delta AROA_t = 0.00$) 仍顯著小於(p 值=0.001)未提列減損企業 ($\Delta ROA_t = 0.01$)。提列減損企業當年度之總資產產生營業現金流量比率 ($CFOTA_t$) 平均數與前一年度相同(皆為 0.07)；未提列減損企業之該比率平均數亦未改變(皆為 0.08)，以無母數檢定分析其變動差異，並不顯著(p 值=0.1255)，顯示是否提列資產減損，對當期之企業來自營業現金流量並無影響。以上結果顯示，平均而言，提列減損企業於提列減損當年度，經營績效皆弱於前一年度，且經營績效表現顯著不如未提列減損企業。

在股價表現方面，提列資產減損企業之股價在提列減損前相對於未提列企業高，但股價於提列減損年度下跌，未提列減損企業之股價則往上提升，然提列資產減損企業之股價仍然較高。提列資產減損企業前一年底之股價平均數為 20.35 美元，顯著高於(p 值=0.0024)未提列減損企業之平均數 19.14 美元。提列減損企業於提列減損當年底之股價報酬率(含股利) (RET_t) 平均數為 20%，未提列減損企業當年度股價報酬率(含股利) 為 46%，提列減損企業於減損當年度之股票報酬率顯著低於未提列減損之企業 (p 值<.0001)。然提列減損企業之當期期末股價與未提列減損之企業股價相比並無顯著差異(p 值=0.2028)。

2. 提列減損次年度之財務資訊比較

在提列減損次一年度，提列減損企業之經營績效相較於同期未提列減損企業，有顯著的改善。提列減損企業之資產報酬率(ΔROA_{t+1})平均增加 0.02，即使將前一年度提列之減損金額加回($\Delta AROA_{t+1}$)，仍可發現資產報酬率增加 0.01，皆顯著高於未提列企業次一年度資產報酬率增加之比率(平均為 0.00)。次一年度提列減損企業的總資產產生之營業淨利比率平均增加 0.01 ($\Delta EARNOTA_{t+1}$)，亦顯著高於未提列減損企業之增加數(平均增加 0.00)。次一年度提列減損企業當年度之總資產產生營業現金流量比率 ($\Delta CFOTA_{t+1}$)平均增加數顯著高於未提列資產減損之企業(差異之 p 值=0.0425)。以上結果顯示，提列資產減損企業於提列減損次一年度，經營績效有顯著提升，但各該年度經營績效衡量指標仍顯著低於未提列減損之企業(提列減損和未提列減損企業次一年度之 ROA_{t+1} 平均數分別為 0.01 和 0.03； $EARNOTA_{t+1}$ 平均數分別為 0.02 和 0.03； $CFOTA_{t+1}$ 平均數分別為 0.07 和 0.08)。

在股價表現方面，提列資產減損企業之次年度股價報酬率(RET_{t+1})為 40%，顯著高於(p 值為 0.0004)未提列企業之股價報酬率平均值 30%。然而提列減損次期期末之股價，提列減損企業平均值為 23.07 美元，未提列減損企業平均值為 22.90 美元，並無顯著之差異(p 值=0.8635)。

第二節 提列減損與否與次期營業績效之關連性

由上述分析可知，提列減損企業規模顯著大於未提列減損之企業，故本研究在進行迴歸分析時，將各變數以樣本年度之平均總資產金額平減之，以降低異質變異數使迴歸式估計效率降低之現象。

<此處插入表三>

表三為以迴歸方式分析提列資產減損之企業相對於未提列資產減損企業之次期營運績效差異。Panel A 為提列減損與否對次期營運績效之影響。由 Panel A 可知，提列資產減損之企業，平均而言次年度之資產報酬率 (ROA) 會提高 (t 值為 3.83)；而折舊費用相對平均總資產比率 (DEPA) 較當期減少 (t 值為-2.11)。Panel B 係分析企業認列之減損損失金額對次期營運績效之影響。由 Panel B 可知，提列資產減損愈大，平均而言次年度之資產報酬率(ROA) 相對當期增加愈多 (t 值為-9.51)；²而折舊費用相對平均總資產比率減少愈多 (t 值為 4.02)。

Panel C 係僅以提列減損之企業為樣本，以著重於提列減損對於企業財務數字之改善，並減低未提列資產減損企業對研究結果之干擾。由 Panel C 可知，提列資產減損之金額愈大，平均而言次年度之資產報酬率 (ROA) 相對當期增加愈多 (t 值為-6.18)，且次期平均折舊費用降低愈多 (t 值為 3.89)。

以上結果與本研究假說推論之預測一致，提列減損損失將使次期折舊費用減少，故可增加次期盈餘及資產報酬率。

第三節 提列減損造成之折舊費用降低數，與次期營業績效之關連性

提列減損損失會降低資產帳面價值，並使後續期間之折舊費用降低。表四係檢驗該折舊費用降低數與次期資產報酬率，以及折舊費用變動金額之關連性。折舊費用降低數以該年度之平均資產金額平減之。

<此處插入表四>

² 資產減損損失變數 (WDTA) 為負值，故係數為負時，表示減損金額與衡量變數間呈正向關連性。

Panel A 係檢驗企業於提列減損次期，折舊費用變動是否與因提列減損造成之折計費用降低有關之迴歸結果。由 Panel A 之迴歸結果可知，因提列減損造成之折舊費用降低金額愈高，則企業次期折舊費用減少數愈多（因折舊費用減少數 AM 為負值，此迴歸式中， AM 係數值 1.10， t 值 4.11）。該迴歸結果支持本研究之推論。

Panel B 係檢驗由因提列減損造成之折舊費用降低，使否與次期資產報酬率變動有關之迴歸結果。由 Panel B 可知，因減損而降低之折舊費用，對次期資產報酬率之變動呈現顯著正向關連性（因折舊費用減少數 AM 係負值）。該結果支持本研究推論，亦即因減損提列而降低之折舊費用，對次期盈餘變動有顯著之解釋能力。亦即，因減損提列而降低之每期折舊費用，會使次期盈餘增加。

此部分之迴歸結果與本研究之假說推論之預期一致，顯示提列減損會造成次期折舊費用降低，而次期盈餘因此而提高。接下來係本研究之重點，將檢驗市場是否瞭解企業提列減損對於帳面會計數字之影響，並在評估企業價值時予以排除。

第四節 投資人對於提列減損企業之價值評估

本研究以 Fama and French (2003) 之三因子模型及加入 Momentum factor，使用 time-varying factor Loading、無風險利率及風險貼水，計算各期之預期報酬，並以實際報酬扣除預期報酬，以計算超額報酬。雖然在計算過程中，又遺失了許多樣本，但依此模型計算出之超額報酬，較能控制市場上諸多因素對股價報酬之影響，有助於本研究獲致較無雜訊之結果。³

