

金融商品重分類和歷史盈餘平穩化行為 之關聯與市場反應*

林嬋娟**

國立臺灣大學會計學系

王瑄

元智大學管理學院會計學群

葛俊佑

國立臺灣大學會計學系

摘要

為因應 2008 年的金融危機，國際會計準則理事會在 2008 年 10 月 13 日發布 IAS 39 和 IFRS 7 的修訂條文，允許企業在特定情況下，將非衍生性之交易目的金融商品重分類至其他類別，並可將基準日追溯至當年 7 月 1 日。基於相同的理由，我國在 2008 年 10 月 17 日亦隨即修訂財務會計準則公報第 34 號，與國際接軌。企業若將交易目的金融商品重分類至備供出售，將使原先進入損益表的損益數字直接進到資產負債表，使盈餘波動較少。本研究提出維持平穩化盈餘趨勢假說，測試重分類決策與歷史盈餘平穩化的關聯；並提出市場效率反應假說，測試市場對重分類行為的反應，是否僵固於報導的盈餘數字。

我國上市櫃的一般產業，有超過半數持有交易目的金融資產，其中約有 15% 在 2008 年時將部份金融商品由交易目的重分類至備供出售。實證結果發現，在控制當期營運表現、金融商品持有部位、企業規模、債務契約、獎酬契約、公司治理等要素後，企業重分類之行為，與歷史盈餘平穩化程度顯著相關；歷史盈餘平穩化程度較高的企業，較傾向於重分類。而 2008 年的重分類盈餘影響數，與當期股票報酬呈現負向關係，與次期 2009 年股票報酬呈現正向關係；顯示投資人評價時會將重分類資訊納入考量，不會僵固於報導的盈餘數字。此外，本研究利用重分類與否進行套利投資組合測試，無法獲得超額報酬，顯示投資人並未因企業將金融商品重分類，而造成錯誤評價，市場在重分類事件上呈現效率反應。

關鍵詞：會計方法選擇、金融商品重分類、盈餘平穩化、市場效率

* 作者感謝 2010 年「會計理論與實務研討會」與會者與陳維慈教授（評論人）的建議。

** 通訊作者電子信箱：cjlin@ntu.edu.tw。

收稿日：2011 年 6 月

接受日：2013 年 1 月

二審後接受

主審領域主編：金成隆教授

Financial Instruments Reclassification, Prior Income Smoothing History and Subsequent Market Return

Chan-Jane Lin*

Department of Accounting
National Taiwan University

Hsuan Wang

College of Management
Yuan Ze University

Chunyou Ko

Department of Accounting
National Taiwan University

Abstract

In response to the financial crisis, the IASB issued an amendment to IAS 39 and IFRS 7 on October 13, 2008, which permits entities to reclassify non-derivative financial assets out of the held-for-trading category. Following the same logic, Taiwan's Financial Accounting Standard Committee immediately amended the Statement of Financial Accounting Standard (SFAS) No.34 on October 17, 2008, which allows firms to reclassify their trading financial instruments into other categories from July 1, 2008 on. Reclassifying trading securities to available-for-sale securities allows firms to shift valuation losses or gains from income statement to the balance sheet, which results in smoother earnings. In this study, we predict that firms' previous income smoothing experience may affect their choice of reclassification. We also examine whether the market reacts efficiently to the reclassification decision.

Our study finds that more than half of the listed nonfinancial companies held trading purpose securities before the amendment, and 15% of these firms reclassified the securities in this category mostly as available-for-sale purpose. The empirical results show that, after controlling for operating performance, financial asset holding, size, debt covenant, compensation contract variables, and corporate governance factors, firms with more income smoothing experience before the financial crisis are more likely to reclassify the securities from trading purpose to available-for-sale, which lends a support of income smoothing hypothesis. Moreover, the earnings effect of reclassification in 2008 is negatively correlated with the concurrent year security return but positively correlated with the return in 2009, suggesting that investors are not fixated on the earnings. Finally, our results are inconsistent with the hypothesis that investors are misled by the reclassification as no significant difference exists in abnormal returns between the reclassification firms and the other firms. In sum, the market reacts efficiently to the reclassification decision.

Keywords: *Accounting method choice, Financial instrument reclassification, Income smoothing, Market efficiency.*

* Corresponding author, email: cjlin@ntu.edu.tw.

壹、緒論

2007年8月從美國開始的次級房貸風暴，衍生出全球金融體系的信心危機，金融資產市場價格大幅下跌。許多人主張會計準則應鬆綁其原有的重分類限制，對於不預期在短期內出售的「以公允價值衡量且公允價值變動認列為損益（以下簡稱交易目的）」證券，允許將其重分類至其他類別，避免其跌價損失進入損益表，造成市場恐慌。¹國際會計準則理事會在 International Organization of Securities Commissions (IOSCO)、Financial Stability Forum (FSF)² 等各方壓力下(IOSCO 2008; FSF 2008)，於2008年10月13日發布 IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurement 與 IFRS 7: Financial Instruments: Disclosures 修訂條文，放寬原本交易目的金融資產不得重分類至其他類別之規定。我國跟隨國際會計準則的腳步，在 IAS 39 與 IFRS 7 修訂後，以僅僅四天的極快速度，在2008年10月17日通過第三十四號公報「金融商品之會計處理準則」第二次修訂條文，並正式發布。修正條文中明訂若企業在第三季季報即選擇重分類，可將基準日追溯至同年7月1日。依照修訂後的準則，交易目的金融商品可以重分類為備供出售、持有至到期日，或是放款及應收款。³若是重分類至備供出售，雖然資產負債表依然適用公允價值評價，但市價波動所造成的未實現損益不會進入損益表。若是重分類至持有至到期日或放款及應收款，則金融資產將改以成本或攤銷後成本評價，資產負債表將不受市價波動的影響，未實現損益亦不會進入損益表。本研究之主要目的，即欲探討選擇進行重分類企業之動機，並進一步探討市場投資人如何看待企業之重分類行為。

企業經理人普遍相信投資人最重視的財務資訊為損益數字，投資人亦經常以損益數字作為企業評價的出發點(Graham, Harvey and Rajgopal 2005; Ohlson and Aier 2009)。過去實證研究發現經理人受到企業內部與外部的壓力時，有強烈的誘因進行平穩化盈餘管理(Ronen and Sadan 1981; Graham et al. 2005)，又依據契約理論，維持平穩化盈餘亦是契約雙方理性決策下的均衡(Lambert 1984)。企業在2008年金融危機時如選擇重分類，將金融資產由交易目的重分類至備供出售，除了可以避免當期盈餘巨幅降低，未來即使公允價值回升，也

¹ IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurement 與我國財務會計準則公報第三十四號「金融商品之會計處理準則」，原皆要求企業在取得金融商品時，必須依照持有目的將金融商品分類，區分為以公允價值衡量且公允價值變動認列為損益（本文簡稱交易目的）、備供出售、持有至到期日證券投資、放款及應收款四類。其中，交易目的與備供出售兩類之金融商品，在資產負債表上皆須以公允價值衡量，唯交易目的金融商品之評價損益須認列於當期損益中；而備供出售金融商品，其評價損益不進入本期淨利，而直接列在股東權益項下。持有至到期日證券投資和放款及應收款係以成本或攤銷後成本衡量。因為不同類型之金融商品，在持有期間對於損益之認列方式不同，為了避免企業利用重分類進行盈餘管理，因此過去公報限制交易目的金融商品不可重分類至其他類別，其他類別亦不可重分類至交易目的。

² FSF 在2009年4月擴大規模，變更組織為 Financial Stability Board (FSB)。FSF 成立於1999年，由七大工業國(G7)捐資設立。

³ 公報放寬重分類之標的，不包含以避險為目的之金融商品。

不會增加該期盈餘，造成盈餘的波動。因此本研究推測，重視盈餘平穩化之企業，在金融資產公允價值大幅下跌時，較有可能選擇重分類以避免將評價損失認列於損益中，亦即，企業是否選擇重分類，可能與其歷史盈餘平穩化程度有關聯。

損益表上的會計盈餘，加上直接進入股東權益的其他綜合淨利項目(other comprehensive income)，即為綜合淨利(comprehensive income)的概念。綜合淨利係反映除了企業與股東之間的交易外，當期股東權益的變化金額。過去行為會計類的研究，發現某一項目在財務報表的表達方式不同，會影響投資人之判斷；例如備供出售金融資產未實現損益項目，若是直接進入股東權益而非損益表，投資人會低估其影響(Hirst and Hopkins 1998; Maines and McDaniel 2000)。然近期美國資本市場的實證研究發現投資人無法利用其他綜合淨利的資訊，在套利投資組合獲得超額報酬，亦即投資人在評估企業價值時，已有將其他綜合淨利項目納入考量(Landsman, Miller, Peasnell and Yeh 2011)。我國報表雖然沒有規範須編製綜合淨利表，但亦有研究發現投資人能瞭解其他綜合淨利項目為影響企業價值的要素，應納入企業評價中考量(葉疏與王瑄 2010)。我國第三十四號公報要求重分類的企業，在重分類以及後續尚未除列年度，皆須揭露重分類相關資訊於財務報表附註中，而當時的市場氣氛，亦長時間高度關注於企業重分類行為。⁴因此本研究推測，若投資人瞭解交易目的或備供出售金融資產的市價變動損益均造成企業價值的變動，且以相同之權重納入企業評價中考量，則企業選擇將交易目的金融資產重分類至備供出售，並不會影響投資人對企業價值的判定；換言之，投資人不會受到企業因重分類而增加的盈餘(以下稱為重分類影響數)誤導評價。

國際上對金融商品重分類之研究多以金融業為研究標的(Kholmy and Ernstberger 2010; Quagli and Ricciardi 2010; Fiechter 2011; Paananen, Renders and Shima 2012)，其重分類模式多是將公允價值評價項目重分類為成本或攤銷後成本評價。但資料顯示我國上市櫃企業普遍持有相當規模之金融商品，其中超過五成的一般產業持有交易目的金融商品，且 2008 年各產業中皆有企業選用重分類之規定。⁵在第三十四號公報修訂後，直到 2008 年底，我國上市櫃公司中共有 133 家企業選擇重分類，其中除了 5 家銀行，有將交易目的金融資產，重分類至持有至到期日或放款及應收款外，其餘包含 20 家金融業與 108 家一般產業，皆是將交易目的重分類至備供出售。⁶由於金融業採行金融資產重分類之研究已相當豐富，故本研究以一般產業為研究對象，以期瞭解一般產業在金融資產重分類規範修正後所選擇策略之原因，及市場之反應。

⁴ 例如經濟日報 (2008.10.24) D1 版，文中提醒投資人重分類將造成盈餘提高，但淨值仍將受股價下跌影響而降低；經濟日報 (2008.12.22) D1 版，文中強調投資人在分析企業獲利時，應注意淨值之變化。

⁵ 在 2007 年底持有交易目的金融商品的企業，其持有部位平均佔總資產的 3.86% (中位數 1.13%)。在 2008 年平均有 15% 的企業進行重分類。

⁶ 2008 年 133 家選擇重分類之企業，並無將其他種類金融資產重分類為交易目的金融資產的案例。

本文實證結果發現，企業過去平穩化盈餘管理的程度，與其重分類決策呈現顯著正向的關係；企業由歷史會計資訊所反映的維持平穩化盈餘趨勢特徵，係決定是否重分類之重要因素。在資本市場反應部分，本文之實證發現投資人在評價時並不會固著於盈餘數字，會將重分類影響數由盈餘中排除。本研究亦利用企業重分類與否進行套利投資組合測試，發現重分類企業在短期並未因會計盈餘較高而獲得較高的超額報酬，次期亦不會因為盈餘中少認列股價回升利益而得到較低的超額報酬。實證證據顯示投資人並未因企業將金融商品重分類以避免在損益中認列，而造成評價的錯誤；亦即，市場在重分類事件上呈現有效率反應。

本文主要貢獻如下：一、國外研究中皆以金融產業為研究對象，而其重分類之選擇多數係由公允價值評價改為成本評價，但我國有超過半數一般產業的企業持有相當數量之交易目的金融商品，⁷且重分類之選擇大多數係由交易目的分類至備供出售，兩者均以公允價值評價，但前者的評價損益認列於損益表，後者則否。本文以我國一般產業為研究對象，可瞭解評價損益認列與否在一般產業之重要性，以及重分類這個盈餘管理工具在何種情形下會被選用。二、本研究考慮企業歷史盈餘趨勢，探討個別企業歷史盈餘平穩化之會計資訊特徵，與當期會計決策之關聯性，而非如同過去研究直接討論當期是否因為虧損過多而須進行盈餘管理。本文之研究結果，可為企業特質與會計選擇關連性之文獻提供額外的連結。三、我國財務報表並未要求編製綜合淨利表，故對於未進入損益表而直接列在股東權益之項目，投資人在評估企業價值時會納入考量抑或僵固於報導盈餘，係值得探討之重要議題，因此本研究之結果將可對此議題提供相關證據。

