

中國大陸下市緩衝機制與盈餘管理

官 月 紱

(銘傳大學會計學系副教授)

摘要

本文探討中國大陸下市緩衝機制對於虧損公司盈餘管理之影響。下市緩衝機制係針對一年、二年、三年虧損公司次年分別實施特別處理、特別轉讓、與下市之管制，由於特別處理與特別轉讓僅管制漲跌幅度與交易時間，加上該類管制股票具資產重組轉機題材，因此本文假設一年與二年虧損的公司在虧損年度會策略性調降盈餘，儲備未來扭虧空間與獲取潛在之重組效益；至於連續三年虧損的公司，次年為了規避下市危機會策略性美化盈餘。另外，本文假設各群虧損公司次年扭虧時，會策略性調控盈餘至略高於零損失門檻。實證結果支持上述各項假說，顯示下市緩衝機制連續虧損門檻引發虧損公司數年報導盈餘失真，未能在下市淘汰過程中發揮實質成效。

關鍵詞：下市緩衝機制、特別處理、特別轉讓、盈餘管理

* * *

壹、前 言

中國大陸上市公司大多由國有企業剝離上市（Carve-Out），早期由於地方政府濫用審批權，加上新股上市窗飾報表，產生逆選擇（Adverse Selection），許多公司上市後績效大為滑落，甚至虧損。^①中國證監會^②面臨證券市場虧損公司不斷攀升的現象，^③於1998年對於連續二、三年虧損之上市公司股票分別實施特別處理（Special

註① Joseph Aharony, Chi-Wen Jevones Lee, and T. J. Wong, "Financial Packaging of IPO Firms in China," *Journal of Accounting Research*, vol. 38, no. 1 (Spring 2000), pp. 103~126.

註② 中國大陸資本市場主管機關包括中國證券委與中國證監會，兩會成立於1992年10月，證券委為決策機構，證監會為執行機構。

註③ 據1999年初中國大陸國家計委投資研究所的調查報告顯示，中國大陸虧損公司的比例從1995年至1997年分別為5.26%，5.85%，5.5%，1998年甚至高達9.16%，可能係全球金融風暴影響。

Treatment，簡稱ST）與特別轉讓（Particular Transfer，簡稱PT）之管制，限縮其漲跌幅度與交易時間，希望藉此下市緩衝機制（Delisting Buffer Mechanism）提昇上市公司質量。^④由於中國大陸下市緩衝機制相關管制主要依據會計資訊，因此可能引發財務艱困上市公司管理當局盈餘管理（Earnings Management）行爲，^⑤其實質經濟意涵與成效有賴實證研究進一步了解。

會計基礎管制（Accounting-Based Regulation）的盈餘管理研究，自Watts與Zimmerman提倡實是性會計理論（Positive Accounting Theory）以來，即為學者高度關注的議題。^⑥下市緩衝機制與盈餘管理之關係，在成熟的證券市場較不顯著，主因乃下市決策同時參考許多非盈餘資訊如股票成交量（值）、會計師意見、訴訟結果等。^⑦但此研究議題在中國大陸新興證券市場深具意義，理由說明如下：

首先，中國大陸由社會主義轉型至市場機制過程中，證券市場發展至今僅十餘年歷史，^⑧公司治理（Corporate Governance）尚未完善，主管機關主要透過下市緩衝機制，達成證券市場資金配置優質化的目標。其中，下市緩衝機制管制主要依據「審定之盈餘資訊」，但盈餘資訊在中國大陸會審準則尚未完備、^⑨審計人員獨立性與查核品質備受質疑、^⑩資訊仲介尚在起步的背景下，易為管理當局操縱以規避管制成本。再者，連續虧損公司冠上「ST」與「PT」標記，由於具資產重組（Corporate Restructuring）題材，^⑪加上股價偏低，在漲跌幅度縮小的管制下可能反向引發磁鐵

註④ 深圳證券信息有限公司編著，進出之間—聚焦中國股市淘汰制（南寧：廣西人民出版社，2001年），頁1~22。

註⑤ Katherine Schipper, "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons*, vol. 3, no. 4 (December 1989), pp. 91~102. 該文定義盈餘管理乃公司管理當局，在資訊不對稱的前提下，利用一般公認會計準則所允許的彈性，操控實質交易發生或損益認列時點以達成目標盈餘。

註⑥ Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman, "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, vol. 53, no. 1 (January 1978), pp. 112~134. 實是性會計理論認為公司乃各式契約之組合體，由於契約規範主要依據會計資訊，管理當局可能為了增加薪酬、避免違反債務限制條款、或規避主管機關相關的管制而進行盈餘管理。

註⑦ Kevin C. W. Chen and Michael P. Schoderbek, "The Role of Accounting Information in Security Exchange Delisting," *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 18, no. 1 (Spring 1999), pp. 31~57.