<此處插入表五>

³ 本研究亦以其他方式計算股價報酬，詳細內容請參閱第五章敏感性測試部分。

表五為提列減損企業和未提列減損企業之股價報酬之比較。由表五可知，提列減損企業在提列減損前一年度股價已然大幅下跌，此與過去研究指出，提列減損企業在宣告減損前已有資訊溢漏 (information leakage) 之結果一致。在提列減損當年度，提列減損企業之超額報酬平均數為 0.08，未提列減損企業為 0.13；顯示提列減損企業當年度之股價雖已有反轉，但相對於未提列減損企業之股價報酬仍低。過去文獻指出，企業提列減損大部分發生在第四季，因此股價可能在企業提列減損後有反轉，但整年度之超額報酬仍低於未提列減損之企業。提列減損次期，提列減損企業之超額報酬平均數為 0.23，顯著高 (p 值=0.05) 於未提列減損企業之平均數 0.19，顯示投資人會給予前一年度提列減損企業較高之評價。然而提列減損企業於提列減損次兩年度之超額報酬，與未提列減損企業並無顯著差異 (p 值=0.49)，表示投資人在提列減損次年度給予該等企業較高之評價，但後續又進行修正，顯示投資人可能在次期期末或次二年期間，瞭解企業並無實質績效改善，故將股價予以修正。

<此處插入表六>

表六僅以提列資產減損企業為樣本，檢驗提列之資產減損金額、因提列減損所減少之折舊費用，對於該等企業股價報酬之影響。由 Panel A 可知，企業提列資產減損金額愈高，當期超額報酬愈低，但不顯著 (係數值=3.91，t 值=1.79)；然而企業提列資產減損金額愈高，次期超額報酬愈高(係數值=-6.63，t 值=-3.31)。企業提列資產減損金額，對於次兩期之累積超額報酬並無顯著影響(係數值=-1.24，t 值=-0.35)，顯示投資人儘管在次期給予提列資產減損金額高之企業較高之評價，但在後續期間又將其股價評價降低。Panel B 係顯示因提列減損而降低之折舊費用對企業超額報酬之影響。該迴歸結果顯示，降低之折舊費用愈高，則次期股價超額報酬增加愈多(係數值=-20.53，t 值=-3.35)；但降低之折舊費用對次兩期之累積超額報酬並無顯著影響(係數值=-12.28，t 值=-1.37)，顯示投資人儘管在次期給予折舊費用降低較多之企業

較高之評價，但在後續期間因折舊費用減少已經無法對當期盈餘變動產生影響，故投資人在評估企業價值時可能已不會將該減少數納入考量。Panel C 係控制提列減損次期之未預期盈餘後，檢驗每股減損金額及每股折舊減少數是否與次期超額報酬有關。迴歸式中未預期盈餘之計算，係以提列減損當年度之未計入減損損失前盈餘為次年度之預期盈餘，再以提列減損次年盈餘預期盈餘相減，得出未預期盈餘金額。由 Panel C 可知，在控制次期之未預期盈餘後，每股資產減損金額 ($WDPS_t$) 之係數值仍顯著為負 (係數值為-1.31, t 值為-5.13)，顯示投資人給予前一年度提列資產減損企業較高之報酬。由於使次期盈餘帳面增加之金額係折舊費用之減少數，故本研究亦以每股折舊費用減少數取代資產減損金額，檢驗折舊費用減少數與超額報酬之關連性。由 Panel C 可知，每股折舊費用降低數 ($AMPS$) 之係數值亦顯著為負 (係數值為-15.62, t 值為-5.52)，顯示折舊費用降低數與盈餘組成項目對於企業超額報酬之解釋能力不同。另外亦檢驗 $(\alpha_2 + \alpha_1)$ 之係數為-15.45, F 值 28.98，表示 $(\alpha_2 + \alpha_1)$ 顯著不為零，亦即折舊費用減少數與企業次期超額報酬有關。Panel D 係同時將資產減損金額及折舊費用降低數納入迴歸式中，以瞭解除未預期盈餘變動外，影響股價變動的因素主要係來自於投資人對企業提列減損後績效之預期，或是來自於折舊費用之降低。由 Panel D 之結果顯示，該影響數主要來自於折舊費用降低數，而折舊費用降低數之總效果顯示於 $(\alpha_2 + \alpha_1)$ 之係數值顯著不為零 (係數值-10.73, F 值 5.48)。

表五和表六之迴歸結果，與本研究推論一致：投資人可能不了解企業提列減損，將會降低未來折舊費用，並因此提高次期盈餘之性質；故投資人在評估企業價值時，誤將該部分之盈餘變動納入評價考量，並因此高估企業之價值。

第五節 市場效率性測試-形成避險投資組合

既然投資人有高估提列減損企業價值之現象，則吾人應可設計一避險投資組合，買入提列資產減損金額較多，或是降低後續期間折舊費用較多企業之股票，賣出提列資產減損金額較少，或是降低後續期間折舊費用較少企業之股票，應可獲致超額報酬。表七為依此投資策略形成之避險組合可賺取之之報酬結果。Panel A 係依未來折舊費用減少數形成之避險組合。減少數較高之群組(組 1)，在減損次期之平均報酬率為 0.35；減少數較低之群組(組 4)，在減損次期之平均報酬為 0.18，兩組超額報酬平均值顯著不同(t 值為 3.59)。故於企業提列減損次年年初，買入組 1 並賣出組 4，在當年度平均可獲得 18% 之超額報酬。Panel B 係依企業提列資產減損金額相對於當期平均總資產金額之比率高低所形成之避險組合。提列減損損失比率較高之群組(組 1)，在減損次期之平均報酬率為 0.31；減少數較低之群組(組 4)，在減損次期之平均報酬為 0.18，兩組超額報酬平均值顯著不同(t 值為 2.95)。故於企業提列減損次年年初，買入組 1 並賣出組 4，在當年度可獲得 13% 之超額報酬。

<此處插入表七>

表七之避險組合結果與表五和表六一致，指出投資人並不了解企業提列資產減損次期，盈餘數字中包含與實際經營績效無關之盈餘增加數；該增加數之來源為折舊費用之降低。故投資人高估提列減損企業之價值，且提列之金額愈高，高估之情形更加嚴重。

第六節 分析師對資產減損金額與次期盈餘關連性之認知

上述實證結果一致地指出，市場並未能正確解讀企業提列資產減損後之盈餘數字內涵，且錯誤地將因折舊減少而帳面虛增之盈餘視為實質營運績效之提升，

而給予該類企業較高之評價。然而僅以上述之研究結果，未能分別究竟是無知的投資人不了解此盈餘項目之意涵而使評價錯誤，或是具有良好訓練和專業知識之投資人亦未能瞭解減損後盈餘項目虛增現象。本研究欲進一步探討專業的分析師是否能夠透析此盈餘虛增之情形，而在報導盈餘預測資訊時，將此盈餘虛增之部分加以調整。