本文第貳節將針對相關文獻進行回顧，第參節提出本研究所欲驗證之假說，第肆節為研究設計。主要實證結果則在第伍節，第陸節為針對主要推論所作的額外測試，第柒節為結論。

貳、文獻回顧

一、金融商品之分類決策

國際會計準則理事會在金融風暴之市場壓力下，於 2008 年修訂 IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurement 與 IFRS 7: Financial Instruments: Disclosures，放寬重分類規定，允許交易目的金融商品重分類為其他類別。隨後多篇歐美研究對重分類現象進行探討，以瞭解企業重分類之特性、動機、以及投資人之反應，且該等研究因欲彰顯金融商品會計方法選擇之影響，皆選用金融產業作為研究樣本。

⁷ 根據美國證管會 2005 年 6 月的研究報告顯示，美國 2003 僅有約 6.2% 的企業持有交易目的金融資產，37.4% 持有備供出售金融資產，17.4% 持有以成本評價之證券，23.5% 持有權益法投資，而高達 91.1% 的企業之財務報表以合併報表呈現。(United States Securities and Exchange Commission 2005)

Kholmy and Ernstberger (2010)以 2008 年 15 個歐洲國家中採用 IFRS 的 101 家銀行為樣本，研究銀行選擇重分類之影響因素與經濟後果。該研究發現選擇重分類之銀行，重分類前的獲利和股價表現皆較差、資產規模較大、追蹤的分析師較少。該研究也發現，重分類銀行在重分類後有資訊不對稱顯著增加之情形，並推測是因為此類公司停止提供公允價值資訊、以及有選擇會計方法以避免將來需要續提減損之可能性，使投資人產生疑慮。Fiechter (2011)以歐洲採用 IFRS 的 219 家銀行為樣本，觀察其重分類前後財務指標的變化，其樣本中約有三分之一的銀行進行重分類，金額約佔總資產的 3.9%或股東權益帳面價值的 131%。重分類銀行大多數是將公允價值評價項目重分類為成本或攤銷後成本評價項目；且顯著地提高其資產報酬率、股東權益報酬率和資本適足程度，特別是股東權益報酬率因此由負轉正。Paananen et al. (2012)以全球採用 IFRS 的銀行為樣本，預測並發現資本適足率接近下限及企業資產中公允價值衡量項目比率較高者，都比較會偏向選擇將金融資產由公允價值衡量改為成本衡量；但投資人能看穿銀行選用會計方法的投機行為，因此對重分類銀行之帳面價值和盈餘數字較不信任，給予相對於未重類銀行顯著較低之權重。Quagli and Ricciardi (2010)以歐洲主要市場的 71 家金融控股公司做為研究樣本，發現過去有平穩化盈餘管理政策，以及 2008 年獲利能力較差的公司，較傾向於重分類。前述之研究成果皆顯示銀行選擇將公允價值報導之金融商品改以成本認列，通常盈餘及資本適足率之考量是最重要的要素。與本研究推論企業之盈餘管理政策會影響重分類選擇之方向一致。

2008 年我國一般產業中持有交易目的金融商品的企業，選擇重分類的家數比例高達 15%，且皆是由交易目的重分類至備供出售，重分類前後都是以公允價值評價，與歐美銀行業多是將公允價值評價項目重分類至成本基礎評價項目不同。因此在我國的研究中，傾向以一般行業作為研究對象，試圖增加吾人對於金融資產重分類之額外瞭解。張嘉文與陳明進(2009)以一般產業為研究對象，發現持有交易目的金融商品部位越多、當年度未重分類前盈餘為負、高階經理人員持股比例越高，則越有可能進行重分類。簡宏志(2009)以全體上市櫃企業第三季季報資料進行分析，則發現董監持股質押比例越高、財務危機可能性越高、非四大事務所查核，與績效表現越差者，越有可能進行重分類。李淑華與陳菀姍(2011)以我國一般產業為樣本，採用 Ohlson (1995)模型，檢驗企業重分類前後盈餘與帳面價值對股價的解釋能力，並發現重分類後盈餘和帳面價值對股價的解釋能力提高，且重分類影響數具有價值攸關性。其研究結果顯示投資人可能固著於盈餘數字，僅依盈餘高低評估企業價值。前述國內研究皆顯示盈餘考量在企業重分類決策之重要性，本研究則欲探討企業過去之盈餘平穩化策略，是否為其重分類決策之重要影響因素，並欲探討投資人是否能對重分類造成的盈餘變化正確反應；此部分之實證設計與李淑華與陳菀姍(2011)以股價模型不同，改以報酬模式檢驗投資人對重分類影響數之反應。

二、平穩化盈餘管理

Graham et al. (2005)以問卷與訪談的方式，發現高達 78%的經理人承認願意犧牲企業長期的利益，進行損益平穩化的盈餘管理。經理人幾乎一致的認同市場厭惡盈餘波動的不確定性，且盈餘波動大時，將造成市場對企業的風險評估增加，提高融資成本。Ronen and Sadan (1981)整理過去文獻，將企業經理人盈餘平穩化的誘因，區分為來自企業外部與內部的報表使用者兩類。來自外部的誘因包含表彰股利發放的能力、降低外部感受之企業風險，減少因風險而造成的折價、提供預測未來現金流量的資訊等；來自內部的誘因則包含獎酬契約、經理人避免被撤換，以達到經理人之效用極大化。Eckel (1981)以銷貨收入波動與盈餘波動之間的關係，作為平穩化盈餘管理的衡量，驗證企業普遍存在平穩化盈餘管理的行為。Hand (1989)對有涉入債權股權交換契約的企業進行研究，發現企業利用此交換契約，進行平穩化盈餘管理。Kanagaretnam, Lobo and Mathieu (2004)以銀行業為樣本進行研究，則發現銀行普遍會利用呆帳準備進行平穩化盈餘管理。

平穩化的盈餘，有可能涵蓋更多資訊，幫助投資人預測未來，亦有可能掩蓋資訊，或損及企業經濟利益。Tucker and Zarowin (2006)發現在損益平穩化程度較高的企業，其股價變動較能反映未來盈餘的變動；平穩化的盈餘當中包含經理人的私有資訊，可增加投資人對未來盈餘的可預測性，提昇資訊品質。然而，Jayaraman (2008)發現當盈餘因為納入裁量性項目，而呈現特別平穩或特別波動時，買賣價差較大、內部人交易較多，因而推論該等盈餘資訊對於投資人會造成傷害。Healy (1985)發現若是平穩化的目的是為了獎酬契約等私人利益，則此盈餘平穩化的結果亦有可能損害投資人權益。Land and Lang (2002)的跨國研究發現，從 1987-1992 到 1994-1999，各國平穩化盈餘管理的程度普遍降低；就平穩化程度而言，德國、日本、法國之平穩化盈餘管理程度遠較美國、加拿大為高，亦即資本市場越發達的國家，其平穩化盈餘管理的現象越少。

過去文獻討論的盈餘管理工具，主要係以應計數管理 (accruals management) 與實質交易盈餘管理 (real earnings management) 兩類為主。Healy (1985)、Jones (1991)、DeFond and Jiambalvo (1994) 與 Dechow, Sloan and Sweeney (1995) 等提出企業會利用應計數進行盈餘管理，而應計數雖會提高當期盈餘，卻會在次期迴轉。Roychowdhury (2006) 與 Cohen, Dey and Lys (2008) 等提出企業會進行實質盈餘，以避免應計數迴轉所造成次期盈餘下降之現象，也可避免利用應計數操縱盈餘被發現且被懲罰之缺點；然透過降低售價、大量進貨、削減研發費用等實質盈餘管理行為也會使後續期間之獲利降低，對企業亦會產生不利之影響。本研究將企業對金融商品重分類視為另一種盈餘管理方式，可提供企業一個成本較低之工具。當企業將金融商品由交易目的重分類至備供出售時，不僅當期末實現損益不認列在損益表，未來的未實現損益亦不會出現在損益表，對企業而言可達到盈餘平穩化的效果。此重分類盈餘管理工具係 2008

年金融危機所造成之一特殊使用機會，本研究將以此為研究標的，以瞭解此依盈餘管理行為之動機及其經濟後果。

三、財務報表之表達與市場反應

盈餘的定義可以依照使用需求而有所不同。Biddle and Choi (2006)檢驗不同盈餘定義的決策有用性，測試其資訊內涵、預測能力，以及在獎酬契約中扮演功能。其實證結果發現較廣義的盈餘，也就是綜合淨利的概念，對投資者而言有用性較高；較狹義的盈餘，也就是傳統盈餘指標，則較有助於契約訂定的功能。Graham et al. (2005)指出經理人較重視傳統盈餘指標。Sloan (1996)發現投資人固著於傳統盈餘數字，而忽略盈餘組成要素中現金流量與應計項目係反映不同的盈餘持續性、應有不同的評價權數。而 Hand (1990)以債權股權交換契約作為測試標的，發現與機構投資人持股較多的企業，較不會僵固於盈餘數字，顯示市場若有越多深思熟慮的投資人，則效率反應的機率越高；而資訊的複雜程度，以及投資人是否能低成本的接觸並了解資訊，是影響市場是否效率的關鍵因素。

Maines and McDaniel (2000)以實驗的方式，檢測非專業投資人對於不同其他綜合淨利表達方式的判斷決策，並發現即使受試者平均有近六年的投資與工作經驗，但對於相同資訊不同的表達方式，在決策時會有不同的加權權重。相較於將未實現損益等項目直接進入股東權益變動表，或是在股東權益變動表特別強調綜合淨利項目，非專業投資人即使皆能察覺到這些項目，但僅有在單獨將綜合淨利以獨立報表表達，始會在判斷時對此資訊給予權重。Hirst and Hopkins (1998)以買方分析師為受試者，利用三種不同方式呈現的綜合淨利，測試受試者評價之影響，其實驗結果發現以處分備供出售金融資產進行盈餘管理時，只有將綜合淨利獨立表達，分析師才會給予沒有進行盈餘管理時相同的評價。另 Jordan, Clark and Smith (1997)、Lifschutz (2002)、Lee, Petroni and Shen (2006)則發現企業會利用備供出售證券出售時點，進行盈餘管理的行為，且這類試圖進行盈餘管理的企業，傾向於將綜合淨利表達於股東權益變動表中。但 SFAS 130: Reporting Comprehensive Income 之公報發佈後，綜合淨利之觀念似乎有取代淨利，成為投資人關心議題的趨勢。Landsman et al. (2011)以美國市場所作的實證研究，發現投資人無法利用此類其他綜合淨利項目，在套利投資組合獲得超額報酬，顯示市場對此類交易呈現效率。葉疏與王瑄(2010)以台灣資本市場作為檢驗對象，亦發現整體而言投資人無法利用此類直接進入股東權益之項目進行套利。

因我國財務報表並無綜合淨利的表達，企業若將金融商品由交易目的重分類至備供出售，在我國的財報表達格式環境下，原本進入損益表的項目不再呈現於淨利，也無綜合淨利表可顯現其影響數。投資人僅能由股東權益表中取得數字並自行調整。本研究之目的之一，即欲探討當企業進行重分類後，投資人是否會因重分類造成之淨利增加，而提高對企業之評價。

參、研究假說

經理人同時受到企業內部與外部的壓力，偏好較為平穩的盈餘(Ronen and Sadan 1981; Graham et al. 2005)。且過去研究亦發現經理人會透過各種會計方法的選擇或實質活動安排，達到較為平穩的盈餘(Eckel 1981; Hand 1989; Kanagaretnam et al. 2004)。

由於我國的財務報表並無綜合淨利表的呈現，故相較於採用美國與國際會計準則的地區，盈餘對投資人而言可能扮演更重要的角色，經理人平穩化盈餘管理的動機可能更強。經理人相信平穩化的盈餘可使外部對風險的評估下降，有助於降低資金成本，使企業融資更加容易，並提升企業價值(Graham et al. 2005)。

金融危機期間，在整體經濟環境不佳的情況下，企業本身營運狀況多數較前期為差。企業若持有交易目的金融資產，由於金融資產價格普遍下跌，則盈餘更將巨幅降低。若企業選擇重分類，可以將交易目的金融資產的評價損益，繞過損益表，直接進入股東權益，除了可使當年度盈餘提升，且後續年度即使金融資產價值回升，其價值的增加亦不至於造成後續年度盈餘的波動。

企業過去的盈餘資訊，呈現平穩化盈餘管理較多者，反映出其維持平穩化盈餘趨勢的企業特質。預期此類企業之經理人在面臨金融危機時，進行盈餘平穩化的動機也會較強，故本研究提出下列假說：