註⑧ 上海證券交易所成立於1990年11月26日，1991年4月11日，深圳證券交易所相繼成立。

註⑨ Z. Jun Lin, Feng Chen, and Qingliang Tang, "An Empirical Evaluation of the New System of Business Accounting in China," *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, vol. 10, no. 1 (Spring 2001), pp. 23~49. 該文指出中國大陸早期的基金會計過度僵化，1998年後雖陸續頒佈具體的會計準則，但與國際會計準則仍有一段落差。

註⑩ Qingliang Tang, Chee W. Chow, and Amy Lau, "Auditing of State-Owned Enterprises in China: Historic Development, Current Practice and Emerging Issues," *The International Journal of Accounting*, vol. 34, no. 2 (June 1999), pp. 173~187. 該文指出中國大陸會計師事務所過去為政府或大學附設機構，依靠行政權力壟斷市場，因此會審人員執業過程難免政府干預，獨立性不足。

註⑪ 朱小平、聶尚君，上市公司資產重組研究（北京：中國勞動社會保障出版社，2000年），頁1~49。中國證監會為了扶植營運不佳之上市公司，鼓勵其藉由股權轉讓、資產置換、資產剝離、收購兼併等資產重組方式重新整合企業內部資源與外部業務。

效應，^⑫亦即，某些「ST」與「PT」標記股反成投資人追逐的資產重組轉機股，流通性不降反升。^⑬在此新興證券市場，投機色彩濃厚，其下市緩衝機制實質之經濟意涵可能與成熟證券市場有所差異，值得深入探討。

中國大陸盈餘管理研究，早期囿於歷史過短，多為案例佐證，近期雖有實證研究，但主題多半強調新股上市包裝（Initial Public Offerings）與跨越配股門檻（Rights Offerings），^⑭至於連續虧損公司面臨下市緩衝機制管制衍生之盈餘管理行為，未見系統性的實證研究，本文研究結果可以補充文獻缺口與政策評估之參考。本篇研究期間涵蓋 1998 年至 2001 年，選樣準則係依據中國大陸下市緩衝機制「連續虧損」的法規，包括最近一年虧損、連續二年虪損與連續三年虪損的公司，分別代表面臨特別處理、特別轉讓與下市管制壓力的樣本。^⑮由於虪損一年、二年、三年之公司面臨的管制成本不同、財務惡化情況不一，因而盈餘管理的誘因與盈餘管理的空間不盡相同，研究問題乃分別（一）檢視各群虪損公司盈餘管理行為及其衍生之盈餘型態；^⑯（二）檢視下市緩衝機制零損失規範是否引發門檻效應（Threshold Effect），所謂門檻效應係指虪損公司次年盈餘分配在零損失門檻之處形成不連續（Discontinuity）的斷層異象。^⑰

針對問題一，本研究發現虪損公司採取 Healy 學者提出之洗大澡（Take A Big Bath）會計策略，^⑱儲備未來扭虪之盈餘相當顯著，隱含冠上「ST」標記的管制成本不高，且可能還有資產重組的廣告效應。至於連續虪損三年的公司，次年面臨下市危機，扭虪相當急迫，縱使財務惡化，仍可見盈餘美化行為。此外，連續二年與三年虪損的公司盈餘反覆震盪，分別呈現 V 型與 W 型，二群公司扭虪後盈餘立即下滑，強化扭虪係美化報表所致。針對問題二，本研究發現各群虪損公司次年扭虪時，盈餘分配集中於零損失門檻最右鄰區間，除了驗證操控前小虪的公司美化盈餘，還發現操控

註⑫ 周賓鳳、吳壽山，「漲跌幅限制之在探討」，中國財務學刊，第 6 卷第 2 期（1998 年 10 月），頁 19~48。

註⑬ 康榮寶，深入中國股市（台北：天下文化，2001 年），頁 100~107。該書指出雙鹿電器、農墾商社、渝欽白，蘇三山，以「PT」股掛牌後，至 1999 年 9 月中旬九個交易日，四支股票累計出現 17 次漲停板的紀錄。

註⑭ Joseph Aharony, Chi-Wen Jevones Lee, and T. J. Wong, "Financial Packaging of IPO Firms in China," pp. 103~126.