若分析師瞭解此一會計盈餘增加之現象，則在企業宣告提列資產減損損失後，分析師應能將次期盈餘預測數字往上調高，使企業於次一年度宣告次期盈餘數字時，不會有因帳面盈餘虛增造成之未預期盈餘 (shock) 存在。因本研究未能取得企業實際宣告提列資產減損之日期，故無法實際衡量分析師是否在宣告日後對次期盈餘預測數字有所調整。然而過去文獻指出，減損損失宣告多數發生在第四季，故本研究以企業會計年度結束日後之第一筆分析師預測之盈餘數字，作為分析師在獲悉企業提列減損時調整後之盈餘預測數字 (如果分析師有做調整)。本研究將次期最早一次之分析師盈餘預測資料，作為次期盈餘之期望值，並將實際盈餘與期望盈餘相減，得到未預期盈餘數字；此與前述分析中以當期末減損前盈餘作為次期盈餘期望值之意義是相似的。本研究再檢驗企業次期股價超額報酬與未預期盈餘及當期提列減損金額、或次期因減損而降低之折舊費用減少數之關連性。若分析師已正確調整企業因減損而次期會增加之盈餘 (折舊費用減少數)，則迴歸式中之折舊費用減少數或減損金額與次期超額報酬應無關連。

<此處插入表八>

此迴歸之結果列示於表八。由於並非所有的公司都有分析師預測資料，故合併資料之後，提列減損、有股價超額報酬資料、且有分析師盈餘預測之資料之樣本僅剩 627 筆。由 Panel A 可知，提列減損企業次期之超額報酬平均值為 0.3491，以次期第一筆分析師預測資料作為次期預期盈餘所計算出之未預期盈餘期望值，其平均數為-0.0023。Panel B 之迴歸式結果中顯示，在控制了分析師預測差異之後，企業提列減損金額與股價超額報酬有關 (t 值分別為-6.68)，而折舊費用

減少數對股價變動之總影響性亦顯著不為零（係數值 $(\alpha_2+\alpha_1)$ 為-31.71，F 值為48.63）。亦即提列減損金額愈高或折舊費用減少數愈多，則次期超額報酬愈高。Panel C 係同時將減損金額和折舊費用減少數放入迴歸式中，該目的係為控制分析師可能對於企業減損有特定的期待（認為企業經營走下坡，或是有好轉跡象），故其反應與折舊費用減少數可能有所不同。由 Panel C 結果顯示，折舊費用減少數的效果係主要影響次期股價超額報酬增加之因素，表示分析師未能正確調整企業提列減損後會造成盈餘虛增之現象，此結果與本研究之假說相當一致。



第五章 敏感性測試

本章針對可能影響本研究測試和實證結果之可能因素中進行測試，以檢驗本研究結果之可靠性。

第一節 提列減損後盈餘增加數係實質經營績效改善，故投資人給予此類企業股票較高之評價

為檢驗是否企業提列減損後，實質經營績效確實改善，故投資人給予此類企業較高之評價，本研究分別其他衡量企業經營績效之變數檢驗是否提列減損企業之次期實質營運績效較佳。本研究分別以來自營業現金流量、提列減損損失前之淨利，以及營業利益以檢視企業之實質經營績效變動。

<此處插入表九 >

表九為以迴歸方式分析提列資產減損對企業之次期實際營運績效之影響。Panel A 為提列減損與否對次期營運績效之影響。由 Panel A 可知，提列資產減損之企業，若將提列減損當期之減損損失加回當期盈餘 (AROA)，則次期資產報酬率相較於當期調整後資產報酬率而言並沒有顯著差異 (t 值為 0.31)。提列資產減損與否，次期來自營業活動現金流量相對於平均總資產比率皆無顯著差異 (前者 t 值為 1.09，後者 t 值為 -1.79)。

Panel B 係分析企業認列之減損損失金額對次期營運績效之影響。由 Panel B 可知，提列資產減損愈大，平均而言次年度之資產報酬率 (ROA) 相對當期加回減損損失後之資產報酬率增加愈多 (t 值為 -1.92)、來自營業活動現金流量相對於平均總資產比率相對當期減少愈多 (t 值為 2.99)。

Panel C 係僅以提列減損之企業為樣本，檢驗提列減損對於企業實際經

營績效改善之關連性。由 Panel C 可知，提列資產減損之金額愈大，平均而言次年度之資產報酬率 (ROA) 相對當期加回減損損失後之資產報酬率無顯著影響 (t 值為 -0.78)；同時提列減損損失金額對次期來自營業活動現金流量相對於平均總資產比率相對當期減少數無顯著影響 (t 值為 1.90)。

Panel D 係僅以提列減損之企業為樣本，檢驗提列減損後折舊費用降低數與企業實際經營績效改善之關連性。由 Panel C 可知，折舊費用減少之金額愈大，平均而言次年度之資產報酬率 (ROA) 相對當期加回減損損失後之資產報酬率無顯著影響 (t 值為 1.14)；但來自營業活動現金流量相對於平均總資產比率相對當期減少愈多 (t 值為 3.93)。

表九之迴歸結果顯示，提列資產減損之企業，其次期實際經營績效並無顯著改善。然本研究主測試結果發現，該等企業次期盈餘數字都有顯著增加。若實際營運績效未改善，但盈餘數字有顯著改善，顯示係因提列減損造成之帳面績效改善，與本研究之推論及發現一致。

表十係以「來自營運現金流量之變動數」，取代主測試中以「未預期盈餘」作為衡量企業實質經營績效之變數，以降低企業提列減損時可能同時認列其他損失，對盈餘數字可能造成之影響。表十結果亦顯示，在控制了次期來自營運現金流量之變動後，折舊費用減少數，以及提列減損損失金額，對於次期超額報酬仍有顯著的解釋能力 (t 值分別為 -3.49 及 -3.28)。

<此處插入表 十>

上述敏感性分析結果與本研究之主測試之結果並無差異。

第二節 股價報酬之其他衡量方法

本研究主測試中，採用 Fama and French (2003) 之三因子模型及加入 Momentum factor，使用 time-varying factor Loading、無風險利率及風險貼水，計算各期之預期報酬，並以實際報酬扣除預期報酬，以計算超額報酬。此超額報酬計算公式在學術上被廣泛使用，且因其模型控制較為完善，可消除衡量超額報酬之重要干擾，故本研究採用之。然而使用此模型需要許多額外資料，將使樣本量大幅減少，故本研究採用其他報酬衡量方法，檢驗研究結果是否會有所差異。

<此處插入表十一>

本研究首先使用基本的報酬衡量方法，亦即股票報酬率等於期末股票市值加上當期發放之現金股利扣除期初市值後，再除以期初市值。以此種方法計算之股價報酬，在控制了資產報酬率之變動後，仍與企業前期提列減損之金額有顯著負向關連性（ t 值為-3.11），與企業因提列減損造成之折舊費用減少數亦顯著（總係數值為-14.45， F 值為 13.6）。此分析結果請見表十一 Panel A。