維持盈餘平穩化趨勢假說：過去平穩化盈餘管理較多之企業，較傾向於透過金融商品重分類，維持平穩之盈餘。

將交易目的金融資產重分類為備供出售，則原先應進入損益表的評價損益，將直接進入資產負債表。儘管實驗室研究發現對於實質相同的資訊，投資人對於繞過損益表、直接進入資產負債表的表達方式，其判斷決策時會給予較低的權重，且評價方式亦有所不同，投資人在某種程度上僵固於盈餘數字(Hirst and Hopkins 1998; Maines and McDaniel 2000)，但資本市場實證研究卻發現市場會將其他綜合淨利所反映的企業價值變動，在評價時納入考量，並不會固著於盈餘數字(葉疏與王瑄 2010; Landsman et al. 2011)。因此本研究推測，投資人在評估企業價值時，並不會被交易目的金融商品重分類至備供出售時所增加之淨利數字(重分類影響數)所迷惑，而會將重分類影響數由淨利中扣除。故本研究提出下列假說：

市場效率反應假說：投資人在評估企業價值時，會將交易目的金融商品重分類為備供出售時所增(減)之盈餘影響數，由當期盈餘中予以扣除(調升)。

若市場正確地反應重分類之資訊，則重分類所增加之當期淨利金額，將與當期股票報酬呈現負向關連性；且與次期股票報酬呈現正向關連性。⁸

若投資人在評價時能適當反應企業將金融商品重分類的資訊，則重分類之企業並不會因為盈餘數字增加而有較高的評價。換言之，買進重分類之企業，相較於未重分類之企業，短期不會有較高的報酬，長期亦不會有較低的超額報酬。

肆、研究設計

一、研究樣本

本研究以 2008 年 10 月準則修訂前，帳上顯示持有交易目的金融商品之上市櫃企業為樣本。⁹ 本研究資料來源為台灣經濟新報 (TEJ 資料庫)。2008 年 12 月上市櫃之企業共有 1,327 家，扣除金融業 46 家，管理股票 6 家，以及 2008 年初帳上未持有金融資產之企業 617 家後，共有 658 家。2008 年為重分類規定放寬之年度，為了捕捉企業之歷史會計資訊特徵，以及觀察各類金融資產之變化趨勢，本研究要求樣本企業必須在 2002 年至 2009 年皆存續，符合此條件者有 641 家企業。再刪除 2008 年度財務資料不全者後，最終的觀察值共有 636 家。詳細之樣本篩選過程如表 1 所示；樣本之產業分布則請見表 2。除了產業本身觀察值不多的水泥業重分類比例較高，造紙工業、建材營造、化學工業，與半導體業比例較低外，其餘各產業重分類的比例大致皆相當平均。

表 1 樣本篩選過程

樣本篩選	觀察值
2008 年 12 月上市上櫃樣本	1,327
扣除金融業樣本	(46)
扣除管理股票	(6)
扣除 2007 年 12 月無交易目的金融資產者	(617)
要求企業在 2002-2009 年皆存續	(17)
扣除 2008 年度財務資料不全者	(5)
研究樣本	636
無重分類者	538
有重分類者	98

⁸ 舉例來說，企業於 2008 年 7 月以 100 元購入一股票投資，2008 年底該股票市價為 80 元，2009 年 8 月以 95 元出售。若該股票被分類為交易目的，則 2008 年應認列金融資產評價損失 20 元，2009 年認列出售利得 15 元。若該投資為備供出售投資，則 2008 年不認列損益，2009 年認列出售損失 5 元。亦即，分類為備供出售時，2008 年淨利較分類為交易目的多 20 元，2009 年淨利較分類為交易目的少 20 元。若市場具效率性，則在 2009 年評估企業價值時，會在 2009 年報導盈餘中調回 2008 年重分類盈餘影響數。調整金額是否剛好為 2008 年重分類盈餘影響數，須視該資產是否於 2009 年處分而定。然因詳細資料無法取得，故本研究僅以企業 2008 年揭露之重分類盈餘影響數，捕捉 2009 年可能調整之金額。

⁹ 本文將樣本限制在持有交易目的金融商品之上市櫃企業，而非全體上市櫃企業，主要原因係避免以全體上市櫃企業為樣本進行分析時，「企業是否持有交易目的金融商品」本身即會影響盈餘的波動性，且此行為本身即可能彰顯不同的企業特質。

表 2 樣本產業分布

證交所產業代碼	產業別	無重分類者	有重分類者	重分類比例
1	水泥工業	2	5	0.71
2	食品工業	12	3	0.20
3	塑膠工業	15	3	0.17
4	紡織纖維	28	5	0.15
5	電機機械	25	8	0.24
6	電器電纜	7	3	0.30
8	玻璃陶瓷	2	1	0.33
9	造紙工業	5	0	0.00
10	鋼鐵工業	18	2	0.10
11	橡膠工業	6	1	0.14
12	電子工業	4	1	0.20
14	建材營造	27	2	0.07
15	航運業	14	2	0.13
16	觀光事業	2	2	0.50
18	貿易百貨	5	4	0.44
20	其他	26	7	0.21
21	化學工業	17	1	0.06
22	生技醫療	17	2	0.11
23	油電燃氣業	2	4	0.67
24	半導體業	56	2	0.03
25	電腦及週邊設備業	50	5	0.09
26	光電業	37	5	0.12
27	通信網路業	27	5	0.16
28	電子零組件業	75	16	0.18
29	電子通路業	14	2	0.13
30	資訊服務業	13	3	0.19
31	其他電子業	32	4	0.11
	合計	538	98	0.15

在「維持盈餘平穩化趨勢假說」的測試中，本研究使用 636 家企業作為樣本；其中包含重分類之觀察值 98 家，未重分類之觀察值 538 家。在「市場效率反應假說」的測試中，檢驗「重分類影響數與股票報酬之關聯性」時，因為僅有實際進行重分類行為，且帳上重分類標的尚未完全除列之企業，始會有重分類影響數，而模型中的變數又須納入前一年度盈餘數字計算，故篩選後符合該條件者在 2008 年共有 96 家，2009 年共有 57 家。在「套利投資組合」檢驗的部分，則是檢驗 636 家企業中，依據重分類與否分組的兩組樣本，在重分類前後是否具有顯著的超額報酬。因為須使用股票報酬的資訊，依據股票報酬觀察期間的不同，未重分類的觀察值在 432 至 482 家之間，有重分類的觀察值則在 72 至 81 筆之間。

二、實證模型

1. 維持盈餘平穩化趨勢與重分類決策

為了檢驗維持平穩化盈餘趨勢假說，本研究採用式(1)作為測試模型。由於研究之應變數為按照重分類與否所建立的虛擬變數，因此採用 LOGISTIC 迴歸：

$$\begin{aligned}
 RC_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 TEST_VAR_i \\
 & + \gamma_2 LOSS_IF_{i,t} + \gamma_3 OCF_{i,t} + \gamma_4 STDOCF_i + \gamma_5 TRADL_{i,t} + \gamma_6 LASSETL_{i,t} \\
 & + \gamma_7 LEVL_{i,t} + \gamma_8 BONUSL_{i,t} \\
 & + \gamma_9 BHOLDASSL_{i,t} + \gamma_{10} MHOLDL_{i,t} + \gamma_{11} FHOLDL_{i,t} + \gamma_{12} BIG4_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中，下標 i 代表第 i 家企業， t 代表第 t 年。

- $RC_{i,t}$: 虛擬變數。2008.10.17 公報修訂後至 2008 年底，有進行金融商品重分類之企業，定義為 1，其餘為 0。
- $TEST_VAR_i$: 主要測試變數。本研究以 2002-2006 年之歷史會計資訊特徵，作為建立主要測試變數的期間。¹⁰

第一個盈餘平穩化衡量指標為 $COR_CA_COCF_i$ ，定義為應計數變化與營運活動現金流量變化之相關係數。應計數定義為繼續營業部門稅前淨利減來自營運之現金流量。

第二個盈餘平穩化衡量指標為 $STDEBX_i$ ，定義為 2002 至 2006 年歷史盈餘之標準差。衡量方式係以繼續營業部門純益之標準差，以衡量期間之期末總資產標準化。

第三個盈餘平穩化衡量指標為 $STDEBX_OCF_i$ ，定義為 2002 至 2006 年歷史盈餘之標準差，除以來自營運之現金流量標準差。使用此衡量指標作為主要測試變數時，因為本身已考慮現金流量的影響，因此控制變數的部份，則不放來自營運之現金流量標準差($STDOCF_i$)。

- $LOSS_IF_{i,t}$: 虛擬變數。2008 年之盈餘，在排除重分類所造成之影響後，每股盈餘為負者，設定為 1，其餘為 0。
- $OCF_{i,t}$: 2008 年來自營運之現金流量，佔 2008 年初總資產比例。¹¹
- $STDOCF_i$: 2002-2006 年來自營運之現金流量標準差，以衡量期間之期末總資產標準化。
- $TRADL_{i,t}$: 2008 年初之交易目的金融資產，佔 2008 年初總資產比例。
- $LASSETL_{i,t}$: 2008 年初之總資產取對數。
- $LEVL_{i,t}$: 財務槓桿。定義為 2008 年初之總負債除以總資產。

¹⁰ 在額外測試的章節時，亦將 2007 年資料加入測試，如後所述。

¹¹ 控制變數係欲捕捉企業在 2008 年進行重分類決策前，最接近決策時點的企業特質；相關財務變數在建構時，為了控制企業規模的影響，將連續變數除以 2008 年初之總資產，成為財務比率。

- $BONUSL_{i,t}$: 2008 年初可取得之 (2007 年) 董監事與經理人薪酬中與績效相關的比
例。(董監事盈餘分配之酬勞+經理人之現金與股票分紅¹²) / (董事、
監察人、經理人薪酬合計數)。
- $BHOLDASSL_{i,t}$: 2008 年初之董監持股質押比例。
- $MHOLDL_{i,t}$: 2008 年初之經理人持股比例。
- $FHOLDL_{i,t}$: 2008 年初可取得之 (2007 年) 公告外資持股比例。
- $BIG4_{i,t}$: 虛擬變數。2008 年財務報表由四大會計師事務所查核者，設定為 1，其
餘為 0。

本模型以重分類與否作為應變數。第三十四號公報第二次修訂後，放寬金融商品重分類之規定，並允許企業若在 2008 年第三季季報即選擇重分類，可以將基準日回溯自當年 7 月 1 日。多數重分類的企業都在 2008 年第三季或 2008 年年報開始選擇重分類。¹³ 企業在截至 2008 年年報為止，¹⁴ 有將交易目的金融商品重分類為備供出售金融商品者，則設定虛擬變數 $RC = 1$ ，其餘為 0。

在主要測試變數的部份，自 2007 年美國次級房貸風暴開始，全球企業皆面臨經濟環境的巨幅變化，且各產業、企業所受到的衝擊程度不一，營運呈現差異性極大的巨烈波動。因此，以歷史會計資訊建立主要測試變數時，排除 2007 年的資料，以 2006 年往前取五年至 2002 年的資料，觀察會計資訊所呈現的盈餘平穩化特質。

為測試平穩化盈餘管理假說，本研究使用三個盈餘平穩化衡量指標進行測試。第一個盈餘平穩化指標延續 Leuz, Nanda and Wysocki (2003) 和 Myers, Myers and Skinner (2007) 之衡量方式，利用應計數變化與營運活動現金流量變化之相關係數 (COR_CA_COCF)，作為盈餘平穩化的代理變數；因為兩者之間呈現負相關，因此數值越小，代表平穩化盈餘管理越多。企業若長期進行平穩化盈餘管理，會使歷史盈餘之波動性較低，故本研究利用歷史盈餘之標準差 ($STDEBX$)，作為第二個衡量盈餘平穩化的指標 (Song 2008; Liu, Chang and Ryan 2011)；若歷史盈餘之標準差較小者，傾向於重分類，則支持維持平穩化盈餘趨勢假說。由於盈餘波動性除了反映盈餘平穩化以外，也捕捉企業本身營運的波動。故除了將來自營運之現金流量標準差作為控制變數的方式外，亦利用盈餘的標準差除以現金流量的標準差 ($STDEBX_OCF$)，建立第三個盈餘平穩化衡量指標 (Leuz et al. 2003)。

在控制變數的部份，重分類行為除了可能受到企業本身過去的平穩化盈餘特質影響，當期營運狀況也可能影響重分類行為。企業經理人傾向於避免盈餘呈現損失 (Burgstahler and Dichev 1997; Beatty, Ke and Petroni 2002; Lev, Ryan

¹² 由於董監事普遍有兼任經理人的現象，財務報表揭露資料時並未清楚劃分，直接加總會有重複計算的問題。故本研究參照台灣經濟新報的處理方式，在計算經理人現金與股票分紅時，採取董事、總經理及副總經理、主要經理人三項揭露之員工分紅金額取大者計算。