註⑮ 由於 2002 年 1 月 1 日起，取消特別轉讓的服務，因此 2002 年起虪損公司盈餘管理型態可能不同，有待後續研究加以探討，非本文研究範圍。另外，選樣準則排除其他非虪損因素，包括自然災害、訴訟、銀行帳號遭凍結等因素標記為「ST」或「PT」的股票，基本上，這些公司無法直接透過盈餘管理規避管制成本。

註⑯ Jacob K Thomas, "Unusual Patterns in Reported Earnings," *The Accounting Review*, vol. 64, no. 4 (October 1989), pp. 773~787.

註⑰ Francois Degeorge, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, "Earnings Management to Exceed Thresholds," *Journal of Business*, vol. 72, no. 1 (January 1999), pp. 1-33.

註⑱ Paul M. Healy, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no. 1 (Spring 1985), pp. 85~107.

前盈餘遠高於零損失的公司反向操作，儲備未來盈餘。^⑯

本研究結果顯示，中國證監會1998年所推出的下市緩衝機制，原意希望透過「特別處理」與「特別轉讓」管制，迫使公司管理當局積極改善營運績效，由於主要依據為虧損年數，管制手段為漲跌幅度與交易時間，在「上有政策、下有對策」的情況下，反而引發管理當局利用會計準則彈性與資訊優勢，進行盈餘管理行為並從中獲取可能的炒股效益，因此在沒有其他配套的管制措施下，對於上市公司質量提升尚有待觀察。

本文共分為五個部分：首先為前言，說明研究動機、研究問題、相關文獻與本研究之貢獻；其次說明下市緩衝機制，並援引台灣相關管制作為對照；第三部分為研究問題與假說建構；第四部分為研究設計，包括變數衡量、選樣準則、與資料來源；第五部分為實證結果分析；最後則為結論與建議。

貳、下市緩衝機制

中國證監會為了提升上市公司質量與保障投資大眾權益，於1998年對於連續虧損公司的股票實施「特別處理」與「特別轉讓」管制，相關規範說明如下：

深、滬兩地證交所自1998年起對於狀況異常的上市公司進行特別處理，異常狀況包括：最近二年連續虧損或最近一年每股淨值低於股票面值的財務狀況異常；自然災害或重大事故使公司生產經營活動基本終止三個月內不能回復；涉及訴訟或有賠償金額超過淨資產；主要銀行帳號被凍結公司無法正常經營。特別處理相關管制包括須在指定報刊^⑰刊登特別處理之公告；漲跌幅限制由正常股票的10%限縮為5%；股票前必須冠上「ST」的標記；指定報刊需專版刊登特別處理股票行情；期中報表須審計。

連續二年虧損遭特別處理管制之公司，若扭虧則恢復為正常股票，若持續虧損三年則暫停上市，^⑱1999年起，中國證監會考慮廣大投資大眾的權益，允許暫停上市股票進行特別轉讓，相關管制包括：股票前冠上「PT」標記；僅允許週五申請轉讓；漲幅限制維持5%，但無跌幅限制；週五收市後，證交所依集合競價方式對有效申報進行撮合；指定報刊於次日專版公告轉讓信息；「PT」股成交量與成交金額不計入指數計算。由於特別處理與特別轉讓制度乃中國大陸在客觀條件尚不允許實施下市機制前的過渡性措施，2002年起，中國證監會展現決心，取消對於最近三年連續虧損的公司

註^⑯ Mark L. DeFond and Chul W. Park, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, no.2 (July 1997), pp. 115~139.