Panel B 係使用與主測試相同之超額報酬計算方法，但採用配對象本方式比較提列減損與否，次期是可獲致不同程度之報酬率。該配對方式係以提列減損當期之期初淨值為配對標的，並逐年挑選出與提列減損企業之淨值金額相似之未提列減損企業為配對樣本。配對比例為一家減損企業配對兩家未提列減損企業。以期初淨值作為配對標的，係因本研究於表二分析時發現，企業規模大小是影響企業提列資產減損與否之一重要因素，故若不控制企業規模差異，所得到的測試結果可能僅是反應企業規模大小而已。表十一之 Panel B 顯示，提列減損之企業在次期，仍然可獲得較未提列減損支配對企業較高之股價報酬（ t 值為-1.77，無母數分析結果之 Z 值為 1.93）。

上述敏感性分析結果與本研究之主測試之結果並無差異。

第三節 樣本偏誤之可能性（提列減損後經營績效未改善之公司直接倒閉）

本研究之主要測試中，要求樣本必須有在前一年度提列減損之資料（針對提列減損企業），此限制意味本研究排除了提列減損次期因某些因素離開市場，而未有次期財務報表資料之企業樣本。此一限制將使本研究結果產生存活偏誤之可能性，亦即排除了股價報酬可能極差的樣本，而使得研究結果僅包含股價報酬較佳之提列減損企業樣本，而使本研究結果存在偏誤。為檢驗本研究是否有此疑慮，本研究針對所有提列減損之企業年度樣本，計算次期報酬率，然該報酬率之其間並不限制為 12 個月。若企業在次年度僅存在七個月，則報酬率之計算僅累積該七個月之報酬。此方法得到之樣本數為 1,354 筆，較主測試中之樣本數 1,029 筆多出 325 筆樣本。由表十二可知，以此資料將樣本依減損金額大小排序，仍然發現減損金額最大之群組，在次期有較高之超額報酬 (21%)，減損金額最低之群組在次期有較低之超額報酬 (13%)，兩組間呈顯著差異(t 值為 2.12)。若在次期期初買進減損金額較高群組賣出減損金額較低之群組，平均可獲得 8% 的超額報酬。

<此處插入表十二>

上述分組檢驗結果可以顯示，本研究之主測試可能存在有存活偏誤之問題，但不影響研究之結論。

第四節 其他減損-商譽減損損失在投資人評價中扮演之角色

本研究主要探討企業提列有形資產之減損損失對投資人評估企業價值時可能產生之影響，且其影響數在於後續期間減少之折舊費用。企業也會提列無形資產的減損，其中最常見的是商譽之減損。在 2001 年之後，美國財務

會計準則委員會已不允許企業將商譽逐期攤銷為費用，故企業提列商譽減損，可能會透露出企業目前經營狀況，但對於未來盈餘則不會有如同固定資產減損般的虛增盈餘現象。

固定資產支出需逐期認列為（折舊）費用，但商譽支出則不需攤銷，此一現象恰好提供本研究一明顯之比較對象。本研究進一步檢驗市場對於企業提列商譽減損，是否有如同固定資產減損般的錯誤評估現象。樣本年度與本研究之主測試相同。

<此處插入表十二>

由表十三之 Panel A 可知，提列商譽減損之企業，在提列商譽前一年度有較低之超額報酬（係數值為 1.04，t 值為 4.50），在次一年度則較高之報酬（係數值為-1.16，t 值為-5.01），⁴此與資產減損之現象似乎一致。然而由 Panel B 之迴歸分析結果顯示，在控制了次期之未預期盈餘後，商譽減損損失之金額與次期之股價超額報酬仍有顯著關連性（係數值-1.14，t 值為-4.95），表示提列商譽減損之企業在次期也會被投資人給予較高之評價。由於 2001 年後會計準則就已規範商譽不需要逐期攤銷為費用，故提列商譽減損理當不會影響後期盈餘，但若提列商譽減損企業在次期仍有較高之股價報酬，可能顯示投資人在企業提列商譽減損之時，有過度低估企業股價之現象，故於次期將低估部分補回。此商譽減損測試之結果，亦顯示本研究無法排除資產減損亦可能有相似之低估回補現象，可能需要進一步思考可釐清不同影響性之研究方法。

⁴ 商譽減損金額為負數。

第六章 結論

企業提列資產減損後續年度，因資產帳面價值降低，故後期折舊費用減少，淨利必然隨之提高。此部分盈餘增加數，係因會計處理而造成，與該年度企業經營績效改善與否無關。若資本市場有效率，則投資人應能於評估企業價值時，將此部分金額予以調整排除。但若投資人忽略提列減損造成之盈餘自然增加部分，將會高估企業價值。本研究之主要目的係探討投資人是否瞭解企業提列資產減損之後續期間，盈餘包含與企業經營績效無關之部分，並將此部分於評估企業價值時予以排除。

本研究首先以會計處理流程說明企業提列資產減損對於次期折舊費用及盈餘數字之影響，並以數字舉例說明其影響程度。本研究亦以 Ohlson and Juettner (2005)發展出之盈餘評價模型，推導出使用提列減損後企業報導之盈餘，會得到高估之企業價值。本研究再以實證測試方式，檢驗企業提列資產減損次年度之折舊費用變動數及盈餘增加數，是否皆與提列之資產減損金額，或是與因提列減損所導致之未來折舊費用減少數有關。迴歸結果皆與本研究預期相符：亦即提列減損會降低未來折舊費用，並提高未來之盈餘。本研究經由迴歸檢定，亦發現提列減損之樣本，次期股價異常報酬與企業提列減損金額，以及因提列減損所降低之折舊費用金額有顯著之正向關連性，亦即提列之減損損失愈多，或是未來減少之折舊費用愈多，則次期異常報酬愈高。該實證結果說明市場不了解資產減損會虛增未來盈餘之事實。然而上述迴歸結果在被解釋變數為次兩期累積異常盈餘時，解釋變數並沒有解釋能力，顯示投資人可能在一期之後瞭解了盈餘虛增之現象。本研究亦以資產減損損失金額大小、以及降低之折舊費用大小排序，分別建立避險投資組合。分別買入提列減損損失金額較高之群組，賣出減損損失金額較低之群組；以及買入降低之折舊費用較高之群組，賣出降低之折舊費用較低之群組。

研究結果發現，此二避險組合分別可獲得 13%和 18%之超額報酬。此實證結果再度支持市場無法正確把因提列減損造成之虛假盈餘在評價時予以調整。本研究亦發現分析師也忽視企業提列減損會使後續期間盈餘虛增之現象，未在提供盈餘預測資訊時將此金額加以調整，此亦可能是造成投資人錯誤估計提列減損企業價值之重要原因。然而本研究以不影響次期盈餘之商譽減損損失提列作為對照樣本，亦發現企業於提列商譽減損損失次期會有超額報酬，故無法排除市場於企業提列資產減損損失當年度可能有過度低估企業價值；而於次年度發現企業實際盈餘並未持續惡化，因此將股價向上修正之可能性。