¹³ 將重分類基準日回溯自當年 7 月 1 日者，佔一般產業重分類企業的 89%。

¹⁴ 極少數企業 (如：技嘉) 在 2009 年進行重分類，由於其重分類時點特殊，且與公報制定精神不符，因此本研究未將此類企業歸類為重分類之觀察值。

and Wu 2008), 故在重分類前盈餘為負數的企業, 較有可能利用重分類減少帳面虧損, 甚至讓帳上轉虧為盈。此外, 當企業營運表現較差時, 營運活動現金流量與重分類決策, 亦可能存在關聯。當企業有處分金融資產以維持現金流量的壓力時, 預期營運活動現金流量較高者, 較無流動性壓力, 較能將交易目的金融商品重分類至備供出售。然而, 營運活動現金流量較高者, 可能也代表營運較為順利, 故透過重分類使盈餘向上的動機亦可能降低。本研究利用重分類前盈餘為負數的虛擬變數(*LOSS_IF*), 當期(2008年)營運活動現金流量(*OCF*)佔期初總資產比率, 作為控制當期營運狀況的控制變數。由於本研究之主要測試變數為過去會計資訊的盈餘平穩化特徵, 而過去企業本身營運活動的波動, 將直接影響會計資訊的樣貌, 故本研究亦納入來自營運之現金流量的標準差(*STDOCF*)作為控制變數, 捕捉營運波動的影響。

規模因素亦可能影響會計之選擇。若企業持有交易目的金融資產之部位越多, 損益表受到市價波動的影響也越大, 故本研究將交易目的金融資產佔總資產金額比例(*TRADL*), 作為控制變數(張嘉文與陳明進 2009)¹⁵。另外, 企業規模將影響投資人的注意程度(Holthausen and Leftwich 1983), 且企業規模較大者, 其財務資訊對整體市場的影響也較大, 故本研究以取對數之資產總額(*LASSETL*), 控制企業規模的影響。為了捕捉重分類前之企業所展現的特徵, 因此持有部位與企業規模, 皆以 2008 年初的資料納入模型。

Watts and Zimmerman (1978)提出契約壓力將影響企業之會計選擇。財務槓桿較高的企業, 為了避免違反債務契約條款, 故較偏好平穩的盈餘(Dhaliwal 1980; DeFond and Jiambalvo 1994)。有採用盈餘分紅制度的企業, 經理人則會考量獎酬契約, 做出有利於己的盈餘管理(Healy 1985; Gaver, Gaver and Austin 1995)。本研究以財務槓桿(*LEVL*)與董監事與經理人薪酬中與績效相關的比例(*BONUSL*), 分別作為控制債務契約與獎酬契約的變數。為了避免當年度金融商品價值變動的影響, 且欲捕捉重分類前企業之特質, 故採用 2008 年初的資料計算財務槓桿與董監事與經理人薪酬中與績效相關的比例。

公司治理將影響企業盈餘管理的行為, 故模型中也納入呈現企業內部與外部公司治理的變數。在企業虧損時, 股價多半會隨之下跌, 董監持股質押比例(*BHOLDASSL*)越高者, 越有可能受到股價下跌須增提保證金之影響。因此, 預期董監持股質押比例越高者, 越會進行重分類(簡宏志 2009)。此外, 企業持股結構, 亦是公司治理之重要因素。當管理者持股(*MHOLDL*)增加時, 對於營

¹⁵ 若「歷史盈餘平穩化」與「交易目的金融商品持有部位」之間存在高度相關, 則模型會有共線性的問題。而從表四的相關係數矩陣中可以發現, 交易目的金融商品持有部位(*TRADL*)和三個歷史盈餘平穩化指標之 Pearson 相關係數不高(*COR_CA_COCF*: -0.03 (p=0.41); *STDEBX*: 0.04 (p=0.27); *STDEBX_OCF*: 0.01 (p=0.86))。在未編表的部分, 本研究亦嘗試將表五的三個測試模型拿掉控制變數 *TRADL*, 則三種衡量指標其實證結果無論在係數或顯著程度方面, 皆無重大影響; 在未放主要測試變數, 僅放控制變數的模型中, 控制變數 *TRADL* 在係數或顯著程度方面, 亦與加入主要測試變數後無重大差異。實證結果並無跡象顯示「歷史盈餘平穩化」與「交易目的金融商品持有部位」兩者間有共線性的問題。

運活動影響的能力增加，較有能力進行盈餘管理(Morck, Shleifer and Vishny 1988)；但另一方面，當管理者持股增加時，依據代理理論，其本身亦為股東的身分，較有動機進行股東利益極大化的行為，站在公司的利益考量，不受外部壓力的影響(Jensen and Meckling 1976)。外資持股(*FHOLDL*)一般則認為具有外部監督的效果，Dey (2004)發現企業之機構投資人持股愈多，則企業愈不會透過裁量性應計數進行盈餘平穩化之行為。此外，由於企業之財務報表須由會計師事務所查核，故會計師事務所亦扮演外部監督者的功能。一般認為四大大事務所查核者，其審計品質較高，對企業盈餘管理的行為約束能力較高，因此本研究亦納入企業是否為四大大事務所查核之虛擬變數(*BIG4*)，作為控制變數(簡宏志 2009)。

2. 重分類行為之市場反應

2008年之金融風暴造成企業持有之金融商品價值在2008年普遍下跌，而在2009年普遍上漲，故本研究分別檢驗投資人在以企業經營績效評估企業價值時，是否將重分類影響數納入帳載盈餘數字中予以考量。本研究以Easton and Harris (1991)的模型作為基礎，同時將股價與盈餘的關係，以及股價與帳面價值的關係納入考量，在模型中利用盈餘和盈餘的變化量，¹⁶做為解釋股票報酬的解釋變數。本研究將其模型進行延伸，額外加入重分類影響數，檢驗投資人在評估企業價值變化時，如何將重分類影響數納入考量。為了控制企業規模差異的因素，本研究將包含常數項在內的全部模型變數皆以期初市值平減：¹⁷

2008年模型

$$R_{i,t} = \delta_0 \text{Intercept}_{i,t} + \delta_1 \text{EBX}_{i,t} + \delta_2 \text{CEBX}_{i,t} + \delta_3 \text{NI}_{-} \text{EF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

2009年模型

$$R_{i,t} = \lambda_0 \text{Intercept}_{i,t} + \lambda_1 \text{EBX}_{i,t} + \lambda_2 \text{CEBX}_{i,t} + \lambda_3 \text{LNI}_{-} \text{EF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

其中， i 代表第 i 家企業樣本， t 代表第 t 年。

$R_{i,t}$: 股票報酬率，取當年度4月初至隔年3月底的股票報酬。

$\text{Intercept}_{i,t}$: 截距項，常數1以年初市值平減。¹⁸

$\text{EBX}_{i,t}$: 繼續營業部門純益，以年初市值平減。

$\text{CEBX}_{i,t}$: 繼續營業部門純益相較於前一年度的變化量，以年初市值平減。

$\text{NI}_{-} \text{EF}_{i,t}$: (2008年)重分類影響數。係重分類後之淨利金額，減除未重分類前應有之淨利金額，再以年初市值平減。

$\text{LNI}_{-} \text{EF}_{i,t}$: 前一年度(2008年)重分類影響數，以年初市值平減。

¹⁶ 本研究在額外測試時，亦測試單純股票報酬與盈餘關聯的模型，如後所述。

¹⁷ 經平減控制規模因素之後的模型，可大幅提高其解釋能力。

¹⁸ 全部變數皆以期初市值平減，係由於應變數為當期報酬，其分母為期初市值，故整條迴歸式的左邊和右邊，皆一致以期初市值平減。

若企業將金融資產由交易目的重分類至備供出售，則原先應進入盈餘的金融資產評價損益，將直接進入股東權益。2008 年時企業之帳載繼續營業部門純益為 EBX ，重分類影響數 NI_{EF} 係當年度將交易目的金融商品重分類至備供出售後使得淨利增加之金額；亦即，若企業未將金融資產重分類，則繼續營業部門純益應為 $(EBX - NI_{EF})$ 。若投資人瞭解該重分類影響數為造成企業價值變動之因素之一，評價時會將該影響數由帳載盈餘中減除，故係數值 δ_3 預期為負數。若企業在 2008 年時未將金融資產重分類，且在 2009 年將此項金融資產出售，則 2009 年繼續營業部門純益應為重分類後帳載繼續營業部門純益 EBX 加上 2008 年重分類盈餘影響數 $(EBX + LNI_{EF})$ 。即使企業未出售此項金融資產，2009 年由於整體股價上升，企業持有之未出售金融商品亦會有未實現持有利益（或未實現損失之迴轉）。因此在 2009 年的迴歸式中，用以捕捉重分類金融資產 2009 年可能調整金額之 LNI_{EF} ，預期係數 λ_3 應為正數。

本研究除以上述迴歸式檢驗投資人對於重分類影響數之看法外，亦以建立投資組合之方式，檢驗市場是否正確地反應重分類影響數之資訊。金融資產不論分類為交易目的或備供出售，皆應以公允價值評價，其未實現持有損益皆造成企業價值相同的變動，不因該損益認列於損益表或其他綜合淨利而有不同。因此，企業將金融資產由交易目的重分類至備供出售，投資人對於企業價值之判斷不應有所差別，故在重分類時點買入重分類企業股票，相較於買入未重分類企業股票，不應有較高之超額報酬；同樣的，在重分類後的次一年度，雖然重分類企業之報導盈餘會低於未重分類企業之盈餘，但其差異係因前者將迴轉利益認列於其他綜合淨利，而後者認列為當期損益，實質上對於企業價值之影響相同，故次一年度買進重分類企業股票，相對於買進未重分類企業股票，亦不會有較低的超額報酬。故本研究將樣本依重分類與否分成兩組，進行套利投資組合測試：檢驗若在 2008 年 10 月 1 日買進重分類企業股票，並持有一季、半年或一年，相較於未重分類企業股票，是否能夠賺得較高之報酬；以及在次一年度買進，相較於未重分類企業，是否會有較低之報酬。若實證結果無法發現兩組樣本之報酬有顯著差異，則表示投資人能正確評價重分類影響數，將重分類之備供出售未實現持有損益視為企業當期盈餘之一部份。

在計算超額報酬時，本研究使用市場模型(market model)估計預期報酬。先以個別企業每個月取前 60 個月的股票報酬資料，利用(4)式估計出該企業當月的 Beta：

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

其中，

$R_{i,t}$: i 企業第 t 月股票報酬。

$R_{f,t}$: 第 t 月市場無風險利率，以貨幣市場之次級市場 30 天期商業本票賣出利率除以 12 計算。¹⁹

$R_{m,t}$: 市場第 t 月報酬率，上市企業以證券交易所加權指數計算，上櫃企業以櫃檯買賣市場加權指數計算。

計算出企業當月 Beta 之後，再估計當月份的預期報酬，並以實際報酬減預計報酬，得到當月份的超額報酬，如(5)式：

$$Abret_{i,t} = R_{i,t} - [R_{f,t} + \hat{\beta}_{i,t}(R_{m,t} - R_{f,t})], \quad (5)$$

將(5)式計算出的超額報酬($Abret$)，採用幾何加總的方式計算，即可得到連續多個月份的累計超額報酬。

伍、實證結果

一、敘述性統計

圖 1 至圖 3 是依照 2008 年企業是否選擇重分類，將樣本分成兩組，分別呈現其金融資產相關科目佔總資產比例的變化趨勢。由圖 1 可以看出，在金融資產重分類規定放寬前，重分類企業之帳上交易目的金融資產佔總資產比例大約是非重分類企業之兩倍，重分類後兩者則相當接近。圖 2 為備供出售金融資產持有部位，相較於圖 1，可以發現其變化恰巧呈現相反的趨勢，重分類企業在重分類前與非重分類企業差異不大，但重分類後則遠較非重分類企業為高。圖 3 為將交易目的與備供出售金融資產兩者合併呈現，可發現重分類規定放寬前後，兩類企業持有之公允價值評價金融資產佔總資產比例，大致皆呈現穩定的平行趨勢。依據前述統計資料，本研究推測企業重分類的決策，很有可能係著重於財務報表目的，而非反映企業持有金融資產實質策略之變化。²⁰