本研究之結果，將使吾人更加瞭解採用損益表觀點計算盈餘之基本精神。本研究結果亦可供財務會計準則編制單位之參考，因為除了長期追蹤企業財務資訊之投資人外，目前大多數投資人並無法瞭解企業盈餘中多少因為過去提列資產減損所造成之盈餘虛增，更難計算出受影響之盈餘數字。若損益表仍為投資人唯一或主要關心的財務報表，而投資人無法無偏誤地估計提列資產減損後之盈餘，會計準則制訂機關可能需考慮採用單純損益表觀點之盈餘計算方式，以避免投資人誤判企業之價值 (Ohlson, 2006)。

本研究之限制在於 Compustat 資料庫中，僅將資產減損區分為「商譽減損」和「其他資產減損」兩類。雖然其他資產減損應主要發生於固定資產減損，且本研究之結果亦支持此推論，但若未來能蒐集到更詳細之資料，將固定資產減損金額明確區分，將可對本研究假說提供更有力之證據。

參考文獻

- Albrecht, W.S., L.L. Lookabill, and J.C. McKeown. 1977. The time-series properties of annual earnings. *Journal of Accounting Research* 15(2): 226-244.
- Alciatore, M., P. Easton and N. Spear. 2000. Accounting for the impairment of long-lived assets: Evidence from the petroleum industry. *Journal of Accounting and Economics* 29: 151-172.
- Alciatore, M., C. Dee, P. Easton and N. Spear. 1998. Asset write-downs: A decade of research. *Journal of Accounting Literature* 17:1-39.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2): 159-178.
- Barth, M., W.H. Beaver, J.R.M. Hand and W.R. Landsman. 1999. Accruals, cash flows, and equity values. *Review of Accounting Studies* 4(3-4): 205-229.
- Barth, M., W.H. Beaver, J.R.M. Hand and W.R. Landsman. 2005. Accruals, accounting-based valuation model, and the prediction of equity values. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 20(4): 311-346.
- Barth, M., and G. Clinch. 1998. Revalued financial, tangible, and intangible assets: Associations with share prices and non market-based value estimates. *Journal of Accounting Research* (supplement): 199-233.
- Bartov, E., F. Lindahl, and W. Ricks. 1998. Stock price behavior around announcements of write-offs. *Review of Accounting Studies* 3(4): 327-346.
- Beaver, W.H. 1968. The information content of annual announcements. *Journal of Accounting Research* (Supplement): 67-92.
- Beaver, W.H., 1998. *Financial Reporting- An accounting revolution*. Published by Prentice Hall, New Jersey.
- Beaver, W.H., R. Lambert, and D. Morse. 1980. The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics* 2: 3-28.
- Beaver, W.H., R.A. Lambert, and S.G. Ryan. 1987. The information content of security prices- A second look. *Journal of Accounting and Economics* 9: 139-157.
- Beaver, W.H., M.L. McNally, and C.H. Stinson. 1997. The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach. *Journal of Accounting*

and Economics 23: 53-81.

- Bernard V.L., and J.K. Thomas. 1989. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1-36.
- Bernard V.L., and J.K. Thomas. 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 13: 305-340.
- Bradshaw, M.T. and R.G. Sloan. 2002. GAAP versus Street: an empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research* 40(1): 41-66.
- Bunsis, H. 1997. A description and market analysis of write-off announcements. *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (9& 10):1385-1400.
- Carhart, M.M. 1997. On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance* 52: 57-82.
- Defond, M.L., and M. Hung. 2003. An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. *Journal of Accounting and Economics* 35: 73-100.
- Dichev, I.D. 2007. On the balance sheet-based model of financial reporting. *Occasional Paper Series*, Center for Excellence in Accounting and Security Analysis.
- Doyle, J.T., R.J. Lundholm, and M.T. Soliman. 2003. The predictive value of expenses excluded from 'pro forma' earnings. *Review of Accounting Studies* 8: 145-174.
- Easton, P., and P. Eddey. 1997. The relevance of asset revaluations over economic cycle. *Australian Accounting Review*: 22-30.
- Easton, P., P. Eddey, and T. Harris. 1993. An investigation of revaluations of tangible long-lived assets. *Journal of Accounting Research* 31 (supplement): 1-38.
- Easton, P.D., T.S. Harris, and J.A. Ohlson. 1992. Aggregate accounting earnings can explain most of security returns. *Journal of accounting and Economics* 15: 119-142.
- Elliott, J. and J. Hanna. 1996. Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. *Journal of Accounting Research* 34: 135-155.
- Elliott, J. and W.H. Shaw, 1988. Write-offs as accounting procedures to manage

- perceptions. *Journal of Accounting Research* 26: 91-119.
- Fairfield, P. M., R. J.Sweeney, and T. L. Yohn. 1996. Accounting classification and the predictive content of earnings. *The Accounting Review* 71: 337–55.
- Fama, E.F., and K.R. French. 1993. Common risk factors in the returns of stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.
- Fama, E.F, and K.R. French. 2000. Forecasting profitability and earnings. *Journal of Business* 73(2): 161-175.
- Francis, J., D. Hanna and L. Vincent. 1996. Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research* 34: 117–134.
- Hand, J.R.M. 1989. Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? *The Accounting Review* 64(4): 587-623.
- Helfin, F., and T. Warfield. 1997. Managerial discretion in accounting for asset write-offs. Working paper, University of Wisconsin-Madison.
- Jarva, H. 2007. Impairment write-offs, discretionary accruals, and earnings persistence. Working paper, University of Oulu, Finland.
- Jegadeesh, N., and S. Titman. 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 48: 65-91.
- Jones, J.1991. Earnings management during import relief investigations. *The Accounting Review* 29(2):193-228.
- Landsman, W.R., B.L. Miller, and S.Yeh. 2007. Implication of components of income excluded from pro forma earnings for future profitability and equity valuation. *Journal of Business Finance and Accounting* 34(3-4): 650-675.
- Nissim, D., and S. Penman. 2006. The boundaries of fair value accounting. *White Paper*, Center for Excellence in Accounting and Security Analysis.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11(2): 661-687.
- Ohlson, J. A. 1999. On transitory earnings. *Review of Accounting Studies* 4(3-4): 145-162.
- Ohlson, JA. 2006. A practical model of earnings measurement. *The Accounting Review* 81 (1): 271-279.
- Ohlson, J.A., and G.A. Feltham. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11(2):

689-731

- Ohlson, J. A. and B. Juettner-Nauroth. 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies* 10(2-3): 349-365
- Penman, S.H. 2007. Financial statement analysis and security valuation. 3rd edition. Published by McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Penman, S.H., and T. Sougiannis.1998. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 15(3): 343-383.
- Rees, L., S. Gill and R. Gore. 1996. An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research* 34: 157-169.
- Riedl, E.J. 2004. An examination of long-lived asset impairment. *The Accounting Review* 79: 823–852.
- Sloan, R.G. 1996. Do stock price fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71(3): 289-315.
- Soroosh, J. and J. T. Ciesielski. 2002. When good assets go bad. *The CPA Journal* 72 (12):42-49.
- Strong, J., and J. Meyer. 1987. Asset writedowns: Managerial incentives and security returns. *Journal of Finance* (July): 643-661.
- Zucca, L., and D. Campbell. 1992. A closer look at discretionary writedowns of impaired assets. *Accounting Horizons*: 30-41.