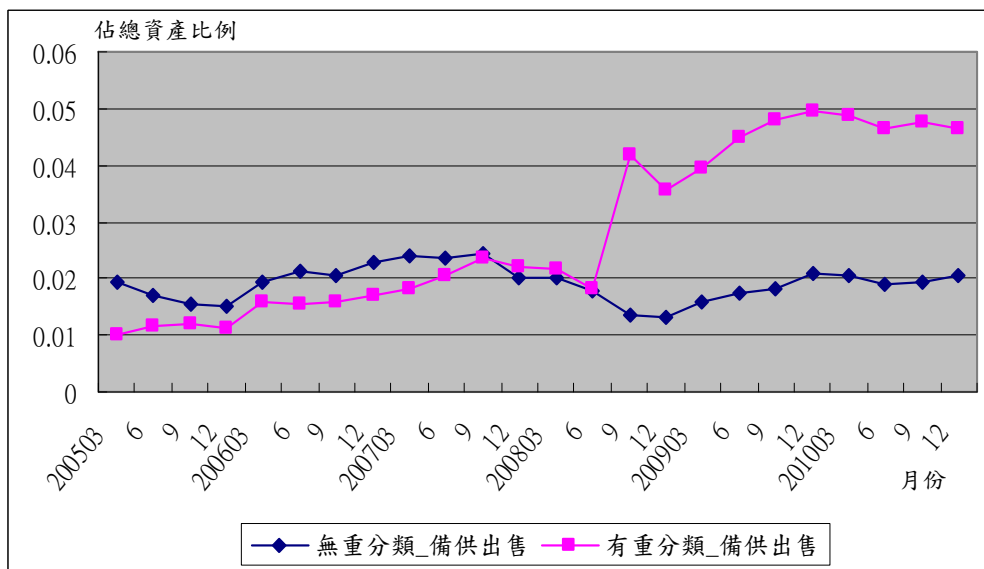
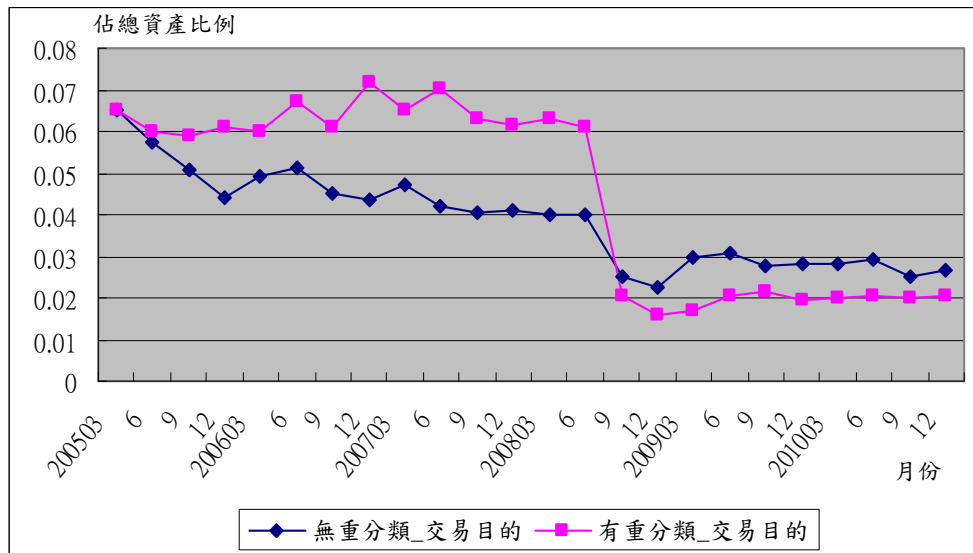
表 3 為重要變數之敘述性統計，為了避免少數極端值的影響，所有的連續變數皆經過上下各 1% 的 Winsorized 處理。²¹從整體樣本觀察，在主要測試變數的部分，應計數變化與現金流量變化之相關係數(COR_CA_COCF)平均值為 -0.72，中位數為 -0.91，與 Land and Lang (2002) 的跨國研究相比，我國平穩化

¹⁹ 本文亦嘗試以貨幣市場之初級市場 30 天期交易性商業本票利率、初級市場 30 天期融資性商業本票利率，以及次級市場 30 天期商業本票買進利率進行測試，實證結果並無重大差異，亦不會產生不同的結論。作者衷心感謝審稿委員提供的指導與建議。

²⁰ 為了檢驗「未重分類企業是否已在重分類規定放寬前出脫較多持股」的可能性，本研究在未編表的測試中，檢驗兩類企業持有之交易目的金融商品「變化量」，是否有顯著差異。實證結果發現重分類規定放寬前一季（2008 年 7 至 9 月），有重分類企業之交易目的金融商品佔總資產比例的變化量顯著下降較多（ p 值 < 0.01），前二季（2008 年 4 至 6 月）、前三季（2008 年 4 至 3 月）、前四季（2007 年 10 至 12 月）兩類企業之交易目的金融商品佔總資產比例的變化量則無顯著差異。對於「出脫較多持股之企業，不會有重分類問題」的疑慮，應預期「未重分類之企業，重分類規定放寬前出脫持股較多」。但本研究卻發現相反的證據，顯示「有重分類之企業在重分類規定放寬前出脫持股較多」。作者衷心感謝審稿委員提供的指導與建議。

²¹ 本研究亦嘗試以未進行 Winsorized 的數值進行測試，所有的測試結果其方向與顯著程度皆無不同。

盈餘管理的程度偏高；盈餘波動性(*STDEBX*)平減後之平均值為 0.04，但標準差高達 0.04，個別企業之差異相當大；盈餘相對於現金流量的波動性(*STDEBX_OCF*)平均值為 0.84，標準差高達 0.72，企業之間亦有相當高的變異程度。



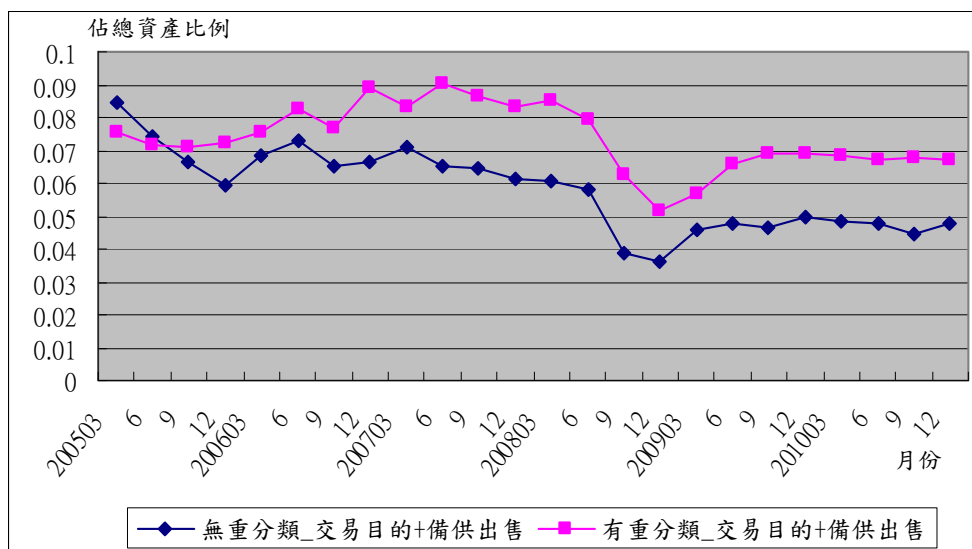


圖 3 公允價值評價金融資產平均趨勢

分別觀察未重分類之企業與有重分類之企業，可以發現在應計數變化與現金流量變化之相關係數(COR_CA_COCF)、盈餘波動性($STDEBX$)，以及盈餘相對於現金流量的波動性($STDEBX_OCF$)三種捕捉歷史盈餘平穩化之指標，有重分類之企業皆呈現較為平穩，但僅盈餘波動性($STDEBX$)之平均值與中位數差異達到顯著水準；而代表企業營運波動的現金流量波動性($STDOCF$)，未重分類企業之平均值與中位數亦顯著高於有重分類之企業。

表 4 為 Pearson 和 Spearman 相關係數矩陣。無論是 Pearson 或 Spearman 相關係數，三個盈餘平穩化衡量變數(COR_CA_COCF 、 $STDEBX$ 、 $STDEBX_OCF$)彼此呈現顯著的正相關。重分類行為(RC)與三個盈餘平穩化衡量變數之間，僅盈餘波動性($STDEBX$)在統計上達到顯著負向關聯。而盈餘波動性($STDEBX$)與營運波動性($STDOCF$)呈現顯著正相關，故在實證測試維持盈餘平穩化趨勢假說時，有必要加以控制。

在未編表的部份，樣本企業中有重分類者，將交易目的金融資產重分類為備供出售的平均金額為 2.7 億元（中位數 1.1 億元），重分類金額平均佔前期總資產的 3.4%（中位數 1.6%）。因為將金融資產重分類，使每股盈餘平均提高了 0.28 元（中位數 0.16 元）；盈餘則平均提高了 1 億元（中位數 2,015 萬元），盈餘影響數平均佔前期總資產的 0.9%（中位數 0.4%）。有進行重分類的 98 家企業有 5 個觀察值盈餘因此轉虧為盈。

表 3 變數敘述性統計

變數	全部樣本企業 (樣本觀察值=636)			未重分類之企業 (樣本觀察值=538)			有重分類之企業 (樣本觀察值=98)		
	平均值	標準差	中位數	平均值	標準差	中位數	平均值	標準差	中位數
<i>RC</i>	0.15	-	-	0.00	-	-	1.00	-	-
<i>COR_CA_COFCF</i>	-0.72	0.42	-0.91	-0.71	0.43	-0.91	-0.74	0.36	-0.90
<i>STDEBX</i>	0.04	0.04	0.03	0.05	0.04	0.03	0.03 ***	0.02	0.03 ***
<i>STDOCF</i>	0.06	0.04	0.05	0.06	0.04	0.05	0.05 **	0.04	0.04 **
<i>STDEBX_OCF</i>	0.84	0.72	0.68	0.85	0.74	0.68	0.77	0.57	0.68
<i>OCF</i>	0.08	0.10	0.07	0.09	0.10	0.08	0.07 *	0.09	0.06 **
<i>TRADL</i>	0.04	0.06	0.01	0.03	0.06	0.01	0.06 ***	0.07	0.03 ***
<i>LASSETL</i>	15.58	1.48	15.38	15.56	1.47	15.38	15.7	1.54	15.38
<i>LEVL</i>	0.42	0.17	0.43	0.42	0.17	0.43	0.41	0.18	0.41
<i>BONUSL</i>	0.35	0.30	0.32	0.36	0.30	0.33	0.34	0.30	0.29
<i>BHOLDASSL</i>	0.09	0.17	0.00	0.09	0.16	0.00	0.13	0.18	0.03 ***
<i>MHOLDL</i>	0.01	0.02	0.00	0.01	0.02	0.00	0.01	0.01	0.00
<i>FHOLDL</i>	0.09	0.13	0.03	0.09	0.13	0.03	0.09	0.13	0.03
<i>LOSS_IF</i>	0.34	-	-	0.30	-	-	0.59	-	-
<i>BIG4</i>	0.71	-	-	0.70	-	-	0.77	-	-
<i>PPNI</i>	0.79	-	-	0.78	-	-	0.83	-	-
<i>LL_LOSS</i>	0.08	-	-	0.08	-	-	0.05	-	-

註：

RC：虛擬變數。2008.10.17 公報修訂後至 2008 年底，有進行金融商品重分類之企業，定義為 1，其餘為 0。*COR_CA_COFCF*：2002-2006 年之應計數變化與營運活動現金流量變化相關係數，應計數定義為繼續營業部門稅前淨利減來自營運之現金流量。*STDEBX*：2002-2006 年之繼續營業部門純益標準差，以衡量期間之期末總資產標準化。*STDOCF*：2002-2006 年之來自營運之現金流量標準差，以衡量期間之期末總資產標準化。*STDEBX_OCF*：*STDEBX* 除以 *STDOCF*。*OCF*：2008 年來自營運之現金流量，佔 2008 年初總資產比例。*TRADL*：2008 年初之交易目的金融資產，佔 2008 年初總資產比例。*LEVL*：財務槓桿。定義為 2008 年初之總負債除以總資產。*LASSETL*：2008 年初之總資產取對數。*BONUSL*：2008 年初可取得之（2007 年）董監事與經理人薪酬中與績效相關的比例。（董監事盈餘分配之酬勞+經理人之現金與股票分紅）/（董事、監察人、經理人薪酬合計數）。*BHOLDASSL*：2008 年初之董監持股質押比例。*MHOLDL*：2008 年初之經理人持股比例。*FHOLDL*：2008 年初可取得之（2007 年）公告外資持股比例。*LOSS_IF*：虛擬變數。2008 年之盈餘，在排除重分類所造成之影響後，每股盈餘為負數者，設定為 1，其餘為 0。*BIG*：虛擬變數。2008 年財務報表由四大會計師事務所查核者，設定為 1，其餘為 0。*PPNI*：前兩期(2006-2007)盈餘連續為正，則虛擬變數設定為 1，其餘為 0。*LL_LOSS*：前兩期(2006-2007)盈餘連續為負，則虛擬變數設定為 1，其餘為 0。

* 表示未重分類與有重分類兩類子樣本差異 t-test（平均數）或 Wilcoxon two-sample test（中位數）達到 10% 顯著水準。

** 表示未重分類與有重分類兩類子樣本差異 t-test（平均數）或 Wilcoxon two-sample test（中位數）達到 5% 顯著水準。

*** 表示未重分類與有重分類兩類子樣本差異 t-test（平均數）或 Wilcoxon two-sample test（中位數）達到 1% 顯著水準。

表 4 Pearson 和 Spearman 相關係數矩陣

	RC	COR _CA _COCF	STD EBX	STD _OCF	LOSS _JF	OCF	STD OCF	TRA DL	LAS SET	LEVL	BO NUSL	BHO LDL ASSL	MHO LDL	FHO LDL	BIG4	PPNI	LL _LOSS
RC	1	0.00 (0.94)	-0.11 (0.01)	-0.02 (0.60)	0.22 (0.00)	-0.08 (0.04)	-0.12 (0.00)	0.26 (0.00)	0.02 (0.56)	-0.03 (0.52)	-0.01 (0.75)	0.12 (0.00)	-0.03 (0.53)	-0.04 (0.35)	0.05 (0.21)	0.04 (0.33)	-0.04 (0.29)
COR_CA_COCF	-0.03 (0.46)	1	0.43 (0.00)	0.68 (0.00)	0.16 (0.00)	-0.06 (0.15)	-0.23 (0.00)	-0.04 (0.33)	-0.03 (0.45)	-0.08 (0.05)	-0.09 (0.02)	0.02 (0.70)	-0.09 (0.03)	-0.04 (0.35)	0.04 (0.37)	-0.21 (0.00)	0.12 (0.00)
STD_EBX	-0.12 (0.00)	0.32 (0.00)	1	0.60 (0.00)	0.16 (0.00)	0.00 (0.97)	0.45 (0.00)	0.08 (0.04)	-0.22 (0.00)	-0.19 (0.00)	-0.08 (0.04)	-0.18 (0.00)	-0.02 (0.56)	0.00 (0.99)	0.03 (0.44)	-0.29 (0.00)	0.23 (0.00)
STD_EBX_OCF	-0.04 (0.32)	0.49 (0.00)	0.56 (0.00)	1	0.17 (0.00)	-0.05 (0.19)	-0.37 (0.00)	-0.02 (0.70)	-0.02 (0.60)	-0.11 (0.00)	-0.07 (0.08)	-0.02 (0.70)	-0.13 (0.00)	0.06 (0.17)	0.05 (0.20)	-0.25 (0.00)	0.18 (0.00)
LOSS_JF	0.22 (0.00)	0.14 (0.00)	0.18 (0.00)	0.16 (0.00)	1	-0.33 (0.00)	-0.02 (0.64)	0.08 (0.04)	-0.09 (0.02)	0.07 (0.10)	-0.42 (0.00)	0.05 (0.22)	-0.14 (0.00)	-0.20 (0.00)	0.01 (0.85)	-0.42 (0.00)	0.29 (0.00)
OCF	-0.07 (0.09)	-0.09 (0.02)	-0.09 (0.03)	-0.09 (0.03)	-0.33 (0.00)	1	0.04 (0.29)	0.12 (0.00)	-0.01 (0.74)	-0.19 (0.00)	0.34 (0.00)	-0.05 (0.24)	0.16 (0.00)	0.11 (0.01)	0.11 (0.01)	0.27 (0.00)	-0.18 (0.00)
STD_OCF	-0.09 (0.02)	-0.15 (0.00)	0.50 (0.00)	-0.23 (0.00)	0.05 (0.24)	-0.04 (0.34)	1	0.10 (0.01)	-0.23 (0.00)	-0.08 (0.04)	-0.03 (0.51)	-0.18 (0.00)	0.10 (0.01)	-0.09 (0.03)	-0.05 (0.22)	-0.09 (0.02)	0.09 (0.02)
TRADL	0.16 (0.00)	-0.03 (0.41)	0.04 (0.27)	0.01 (0.86)	0.03 (0.43)	0.25 (0.00)	0.08 (0.05)	1 (0.00)	-0.24 (0.00)	-0.40 (0.00)	0.05 (0.21)	-0.11 (0.01)	-0.04 (0.29)	-0.04 (0.30)	0.00 (0.94)	0.00 (0.95)	0.00 (0.93)
LASSETL	0.03 (0.42)	0.00 (0.95)	-0.24 (0.00)	-0.05 (0.22)	-0.07 (0.07)	0.00 (0.93)	-0.25 (0.00)	-0.23 (0.00)	1 (0.00)	0.37 (0.00)	0.29 (0.00)	0.30 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.56 (0.00)	0.15 (0.00)	0.15 (0.00)	-0.17 (0.00)
LEVL	-0.03 (0.52)	-0.05 (0.18)	-0.13 (0.00)	-0.07 (0.08)	0.06 (0.11)	-0.19 (0.00)	-0.10 (0.02)	-0.37 (0.00)	0.35 (0.00)	1 (0.00)	-0.11 (0.01)	0.19 (0.00)	0.01 (0.71)	0.03 (0.44)	0.06 (0.12)	-0.15 (0.00)	0.09 (0.02)
BONUSL	-0.02 (0.67)	-0.12 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.12 (0.00)	-0.39 (0.00)	0.32 (0.00)	-0.08 (0.05)	0.05 (0.17)	0.29 (0.00)	-0.10 (0.01)	1 (0.00)	-0.02 (0.59)	0.13 (0.00)	0.34 (0.00)	0.17 (0.00)	0.59 (0.00)	-0.38 (0.00)
BHOLDASSL	0.09 (0.02)	0.01 (0.74)	-0.13 (0.00)	-0.02 (0.60)	0.06 (0.16)	-0.05 (0.19)	-0.14 (0.00)	-0.08 (0.05)	0.23 (0.00)	0.19 (0.00)	-0.06 (0.13)	1 (0.00)	-0.03 (0.46)	0.11 (0.00)	-0.01 (0.72)	0.06 (0.16)	-0.05 (0.20)
MHOLDL	-0.04 (0.32)	-0.05 (0.23)	-0.08 (0.05)	-0.12 (0.00)	-0.07 (0.10)	0.05 (0.17)	0.03 (0.50)	0.01 (0.89)	-0.17 (0.00)	0.01 (0.76)	0.01 (0.84)	0.03 (0.47)	1 (0.00)	-0.10 (0.01)	0.05 (0.18)	0.10 (0.02)	-0.10 (0.01)
FHOLDL	-0.02 (0.60)	-0.02 (0.64)	-0.07 (0.08)	-0.01 (0.83)	-0.20 (0.00)	0.13 (0.00)	-0.10 (0.01)	-0.08 (0.04)	0.52 (0.00)	0.02 (0.58)	0.32 (0.00)	0.03 (0.38)	-0.12 (0.00)	1 (0.00)	0.16 (0.00)	0.18 (0.00)	-0.14 (0.00)
BIG4	0.05 (0.21)	0.03 (0.46)	0.01 (0.71)	0.02 (0.57)	0.01 (0.85)	0.10 (0.01)	-0.04 (0.32)	0.03 (0.52)	0.16 (0.00)	0.06 (0.13)	0.18 (0.00)	0.01 (0.85)	0.03 (0.47)	0.15 (0.00)	1 (0.00)	0.05 (0.17)	-0.06 (0.11)
PPNI	0.04 (0.33)	-0.14 (0.00)	-0.35 (0.00)	-0.24 (0.00)	-0.42 (0.00)	0.26 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.00 (0.93)	0.12 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.53 (0.00)	0.04 (0.36)	0.04 (0.30)	0.16 (0.00)	0.05 (0.17)	1 (0.00)	-0.56 (0.00)
LL_LOSS	-0.04 (0.29)	0.08 (0.06)	0.26 (0.00)	0.16 (0.00)	0.29 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.12 (0.00)	0.03 (0.51)	-0.16 (0.00)	0.10 (0.02)	-0.34 (0.00)	-0.03 (0.39)	-0.10 (0.02)	-0.14 (0.00)	-0.06 (0.11)	-0.56 (0.00)	1 (0.00)

註：

變數定義請見表 3。
 矩陣左下半邊為 Pearson 相關係數，右上半邊為 Spearman 相關係數。
 斜體字並括弧者為相關係數之 p 值。

二、主要實證結果

1. 維持盈餘平穩化趨勢與重分類決策

測試維持平穩化盈餘趨勢假說之主要實證結果如表 5 所示。模型一為以應計數變化與營運活動現金流量變化相關係數(*COR_CA_COCHF*)作為盈餘平穩化的衡量指標，模型二以標準化後的繼續營業部門純益標準差(*STDEBX*)作為衡量指標，模型三則以繼續營業部門純益標準差相對於來自營運之現金流量標準差(*STDEBX_OCF*)作為衡量指標。三種盈餘平穩化的衡量方式，實證結果皆顯著支持歷史盈餘較平穩化的企業，較傾向於選擇重分類。其中模型一在控制營運活動現金流量波動性(*STDOCF*)後，主要測試變數仍然顯著，模型二以盈餘波動性(*STDEBX*)做為主要測試變數時，控制變數的現金流量波動性並不顯著，兩者都顯示盈餘平穩化與重分類決策之關聯，並非來自於營運的平穩程度。模型三則直接以盈餘相對於現金流量的波動性，作為主要測試變數，排除營運波動的影響。²²

在其他控制變數的部分，當期重分類前盈餘為負數者(*LOSS_IF*)，較傾向於重分類，與張嘉文與陳明進(2009)的發現相同；當期來自營運的現金流量(*OCF*)多者，在模型中顯示重分類行為較少，但不顯著。兩者皆反映企業營運狀況較差者，較會利用金融商品重分類的方式，使盈餘提高，與 Kholmy and Ernstberger (2010)、Fiechter (2011)、Paananen et al. (2012)以金融業為樣本的發現相符。值得注意的是，即使在控制當期營運狀況之後，歷史會計資訊所建構的主要測試變數，仍顯著支持維持平穩化盈餘趨勢假說，可見企業之重分類決策並非單純是盈餘向上操弄的手段。

持有交易目的金融資產部位(*TRADL*)較多者，受到金融風暴的影響較大，透過重分類進行盈餘管理的效果也較大，故預期較傾向於重分類；實證結果亦顯著支持。企業規模(*LASSETL*)對重分類與否則無顯著影響，與 Kholmy and Ernstberger (2010)、Fiechter (2011)在金融業發現規模較大之企業較傾向於重分類的結果不同。以財務槓桿(*LEVL*)作為代理變數的債務契約假說、以及利用董監事與經理人薪酬中與績效相關的比例(*BONUSL*)作為代理變數的獎酬契約假說，在本研究之實證上都無法得到支持。持有部位、企業規模、財務槓桿與董監事與經理人薪酬中與績效相關的比例這幾項控制變數，其實證結果皆與張嘉文與陳明進(2009)有相同的發現。

²² 本文主要以現金流量標準差，作為控制企業本身營運波動性的代理變數。但若將其視為盈餘平穩化的指標，則亦可將其解釋為探討重分類決策與歷史盈餘平穩化之間的關連性時，必須控制其他企業可能同時進行且與會計裁量決策無關之盈餘管理行為(例如實質盈餘管理)所造成的影響。由於「現金流量標準差」與「盈餘標準差」呈現顯著正相關(Pearson 相關係數 0.50)，在未編表的部份，本研究亦嘗試將模型二的控制變數刪除「現金流量標準差」，實證結果發現主要測試變數「盈餘標準差」依然顯著。作者衷心感謝審稿委員提供的指導與建議。

表 5 盈餘平穩化與重分類決策之關聯

	預期方向	模型一		模型二		模型三	
		係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
Intercept		-3.53	0.03 **	-2.06	0.20	-3.95	0.01 ***
主要測試變數							
<i>COR_CA_COFCF</i>	—	-0.60	0.06 *				
<i>STDEBX</i>	—			-17.00	0.00 ***		
<i>STDEBX_OCF</i>	—					-0.35	0.08 *
控制變數							
<i>LOSS_IF</i>	+	1.33	0.00 ***	1.44	0.00 ***	1.33	0.00 ***
<i>OCF</i>	+ / -	-2.23	0.11	-2.22	0.12	-1.83	0.17
<i>STDOCF</i>	—	-8.35	0.01 ***	-1.38	0.70		
<i>TRADL</i>	+	6.82	0.00 ***	6.65	0.00 ***	6.63	0.00 ***
<i>LASSETL</i>	+ / -	0.05	0.62	0.00	0.99	0.09	0.37
<i>LEVL</i>	+	-0.43	0.61	-0.52	0.54	-0.43	0.60
<i>BONUSL</i>	+	0.58	0.22	0.57	0.23	0.59	0.20
<i>BHOLDASSL</i>	+	1.22	0.06 *	1.08	0.10 *	1.32	0.04 **
<i>MHOLDL</i>	+ / -	-5.32	0.50	-7.21	0.36	-6.40	0.41
<i>FHOLDL</i>	—	0.02	0.99	0.44	0.70	-0.05	0.97
<i>BIG4</i>	—	0.27	0.33	0.29	0.30	0.25	0.37
Max-rescaled R^2		0.17		0.19		0.16	
LR X^2		65.67	***	74.74	***	59.62	***
觀察值		636		636		636	

註：

被解釋變數：*RC*。虛擬變數。2008.10.17 公報修訂後至 2008 年底，有進行金融商品重分類之企業，定義為 1，其餘為 0。

其餘變數定義請見表 3。

* 表示達到 10% 顯著水準。

** 表示達到 5% 顯著水準。

*** 表示達到 1% 顯著水準。

公司治理相關變數部份，僅董監持股質押(*BHOLDASSL*)對重分類有顯著的正向影響，與簡宏志(2009)的發現相符；其餘包含經理人持股(*MHOLDL*)，外資持股(*FHOLDL*)，與四大事務所查核(*BIG4*)，其影響皆不顯著。簡宏志(2009)發現由四大事務所查核者，其重分類行為顯著較少，但由於本研究樣本排除未持有交易目的金融資產之企業，且模型設定與簡宏志(2009)亦不相同，故有不同的發現，並無證據顯示由四大事務所查核者與重分類行為存在關聯。²³