表一 樣本選取過程

	<u>樣本數</u>
2002-2006 年美國所有公司	20,005
保險業和金融業公司	(4,858)
財務資料異常	(122)
財務資料上下各 1%極端值	(3,354)
樣本數	11,671
有提列資產減損	1,989
沒有提列資產減損	<u>9,682</u>
	<u>11,671</u>



表二 提列減損企業與未提列減損企業財務資訊之比較

變數 ^c	提列減損				沒有提列減損				Wilcoxon Test P value		
	N	Mean	Median	% Negative	N	Mean	Median	% Negative	Sign ^a	Mean ^b	Median ^b
BVE _{t-1}	1989	2118.89	358.15	0%	9682	1304.64	198.21	0%	+	<.0001	<.0001
MV _{t-1}	1962	5726.51	684.83	0%	9533	3578.10	423.50	0%	+	<.0001	<.0001
TA _{t-1}	1989	6048.74	738.78	0%	9682	3576.94	396.77	0%	+	<.0001	<.0001
ROA _{t-1}	1989	-0.005	0.022	35%	9682	0.011	0.034	28%	-	<.0001	<.0001
ROA _t	1989	-0.013	0.019	38%	9682	0.024	0.041	23%	-	<.0001	<.0001
ROA _{t+1}	1989	0.009	0.031	30%	9682	0.027	0.044	23%	-	<.0001	<.0001
AROA _t	1989	-0.002	0.026	34%	9682	0.024	0.041	23%	-	<.0001	<.0001
CFOTA _{t-1}	1985	0.071	0.078	18%	9666	0.080	0.087	16%	-	<.0001	<.0001
CFOTA _t	1985	0.068	0.077	18%	9668	0.082	0.087	15%	-	<.0001	<.0001
CFOTA _{t+1}	1976	0.067	0.079	18%	9587	0.080	0.086	16%	-	<.0001	<.0001
ΔROA _t	1989	-0.007	-0.001	51%	9682	0.013	0.006	41%	-	<.0001	<.0001
ΔROA _{t+1}	1989	0.022	0.011	36%	9682	0.003	0.003	46%	+	<.0001	<.0001
ΔAROA _t	1989	0.003	0.005	45%	9682	0.013	0.006	41%	-	0.0011	0.2293
ΔAROA _{t+1}	1989	0.011	0.005	42%	9682	0.003	0.003	46%	+	0.0002	0.0015
ΔCFOTA _t	1982	-0.003	-0.001	51%	9661	0.001	0.000	50%	-	0.1255	0.462
ΔCFOTA _{t+1}	1973	-0.001	0.000	50%	9577	-0.001	-0.002	53%	+	0.0425	0.0082
Price _{t-1}	1967	20.350	16.120	0%	9545	19.142	15.150	0%	+	0.0024	0.0186
Price _t	1989	20.051	15.600	0%	9682	20.355	16.320	0%	-	0.2028	0.2199
Price _{t+1}	1989	23.067	18.700	0%	9682	22.895	18.625	0%	+	0.8635	0.8987
ΔRET _t	1966	0.205	0.030	48%	9535	0.460	0.105	41%	-	<.0001	<.0001
ΔRET _{t+1}	1986	0.403	0.173	31%	9661	0.300	0.150	34%	+	0.004	0.0676

說明：

^a Wilcoxon Test 符號為正數，表示提列減損企業之該變數值較無提列減損企業為高。

^b 為雙尾檢定之 p 值

^c 變數定義：

- BVE_{t-1} : 提列減損前一年的股東權益帳面價值。
- MV_{t-1} : 提列減損前一年底股東權益市價，等於年底市價與年底流通在外股數之乘積。
- TA_{t-1} : 提列減損前一年底總資產帳面價值。
- ROA : 提列減損前一年度(t-1)、當年度(t)、次年度(t+1)之資產報酬率，等於該年度繼續部門淨利除以該年度平均總資產金額。
- ΔROA_t : 提列減損當年度之資產報酬率相對於前一年度之資產報酬率之變動。
- ΔROA_{t+1} : 提列減損次年度之資產報酬率相對於減損當年度之資產報酬率之變動。
- AROA_t : 減損當年度之資產報酬率，但將減損損失加回。
- ΔAROA_t : 減損當年度之資產報酬率相對於減損前一年度前一年度之資產報酬率之變動，但計算減損當年度之資產報酬率時將減損損失加回。
- ΔAROA_{t+1} : 次年之資產報酬率相對於減損前一年度前一年度之資產報酬率之變動，但計算減損當年度之資產報酬率時將減損損失加回。
- CFOTA : 提列減損前一年度(t-1)、當年度(t)、次年度(t+1)來自營運現金流量除以該年度之平均總資產金額。
- ΔCFOTA_t : 提列減損當年度來自營運現金流量相除以平均資產金額，相對於前一年度之變動數。
- ΔCFOTA_{t+1} : 提列減損次年度來自營運現金流量相除以平均資產金額，相對於減損當年度之變動數。
- PRICE : 提列減損前一年年底(t-1)、當年底(t)、次年底(t+1)之股票市價。
- ΔRET_t : 提列減損當年底股票市價加上當年度發放之每股現金股利再扣除前一年年底之股價，並除以前一年年底之股價。
- ΔRET_{t+1} : 提列減損次年底股票市價加上次年度發放之每股現金股利再扣除減損當年底之股價，並除以減損當年底之股價。

表三 提列減損損失與次期營運績效之關連性

Panel A 提列減損與否與次期資產報酬率及折舊率之關連性						
$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 D$						
$DEPA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DEPA_{i,t} + \alpha_2 D$						
	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
ROA	11451	0.70	104.37	0.008	3.830	0.49
DEPA	11451	0.79	156.69	-0.002	-2.110	0.68

Panel B 資產減損損失金額大小與次期資產報酬率及折舊率之關連性 (全部樣本)						
$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 WDTA_{i,t}$						
$DEPA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DEPA_{i,t} + \alpha_2 WDTA_{i,t}$						
	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
ROA	11451	0.71	104.52	-1.70	-9.51	0.49
DEPA	11451	0.79	156.80	0.33	4.02	0.68

Panel C 資產減損損失金額大小與次期資產報酬率及折舊率之關連性 (提列減損損失之樣本)						
$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 WDTA_{i,t+1}$						
$DEPA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DEPA_{i,t} + \alpha_2 WDTA_{i,t+1}$						
	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
ROA	1952	0.64	37.74	-1.42	-6.18	0.44
DEPA	1952	0.80	73.46	0.34	3.89	0.74

說明：

1. 變數定義：

DEPA_t：第t,t+1期折舊費用金額除以該期平均總固定資產金額。折舊費用之計算，係由現

DEPA_{t+1} 金流量表中之折舊及攤銷費用 (data #125)，扣除損益表中之無形資產攤銷費用 (data #65)。若上述資料欠缺，則採用損益表中之折舊及攤銷總金額 (data #14)。

D：虛擬變數，若企業於第t期有提列資產減損，則D=1；否則D=0。

WDTA_t：企業於第t期提列之資產減損金額（為負值），除以當期平均總資產金額。

其餘變數之定義同表二。

2. 迴歸式已加入年度虛擬變數，以控制年度差異。

3. 本研究中所有實證結果之檢驗皆為雙尾檢定，若t值大於1.96，表示在1%水準下呈顯著。

表四 因提列資產減損而降低之折舊費用與企業次期績效之關連性

Panel A 提列資產減損而降低之折舊費用與次期折舊費用變動之關連性					
$DEPA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DEPA_{i,t} + \alpha_2 AM_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$					
N	α_1		α_2		Adj. R ²
	係數	t 值	係數	t 值	
1949	0.81	70.84	1.00	4.11	0.737

Panel B 提列資產減損而降低之折舊費用與次期股價報酬之關連性					
$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 AM_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$					
N	α_1		α_2		Adj. R ²
	係數	t 值	係數	t 值	
1949	0.62	35.52	-1.59	-2.57	0.433

說明：

1. 變數定義：

AM: 因提列資產減損所造成之每年度折舊費用變動數，並以提列減損次年度之平均總資產金額平減。本研究先計算各樣本企業於提列減損前一度之折舊率，再將減損金額與折舊率相乘，估算提列減損後各期折舊費用之減少數。

其他變數之定義與表二或表三相同。

2. 迴歸式中已加入年度虛擬變數，以控制年度差異。

表五 提列減損企業與未提列減損企業之股價報酬比較

	提列減損			沒有提列減損			Wilcoxon Test P value			TT Test
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	Sign ^a	Mean ^b	Median ^b	t 值 ^c
CAR _{t-1}	983	0.041	-0.045	4653	-0.174	0.054	-	<.0001	<.0001	6.33
CAR _t	1022	0.080	-0.015	4890	0.127	0.025	-	0.001	0.086	2.52
CAR _{t+1}	1029	0.227	0.118	4883	0.191	0.094	+	0.047	0.140	-2.09
CAR _{t+1~t+2}	749	0.312	0.109	3145	0.362	0.137	-	0.491	0.393	1.19

說明：

^a Wilcoxon Test 符號為正數，表示提列減損企業之該變數值較無提列減損企業為高。

^b 為雙尾檢定之 p 值

^c 係 pooled 之 t 檢定結果。t 值為負，表示提列減損企業樣本該變數值較高；t 值為正，表示未提列減損企業樣本該變數值較高。

變數定義：

CAR_{t-1} : 依 Fama and French (1993) 之三因子模型計算出超額報酬率。報酬率計算期間為提列減損前一年度。

CAR_t : 依 Fama and French (1993) 之三因子模型計算出超額報酬率。報酬率計算期間為提列減損當年度。

CAR_{t+1} : 依 Fama and French (1993) 之三因子模型計算出超額報酬率。報酬率計算期間為提列減損次年度。

CAR_{t+1~t+2} : 依 Fama and French (1993) 之三因子模型計算出超額報酬率。報酬率計算期間為提列減損次兩年度之和。

表六 企業提列資產減損對股價報酬之影響（僅包括提列減損企業樣本）

Panel A 企業認列之資產減損金額對股價報酬之影響						
$B = \alpha_0 + \alpha_1 WDP S_{i,t} + \varepsilon_t$						
B	N	α_0		α_1		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
CAR _t	1029	0.10	4.84	3.91	1.79	0.0022
CAR _{t+1}	1022	0.20	10.33	-6.63	-3.31	0.0096
CAR _{t+1~t+2}	749	0.31	8.52	-1.24	-0.35	-0.0012

Panel B 因認列資產減損而降低之未來各期折舊費用金額對股價報酬之影響						
$B = \alpha_0 + \alpha_1 AMPS_{i,t+1} + \varepsilon_t$						
B	N	α_0		α_1		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
CAR _t	1029	0.09	5.07	13.45	2.21	0.0038
CAR _{t+1}	1022	0.20	11.59	-20.53	-3.35	0.0099
CAR _{t+1~t+2}	749	0.30	9.00	-12.28	-1.37	0.0012



Panel C 控制次期末預期盈餘後，減損金額及折舊費用降低數與次期股價報酬之關連性

$$Car_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 WDPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

$$Car_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 AMPS_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$$

	N	α_0		α_1		α_2		value relevance test $\alpha_1 + \alpha_2 = 0$		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	$\alpha_1 + \alpha_2$	F 值	
WDTA	1029	0.19	11.50	-0.24	2.96	-1.31	-5.13			0.0455
AM	1029	0.19	11.34	0.17	2.06	-15.62	-5.52	-15.45	28.98	0.0492

Panel D 控制次期末預期盈餘後，減損金額及折舊費用降低數與次期股價報酬之關連性

$$Car_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 WDPS_{i,t} + \alpha_3 AMPS_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$$

	α_0		α_1		α_2		α_3		value relevance test $\alpha_1 + \alpha_3 = 0$		Adj. R ²
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	$\alpha_1 + \alpha_3$	F 值	
	0.19	11.20	0.18	2.11	-0.54	-1.32	-10.91	-2.39	-10.73	5.48	0.0499

變數定義：

UE_{t+1} : 第 t+1 期盈餘與第 t 期提列減損前盈餘之差異，除以第 t 期期末市價。 $WDPS$, $AMPS$ 分別為資產減損金額和折舊費用減少數，以第 t 期期末流通在外股數平減之。其餘變數之定義與表二、表三、表五相同。

表七 分組之平均超額報酬率

Panel A 以折舊費用減少數為分組依據

減少數（正值）排序 組別及折舊費用佔總資產比例之中位數		N	減損次年度之報酬率	
			平均數	中位數
1	0.2%	258	0.35	0.18
2	0.05%	257	0.23	0.11
3	0.02%	257	0.15	0.06
4	0.005%	257	0.18	0.12
避險組合（買組1，賣組4）			0.18	0.07
t 值			3.59	

Panel B 以認列減損金額相對於當期平均總資產金額之比率高低為分組依據

提列減損比率（正值）排序 組別及減損損失佔總資產比例之中位數		N	減損次年度之報酬率	
			平均數	中位數
1	1.01%	258	0.31	0.16
2	0.29%	257	0.24	0.10
3	0.11%	257	0.18	0.09
4	0.04%	257	0.18	0.10
避險組合（買組1，賣組4）			0.13	0.05
t 值			2.95	