2. 重分類行為之市場反應

表 6 為重分類影響數與股票報酬關聯之測試。重分類影響數(*NI_EF*)在 2008 年時，其係數顯著為負（係數值 -4.74，*p* 值 0.00）；在 2009 年時，重分類影響數(*LNI_EF*)其係數顯著為正（係數值 11.03，*p* 值為 0.05）。由實證結果可以推論，投資人並未僵固於盈餘數字，在評估企業價值時仍會將未實現持有損益納

²³ 由表三的敘述統計顯示，本研究樣本企業由四大事務所查核之比例高達 71%。

入考量，不會受是否重分類而影響。因此在評價時，2008 年會將未實現持有損失由報導盈餘中扣除，在 2009 年時會將未實現利得（或未實現損失之迴轉）由報導盈餘中加回。在表 6 之實證結果中較特別的是，2009 年股價與盈餘呈現顯著正向關係，符合一般預期；然 2008 年金融危機時，股價與盈餘變化量呈現顯著正向的關係，但股價與盈餘卻呈現負向關係。為了確保實證結果之可靠性，避免有模型設定錯誤的問題發生，本研究在額外測試時，將使用不同模型對此假說再加以測試。²⁴

表 6 重分類影響數與股票報酬之關聯

	2008 年				2009 年			
	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
Intercept	-285948.91	0.00 ***	-218607.91	0.00 ***	507485.40	0.00 ***	438266.52	0.00 ***
測試變數：								
EBX	-0.32	0.39	-0.66	0.08 *	1.43	0.07 *	1.55	0.05 **
CEBX	1.66	0.00 ***	1.42	0.00 ***	-0.28	0.63	-0.71	0.24
NI_EF			-4.74	0.00 ***				
LNI_EF							11.03	0.05 **
Adjusted R ²	0.49		0.54		0.34		0.38	
觀察值	96		96		57		57	

註：

被解釋變數

R：股票報酬率，取當年度 4 月初至隔年 3 月底的股票報酬。

解釋變數

Intercept：截距項，常數 1 以年初市值平減。

EBX：繼續營業部門純益，以年初市值平減。

CEBX：繼續營業部門純益以年初市值平減，相較於前一年的變化量。

NI_EF：當年度（2008 年）重分類影響數（以重分類後之淨利金額減除未重分類前應有之淨利金額），以年初市值平減。

LNI_EF：前一年度（2008 年）重分類影響數，以年初市值平減。

* 表示達到 10% 顯著水準。

** 表示達到 5% 顯著水準。

*** 表示達到 1% 顯著水準。

表 7 為按照重分類與否將樣本分成兩組，測試其股價累積超額報酬是否存在顯著差異。若投資人僵固於報導盈餘，重分類企業在重分類當年度因為盈餘數字提高，將可享有較高的超額報酬；但次年度則會因為出售時損益認列較少，或無法認列未實現利得，而獲得較低之超額報酬。實證結果發現，兩類企業在重分類前，本身超額報酬特性並無顯著的差異；在重分類後至年度財務報

²⁴ 本研究係以繼續營業部門損益作為盈餘的定義，並發現投資人並未固著於此盈餘數字。然而，若投資人重視的企業盈餘數字並非繼續營業部門淨利，而是營業活動淨利，則由於交易目的金融資產的未實現損益非屬一般產業之營業活動，故 2008 年亦可能與本研究有相同的發現。但若是如此，由於 2009 年有重分類之企業帳載盈餘本身不含此項金融商品未實現損益，故亦不應發現呈現正向顯著關聯。故應可排除投資人僅重視營業活動淨利，不重視金融商品未實現損益的疑慮。

表公布前(2008年10月到2009年12月,或到2009年3月),重分類企業相對於未重分類企業,所獲得之超額報酬並無顯著較高;²⁵在重分類的次一年度報表公佈後(2009年4月到2009年6月,或到2009年9月),重分類企業相對於未重分類企業,其所獲得之超額報酬亦無顯著之不同。實證結果支持市場正確地反應金融商品評價損益之資訊,不論其認列於損益表或其他綜合淨利,並未因重分類而有錯誤評價。實證結果與葉疏與王瑄(2010)以及 Landsman et al. (2011)發現投資人能適當評價其他綜合淨利項目相符。

相較於李淑華與陳菀姍(2011)發現重分類後之盈餘對股價解釋能力較高,其檢驗模型顯示重分類影響數的特質與一般盈餘不同,具有暫時性盈餘的特性;本研究模型則直接探討市場對此重分類行為是否具有效率,測試其影響數與股票報酬的關聯,以及是否可能透過此資訊進行套利。本研究發現其影響數與股票報酬的關聯符合效率市場的預期,且以此資訊所建立的投資組合亦無法賺取超額報酬,市場對此資訊呈現效率反應。

陸、額外測試

一、盈餘趨勢對重分類決策之影響

Burgstahler and Dichev (1997)、Barth, Elliott and Finn (1999)、Beatty et al. (2002)、Lev et al. (2008)等研究,皆發現經理人會試圖避免企業帳上盈餘呈現損失,或避免盈餘較上期為低,並希望能建立穩定的盈餘成長趨勢。若前幾期的盈餘皆為正數,則試圖維持正的盈餘紀錄,亦是維持平穩化盈餘趨勢的一種呈現。但若歷史盈餘持續虧損,則企業向上盈餘管理的動機有可能增加,亦有可能減少;經理人為了避免受到撤換,或受到資本市場的壓力,可能在連續虧損之後,試圖進行向上的盈餘管理;但經理人亦有可能因為過去已經連續虧損,盈餘目標較低,保持平穩的盈餘即可,不再有強烈動機進行向上盈餘管理。當盈餘表現不佳時,極端者甚至可能出現洗大澡的行為(Fiechter 2011),增加未來帳面呈現獲利的機會。

表8的模型一測試前兩期盈餘為正,對重分類行為的影響,實證結果發現虛擬變數(*PPNI*)係數顯著為正(係數值1.02, *p*值為0.01),顯示過去兩期盈餘為正者,經理人有透過重分類使盈餘保持較高水準的傾向,該結果間接支持維持平穩化盈餘趨勢假說。模型二為測試前兩期盈餘為負的影響,實證結果則發現虛擬變數(*LL_LOSS*)係數顯著為負(係數值-1.08, *p*值為0.05),表示過去兩期盈餘皆為負數時,經理人較不會有選擇重分類的動機;該結果與維持盈餘平穩化假說的推論亦相符合。

²⁵ 在年報公佈之前,許多企業即以各種管道公開宣布是否進行重分類及其估計對盈餘之影響。

表 7 重分類與否與超額報酬

	未重分類之子樣本				有重分類之子樣本				t 檢定 p 值
	觀察值	平均數 (%)	標準差 (%)	觀察值	平均數 (%)	標準差 (%)	觀察值	標準差 (%)	
重分類前									
2008.01 至 09 超額報酬	432	5.72	29.41	72	7.60	28.07	28.07	0.61	
2008.04 至 09 超額報酬	436	-0.75	26.39	72	-3.59	19.87	19.87	0.29	
2008.07 至 09 超額報酬	442	1.80	19.61	74	-0.63	15.58	15.58	0.24	
重分類後(季)									
2008.10 至 12 超額報酬	452	8.53	23.66	76	9.75	25.02	25.02	0.68	
2009.01 至 03 超額報酬	461	6.27	21.06	77	2.07	16.09	16.09	0.05	**
2009.04 至 06 超額報酬	474	-3.81	27.44	78	-1.37	23.07	23.07	0.40	
2009.07 至 09 超額報酬	479	8.35	27.14	81	7.14	24.20	24.20	0.71	
重分類後(半年)									
2008.10 至 2009.03 超額報酬	452	13.80	27.23	76	10.92	24.20	24.20	0.39	
2009.04 至 2009.09 超額報酬	474	3.41	36.26	78	4.70	28.96	28.96	0.73	
重分類後(年)									
2008.10 至 2009.09 超額報酬	452	15.96	44.74	76	16.03	41.15	41.15	0.99	
2009.10 至 2010.09 超額報酬	482	22.17	46.99	81	18.88	33.12	33.12	0.44	
重分類後(兩年)									
2008.10 至 2010.09 超額報酬	452	38.07	78.64	76	30.25	54.63	54.63	0.28	

註：** 表示達到 5%顯著水準。

表 8 額外測試--盈餘趨勢對重分類決策之影響

預期方向	模型一		模型二	
	係數	p 值	係數	p 值
Intercept	-4.28	0.01 ***	-2.90	0.06 *
主要測試變數：				
PPNI	+	1.02	0.01 ***	
LL_LOSS	-		-1.08	0.05 **
控制變數：				
LOSS_IF	+	1.43	0.00 ***	1.34
OCF	+/-	-2.33	0.10 *	-2.09
STDOCF	-	-6.29	0.05 **	-6.83
TRADL	+	7.73	0.00 ***	7.40
LASSETL	+/-	0.07	0.55	0.03
LEVL	-	0.06	0.95	-0.06
BONUSL	+	-0.02	0.97	0.41
BHOLDASSL	+	1.02	0.12	1.15
MHOLDL	+/-	-4.12	0.59	-5.94
FHOLDL	-	0.17	0.88	0.14
BIG4	-	0.27	0.34	0.23
Max-rescaled R ²		0.18		0.17
LR X ²		69.76 ***		66.22 ***
觀察值		636		636

註：

被解釋變數：RC。虛擬變數。2008.10.17 公報修訂後至 2008 年底，有進行金融商品重分類之企業，定義為 1，其餘為 0。

其餘變數定義請見表 3。

* 表示達到 10% 顯著水準。

** 表示達到 5% 顯著水準。

*** 表示達到 1% 顯著水準。

二、盈餘平穩化衡量期間

本研究之盈餘平穩化測試變數的衡量，為了排除 2007 年金融危機前夕，從美國開始的次級房貸風暴影響，故採用 2002 年至 2006 年衡量。本研究亦嘗試將 2007 年納入衡量變數，以 2002 年至 2007 年較長的時間衡量盈餘平穩化變數。測試結果發現，表 5 盈餘平穩化與重分類決策的關聯與表 8 盈餘趨勢對重分類決策的影響，除了表 5 的模型三係數不顯著以外，其餘皆不受影響。

三、股票報酬與盈餘關聯之模型

在表 6 Easton and Harris (1991) 的模型中，2008 年金融危機時，股價與盈餘呈現負向關係。為了排除係模型設定造成之錯誤，本研究亦以單純的股票報酬與盈餘關聯模型對重分類影響數與企業價值間之關連性進行測試：

2008 年模型

$$R_{i,t} = \omega_0 \text{Intercept}_{i,t} + \omega_1 \text{EBX}_{i,t} + \omega_2 \text{NI}_{-} \text{EF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

2009 年模型

$$R_{i,t} = \varphi_0 \text{Intercept}_{i,t} + \varphi_1 \text{EBX}_{i,t} + \varphi_2 \text{LNI_EF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

變數定義與前文的(2)式和(3)式相同，僅是拿掉盈餘變化的變數(CEBX)。實證結果如表 9 所示。盈餘與股票報酬的關聯，在 2008 與 2009 皆為正向，符合一般的預期。2008 年重分類影響數的部分，測試結果與使用 Easton and Harris (1991)模型相同，在 2008 年股價下跌時，其係數顯著為負(係數值為-6.15, p 值為 0.00); 2009 年股價上漲時，其係數顯著為正(係數值為 8.78, p 值為 0.09)。顯示投資人並不會僵固於報導盈餘，評價時不會受到重分類與否之影響。

表 9 額外測試--重分類影響數與股票報酬之關聯

	2008 年				2009 年			
	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
Intercept	-315612.72	0.00	-222625.57	0.00	486778.59	0.00	406179.99	0.00
測試變數：								
EBX	0.88	0.01 **	0.21	0.53 *	1.12	0.01 **	0.82	0.08 *
NI_EF			-6.15	0.00 ***				
LNI_EF							8.78	0.09 *
Adj R^2	0.36		0.45		0.35		0.37	
觀察值	96		96		57		57	

註：

被解釋變數

 R ：股票報酬率，取當年度 4 月初至隔年 3 月底的股票報酬。

解釋變數

Intercept：截距項，常數 1 以年初市值平減。

EBX：繼續營業部門純益，以年初市值平減。

NI_EF：當年度(2008 年)重分類影響數(以重分類後之淨利金額減除未重分類前應有之淨利金額)，以年初市值平減。

LNI_EF：前一年度(2008 年)重分類影響數，以年初市值平減。

* 表示達到 10% 顯著水準。

** 表示達到 5% 顯著水準。

*** 表示達到 1% 顯著水準。

四、重分類影響數與超額報酬

表 10 測試以重分類影響數高低將樣本分組，檢驗買入重分類影響數佔總資產比例高之企業，相較於買入該比例低的企業，是否可以獲得異常之報酬。重分類影響數佔總資產比例較高之企業，其報導盈餘被提高較多，若投資人評價時固著於盈餘數字，則會在重分類當年度給予此類企業較高之報酬；給予該比例低的企業較低之報酬。故若買進重分類比例較高企業之股票，相較於該比例較低企業之股票，應可獲得正的異常之超額報酬。同樣的，在重分類次年度，因為重分類比例高之企業可認列入損益表的未實現損失迴轉金額較少，故買入重分類比例低的企業股票，相較於該比例高的企業股票，應可獲得正的異常報酬。

表 10 額外測試--重分類影響數與超額報酬

	(2008.09 重分類影響數)/(2008.06 總資產)						t 檢定 P 值
	小於中位數之子樣本			大於中位數之子樣本			
	觀察值	平均數 (%)	標準差 (%)	觀察值	平均數 (%)	標準差 (%)	
重分類前							
2008.01 至 09 超額報酬	36	6.20	25.38	36	8.99	30.82	0.68
2008.04 至 09 超額報酬	36	-0.77	20.18	36	-6.42	19.42	0.23
2008.07 至 09 超額報酬	37	1.07	16.28	37	-2.34	14.86	0.35
重分類後(季)							
2008.10 至 12 超額報酬	38	10.02	28.40	38	9.48	21.48	0.93
2009.01 至 03 超額報酬	38	3.58	16.95	39	0.60	15.29	0.42
2009.04 至 06 超額報酬	39	-1.16	26.01	39	-1.58	20.05	0.94
2009.07 至 09 超額報酬	40	3.01	17.48	41	11.18	28.98	0.58
重分類後(半年)							
2008.10 至 2009.03 超額報酬	38	12.46	26.73	38	9.38	21.63	0.58
2009.04 至 2009.09 超額報酬	39	-0.28	23.04	39	9.69	33.43	0.13
重分類後(年)							
2008.10 至 2009.09 超額報酬	38	10.83	29.96	38	21.23	49.78	0.27
2009.10 至 2010.09 超額報酬	40	15.82	33.61	41	21.86	32.77	0.41
重分類後(兩年)							
2008.10 至 2010.09 超額報酬	38	19.98	40.12	38	40.52	64.99	0.10

因為多數企業在 2008 年第三季即開始選擇重分類，故使用 2008 年 9 月第三季季報的重分類影響數，佔 2008 年 6 月總資產的比例，按中位數將樣本分為兩組。測試結果發現，無論在重分類前，或者是重分類後至當年度盈餘宣告前（2008 年 10 月至 2009 年 3 月）、以及次一年度報表公佈後（2009 年 4 月到 2009 年 6 月，或到 2009 年 9 月），比例高與低兩組之報酬皆無顯著差異。該研究結果顯示投資人有將股票未實現持有損益納入評價考量，並不因為重分類與否而有差異，投資人在評價時對此資訊呈現效率反應，與本研究之主要測試結果相符。

柒、結論與建議

本研究之主要目的，在於探討企業金融商品重分類決策是否與企業平穩化盈餘管理之偏好有關，並測試投資人是否僵固於報導盈餘，或是能夠正確地將未實現持有損益納入評價考量。本研究之實證結果顯示，過去習慣於維持盈餘平穩化趨勢的企業，較會選擇將交易目的金融商品重分類至備供出售；但資本市場之投資人並不會僵固於報導之盈餘數字，仍會將未實現持有損益納入評價考量。

本文以當期重分類前盈餘、營運活動現金流量控制當期的營運表現、以交易目的金融商品持有部位與企業總資產控制規模因素、以財務槓桿和董監事與經理人薪酬中與績效相關的比例控制債務契約與獎酬契約因素、以董監持股質押、經理人持股比例、外資持股比例與是否由四大事務所查核控制內外部公司治理要素。在控制上述可能影響重分類的變數後，發現應計數變動與現金流量變動之相關係數越低（越接近-1），代表盈餘平穩化行為較多，其重分類行為顯著較多；過去盈餘的標準差較低，盈餘較為平穩者，其重分類行為亦顯著較多；以過去盈餘的標準差除以現金流量標準差愈低者，盈餘平穩化程度愈高，其重分類行為亦顯著較多。三種衡量方式之實證結果皆支持維持盈餘平穩化趨勢假說。²⁶

本研究再進一步探討投資人對於企業價值之評價，是否會受到重分類決策之影響。本研究以股票報酬與盈餘的關聯模型加以檢驗，發現投資人並未僵固於報導的盈餘數字，會正確地將金融資產評價損益納入評價考量，不會受到是否重分類之影響。本研究亦透過建立投資組合之方式，檢驗是否可由購買重分類企業股票獲得異常報酬；實證結果顯示無法由該投資策略獲得異常報酬，與前述結論一致。

本文實證結果發現，準則制定者放寬重分類的規定，雖然影響企業報導的盈餘，但並未對市場評價產生影響。按照目前國際會計準則新修訂的 IFRS 9: Financial Instruments，企業必須在金融商品取得時，決定其分類。若按照其業

²⁶ 本研究雖然已參照過去文獻，納入可能影響重分類之因素作為控制變數，但仍不排除存在遺漏變數的可能性。

務模式評估，一般權益證券投資原則上皆須以公允價值評價，且相關評價與處份損益皆須進入損益表。本研究之實證結果為國際會計準則委員會此項規定提供了支持性的佐證，顯示投資人都已經認同並瞭解權益證券未實現持有損益將造成企業價值的變動。即使企業投機性的將金融資產重分類以規避將損失認列於損益表中，亦無法欺瞞投資人，因此企業經理人不應該再透過重分類進行盈餘管理。實施國際會計準則後，在金融商品會計處理的簡化，預期將有助於提升財務報表資訊之透明度，同時提高不同企業報表之間的可比較性。

參考文獻

- 李淑華與陳菀姍，2011，金融資產重分類之股價影響及財報編製遵循狀況之研究，台大管理論叢，第 21 卷第 2 期（6 月）：219-264。(Lee, S., and W. Chen. 2011. Market pricing and the disclosure compliance of the reclassification rules for financial instruments. *NTU Management Review* 21 (June): 219-264.)
- 張嘉文與陳明進，2009，我國上市櫃公司採行財務會計準則 34 號公報第二次修訂規定之誘因，2009 會計理論與實務研討會，國立成功大學會計學系與中華會計教育學會。(Chang, C., and M. Chen. 2009. The incentives of listed companies to adopt the second revisions on Financial Accounting Standard No.34. Paper presented at the 2009 Accounting Theory and Practice Conference, Taiwan.)
- 經濟日報，2008a.10.24，新 34 號公報，難救金融股(D1 版)。(Lu, S. 2008a, October 24. The new standard of No.34 - It's hard to save the stocks of financial industry. *Economic Daily News* (D1).)
- 經濟日報，2008b.12.22，淨值破 10 可維持信用交易(D1 版)。(Xiao, Z., and S. Li. 2008b, December 22. Credit transactions could be done when book value below 10. *Economic Daily News* (D1).)
- 葉疏與王瑄，2010，股價是否充分反映其他綜合淨利項目及股權交易之評價內涵？2010 會計理論與實務研討會，淡江大學會計學系與中華會計教育學會。(Yeh, S., and H. Wang. 2010. Do stock price fully reflect the implication of other comprehensive income items and stock transactions? Paper presented at the 2010 Accounting Theory and Practice Conference, Taiwan.)
- 簡宏志，2009，財務會計準則公報第 34 號第二次修訂金融資產重分類對市場反應與公司特性之研究，國立政治大學會計學研究所碩士論文。(Jian, H. 2009. The firm characteristics and market reaction of financial assets reclassification due to the second revisions on Statement of Financial Accounting Standard No.34. Master dissertation, National Chengchi University)
- Barth, M. E., J. A. Elliott, and M. W. Finn. 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37 (Autumn): 387-413.

- Beatty, A. L., B. Ke, and K. R. Petroni. 2002. Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review* 77 (July): 547-570.
- Biddle, G., and J. Choi. 2006. Is comprehensive income useful? *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 2 (June): 1-32.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (September): 99-126.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes Oxley periods. *The Accounting Review* 83 (May): 757-787.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (April): 193-225.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17: 145-176.
- Dey, A. 2004. Income smoothing and sophisticated investor preferences. Working paper, University of Minnesota.
- Dhaliwal, D. S. 1980. The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods. *The Accounting Review* 55 (January): 78-84.
- Easton, P. D., and T. S. Harris. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29 (Spring): 19-36.
- Eckel, N. 1981. The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus* 17 (June): 28-40.
- Fiechter, P. 2011. Reclassification of financial assets under IAS 39: Impact on European banks' financial statements. *Accounting in Europe* 8 (1): 49-67.
- Financial Stability Forum (FSF). 2008. Report of the financial stability forum on enhancing market and institutional resilience.
- Gaver, J. J., K. M. Gaver, and J. R. Austin. 1995. Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics* 19 (February): 3-28.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40: 3-73.
- Hand, J. R. M. 1989. Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? *The Accounting Review* 64 (October): 587-623.
- Hand, J. R. M. 1990. A test of the extended functional fixation hypothesis. *The Accounting Review* 65 (October): 740-763.

- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 85-107.
- Hirst, D. E., and P. E. Hopkins. 1998. Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. *Journal of Accounting Research* 36 (Supplement): 47-75.
- Holthausen, R. W., and R. W. Leftwich. 1983. The economic consequences of accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 5 (January): 77-117.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). 2008. Technical committee report on the sub-prime crisis (May). Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf>
- Jayaraman, S. 2008. Earnings volatility, cash flow volatility, and informed trading. *Journal of Accounting Research* 46 (September): 809-851.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economic* 3 (October): 305-360.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn): 193-228.
- Jordan, C. E., S. J. Clark, and W. R. Smith. 1997. Earnings management under SFAS No. 115: Evidence from the insurance industry. *Journal of Applied Business Research* 14 (Winter): 49-56.
- Kanagaretnam, K., G. J. Lobo, and R. Mathieu. 2004. Earnings management to reduce earnings variability: Evidence from bank loan loss provisions. *Review of Accounting and Finance* 3: 128-148.
- Kholmy, K., and J. Ernstberger. 2010. Reclassification of financial instruments in the financial crisis- Empirical evidence from the European banking Sector. Working paper, Ruhr-University of Bochum.
- Lambert, R. A. 1984. Income smoothing as rational equilibrium behavior. *The Accounting Review* 59 (October): 604-618.
- Land, J., and M. H. Lang. 2002. Empirical evidence on the evolution of international earnings. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 115-133.
- Landsman, W. R., B. L. Miller, K. Peasnell, and S. Yeh. 2011. Do investors understand really dirty surplus? *The Accounting Review* 86 (January): 237-258.
- Lee, Y., K. R. Petroni, and M. Shen. 2006. Cherry picking, disclosure quality, and comprehensive income reporting choices: The case of property-liability insurers. *Contemporary Accounting Research* 23 (Fall): 655-692.

- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Lev, B., S. G. Ryan, and M. Wu. 2008. Rewriting earnings history. *Review of Accounting Studies* 13: 419-451.
- Lifschutz, S. 2002. The effect of SFAS 115 on earnings management in the banking industry. *Journal of Applied Business Research* 18 (4): 1-12.
- Liu, C., Y. Chang, and S. G. Ryan. 2011. Why banks elected SFAS No. 159's fair value option: Opportunism versus compliance with the standard's intent. Working paper, National Taiwan University and New York University.
- Maines, L., and L. S. McDaniel. 2000. Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format. *The Accounting Review* 75 (April): 179-207.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Myers, J. N., L. A. Myers, and D. J. Skinner. 2007. Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22 (March): 249-284.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring): 661-687.
- Ohlson, J., and J. K. Aier. 2009. On the analysis of firms' cash flows. *Contemporary Accounting Research* 26 (Winter): 1091-1114.
- Paananen, M., A. Renders, and K. M. Shima. 2012. The amendment of IAS 39: Determinants of reclassification behavior and capital market consequences. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 27 (April): 208-235.
- Quagli, A., and M. Ricciardi. 2010. The IAS 39 October 2008 amendment as another opportunity of earnings management: An analysis of the European banking industry. Working paper, University of Genoa and University of Pisa.
- Ronen, J., and S. Sadan. 1981. *Smoothing Income Numbers: Objectives, Means, and Implications*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42: 335-370.
- Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (July): 289-315.

- Song, C. J. 2008. An evaluation of FAS 159 fair value option: Evidence from the banking industry. Working paper, Virginia Polytechnic Institute and State University.
- Tucker, X. J., and P. Zarowin. 2006. Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review* 81 (January): 251-270.
- United States Securities and Exchange Commission. 2005. Report and recommendations pursuant to Section 401(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on arrangements with off-balance sheet implications, special purpose entities, and transparency of filings by issuers.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53 (January): 112-134.