表八 分析師盈餘預測調整數與企業提列減損之關連性

Panel A 敘述統計

N	CAR _{t+1}		UE _{t+1}	
	平均數	中位數	平均數	中位數
627	0.3495	0.1913	-0.0070	0.0007

Panel B 股價報酬與未預期盈餘、減損金額或折舊費用減少數之關連性

$$Car_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 WDPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

$$Car_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 AMPS_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$$

	N	α_0		α_1		α_2		value relevance test $\alpha_1 + \alpha_2 = 0$		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	$\alpha_1 + \alpha_2$	F 值	
WDPS	627	0.31	12.02	1.77	4.10	-3.51	-6.68			0.0815
AMPS	627	0.31	12.11	1.66	3.87	-33.37	-7.35	-31.71	48.63	0.0941

Panel C 股價報酬與未預期盈餘、減損金額及折舊費用減少數之關連性

$$Car_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 WDPS_{i,t} + \alpha_3 AMPS_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$$

	α_0		α_1		α_2		α_3		value relevance test $\alpha_1 + \alpha_3 = 0$		Adj. R ²
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	$\alpha_1 + \alpha_3$	F 值	
	0.30	11.96	1.68	3.90	-0.60	0.54	-28.78	-2.99	-27.10	7.88	0.0931

變數定義

UE：以次年度第一筆分析師盈餘預測數字當作次年度之預期盈餘數字。再以實際盈餘預期盈餘，得到未預期盈餘。並以第 t 期期末市價平減之。其餘變數定義與表二、表三、表五相同

表九 提列減損損失與次期實際營運績效之關連性

Panel A 提列減損與否與次期實際營運績效之關連性						
$A_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{i,t} + \alpha_2 D_i$						
A	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
AROA	11451	0.71	104.97	0.00	0.31	0.49
CFOTA	11451	0.69	101.59	0.00	-1.79	0.00

Panel B 資產減損損失金額大小與次期實際營運績效之關連性 (全部樣本)						
$A_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{i,t} + \alpha_2 WDTA_{i,t}$						
A	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
AROA	11451	0.71	104.45	-0.34	-1.92	0.49
CFOTA	11451	0.69	101.26	0.54	2.99	0.48

Panel C 資產減損損失金額大小與次期實際營運績效之關連性 (提列減損損失之樣本)						
$A_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{i,t} + \alpha_2 WDTA_{i,t}$						
A	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
AROA	1952	0.64	37.65	-0.17	-0.78	0.44
CFOTA	1952	0.72	41.65	0.39	1.90	0.48

Panel D 折舊費用減少金額大小與次期實際營運績效之關連性 (提列減損損失之樣本)						
$A_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{i,t} + \alpha_2 AM_{i,t}$						
A	N	α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	
AROA	1952	0.63	37.35	0.66	1.14	0.45
CFOTA	1952	0.72	41.35	2.13	3.93	0.49

1. 變數之定義同表二及表三

2. 迴歸式已加入年度虛擬變數，以控制年度差異。

表十 提列減損損失與次期股價超額報酬之關連性

$$Car_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta CFOTA_{i,t+1} + \alpha_2 WDTA_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

$$Car_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta CFOTA_{i,t+1} + \alpha_2 AM_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

	N	α_0		α_1		α_2		Adj. R ²
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	
WDTA	1027	0.20	10.40	0.47	2.20	-6.55	-3.28	0.0134
AM	1027	0.20	11.63	0.53	2.44	-21.33	-3.49	0.0148

1. 變數之定義同表二及表三



表十一 以其他方式衡量股價報酬之測試結果

Panel A		以期初股價、期末股價及現金股利計算之報酬率						
	<u>N</u>	<u>Mean</u>	<u>Median</u>					
RET _{t+1}	1917	0.365	0.212					
$RET_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t+1} + \alpha_2 A_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$								
A	N	α_1		α_2		value relevance test $\alpha_1 + \alpha_2 = 0$		Adj. R ²
		<u>係數</u>	<u>t 值</u>	<u>係數</u>	<u>t 值</u>	<u>$\alpha_1 + \alpha_2$</u>	<u>F 值</u>	
WDTA _{t+1}	1917	1.54	10.47	-4.60	-3.11			0.1636
AM	1917	1.53	10.41	-12.91	-3.28	-14.45	13.6	0.164
Panel B		以淨值大小及年度進行配對樣，比較提列減損與否企業之次期股價報酬						
		<u>提列減損</u>		<u>未提列減損</u>		<u>T test</u>	<u>NPAR1WAY</u>	
		<u>N</u>	<u>平均值</u>	<u>N</u>	<u>平均值</u>	<u>t 值</u>	<u>Z 值</u>	
Car _{t+1}		1458	0.39	2363	0.36	-1.77	1.9329	

表十二 存活偏誤分析

以認列減損金額相對於當期平均總資產金額之比率高低為分組依據

提列減損比率（正值）排序 組別（減損金額/總資產之中位數）	N	減損次年度之報酬率	
		平均數	中位數
1 3.5%	339	0.21	0.07
2 0.6%	338	0.21	0.09
3 0.2%	339	0.15	0.08
4 0.07%	338	0.13	0.07
避險組合（買組1，賣組4）		0.08	0.00
t 值		2.12	

本研究以當年度提列減損之企業為樣本，不論其次年是否存在一整會計年度，只要仍有股價資料就可以計算其剩餘期間之報酬率。這種作法可以減少體質差的企業在提列資產減損次一年度即倒閉，致使被排除於本研究樣本中，而使衡量到的結果有所偏誤（因為可能股價超額報酬低的公司都被刪掉了）。報酬率之計算以 Fama French 三因子模型為基礎。



表十三 企業提列商譽減損對股價報酬之影響（僅包括提列減損企業樣本）

Panel A 企業認列之商譽減損金額對股價報酬之影響							
$B = \alpha_0 + \alpha_1 GWPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
B	N	α_0		α_1		Adj. R ²	
		係數	t 值	係數	t 值		
CAR _{t-1}	350	0.07	2.31	1.04	4.50	0.0522	
CAR _t	366	0.12	3.52	0.95	3.63	0.0323	
CAR _{t+1}	375	0.21	6.42	-1.16	-5.01	0.0606	

Panel B 控制次期末預期盈餘後，減損金額及折舊費用降低數與次期股價報酬之關連性								
$Car_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{t+1} + \alpha_2 GWPS_t + \varepsilon_{t+1}$								
		α_0		α_1		α_2		Adj R ²
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	
GWPS	375	0.20	6.17	0.23	2.74	-1.14	-4.95	0.0768

1.變數定義：

GWPS_t：企業於第 t 期提列之每股商譽減損金額（負值）。

UE_{t+1}：第 t+1 期淨利和第 t 期提列商譽減損前淨利差額，除以提列第 t 期期末總市價。

2.其餘變數定義與表二、表三、表五相同