註^⑰ 中國證券報、上海證券報與證券時報。

註^⑱ 依據中國大陸公司法第四章第一百五十七條規定，上市公司除了最近三年連續虧損應暫停上市外，其他尚包括公司股本總額與股權分布等發生變化不再具備上市條件；公司不按規定公佈其財務狀況或對財務會計報告作虛假記載；公司有重大違法行為亦應暫停上市。

提供特別轉讓的服務。^②

相較於中國大陸，台灣上市公司財務艱困、跳票、停工、管理團隊違反誠信、收到保留意見等，管制機關鑑於其財務風險提高，為了保護投資大眾與迫使管理當局立即改善營運績效，亦有全額交割之管制。^③所謂全額交割，即要求投資者委託券商買賣全額交割股時需同時繳足買進價款或繳驗賣出股票，停止信用交易以抑制其股票過度流通與波動。但全額交割股與一般股票之交易時間、漲跌停板幅度（7%）、交易行情顯示與撮合方式並無差異。

兩岸下市緩衝機制雖然皆考慮會計資訊，但兩岸會計基礎管制依據有所差異，中國大陸包括連續虧損與淨值門檻，台灣主要依據為每股淨值。其中淨值門檻，乃累積多年的存量數據，透過單期盈餘操控成效有限，加上盈餘管理具有迴轉的特性，會計期間拉長對淨值的影響將自動抵銷，但虧損門檻容易透過盈餘管理加以規避，因此中國大陸上市公司透過盈餘管理規避變更交易管制的誘因相對較大。其次，兩岸變更交易方式不同，台灣要求現款現券全額交割，中國大陸因為尚未允許融資融券機制，主要透過漲跌幅縮減抑制股價過度波動，但漲跌幅縮減可能有利市場莊家掌控盤勢，產生反向的磁鐵效果。最後，面臨下市危機，台灣市場機制較為成熟，政府較少介入，但中國大陸上市公司控股股東為國有企業，因此不乏行政救濟或資產重組題材，降低管理當局實質改善績效的壓力與動因，也造成投資大眾對於「ST」與「PT」股有轉機的預期。

叁、研究問題與假說建構

一、各群虧損公司盈餘管理行為與衍生之盈餘型態

會計學界認為管理當局可透過盈餘報導之裁量權，誤導利害關係人對於公司績效的認知或影響會計基礎契約的結果。本文係以下市緩衝機制為研究事件，首先分析此經濟動機如何影響上市公司盈餘管理行為與盈餘型態。如前所述，「特別處理」與「特別轉讓」之管制主要依據會計師查核簽證之盈餘與淨值數值，其中零損失門檻較易透

^{註②} 依照中國大陸「公司法」的規定，三年虧損的公司理應暫停上市，PT 機制為客觀環境尚不允許下市的權宜措施，中國證監會於 2001 年 2 月 22 日發佈「虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法」，回歸「公司法」的精神，2001 年 4 月 23 日 PT 水仙成為第一家被強制下市的公司，2002 年 1 月 1 日起，對於三年虧損的公司不再提供 PT 的服務。

^{註③} 依據「台灣證券交易所股份有限公司營業細則」第四十九條的規定，上市公司若淨值已低於實收資本額二分之一、向法院聲請重整者、存款不足遭銀行退票、無法如期償還債務、董事累積超過三分之二以上受停權之假處分裁定、全體董事變動二分之一以上致未達現行上市股權分散標準、無正當理由未如期召開股東常會、董事事或總經理最近三年內違反誠信原則、違反上市公司重大訊息查證暨公開相關章則規定、會計師認為管理階層在會計政策之選擇或財務報表之揭露有所不當或因查核範圍受限出具保留意見等事宜，皆可能被列為全額交割股，遭變更交易方式的處分。

過盈餘管理加以跨越，至於淨值門檻乃累積多年的存量數據，透過單期盈餘操控成效有限，本文加以排除，僅檢視連續虧損規範與盈餘管理二者之關係。

「審定之盈餘資訊」，在中國大陸新興會審環境與特殊股權結構下，易為管理當局操縱遂行機會主義。中國大陸早期會計制度師法蘇聯，統一的規範相當僵化，本質為政府基金會計，會計角色僅是協助政府規劃與控制國有企業的生產配額。^{②2} 1998年下市緩衝機制實施當時，僅發佈7號具體的企業會計準則與有限的審計準則，^{②3} 與國際會審準則有所落差，盈餘資訊可靠性不高。^{②4} 加上中國大陸會計師事務所官辦色彩濃厚，上市公司控股股東多為國有企業，因此審計獨立性不足，1997年雖然積極推動會計師事務所與其關聯之政府機構或大學分離，獨立成為合夥制事務所或有限責任公司，但截至2000年，僅有部分完成改組。^{②5} 最後，中國大陸在推動國有企業剝離上市過程中，仍然維持社會主義國有制的基調，絕對地控制權掌握在政府機構與法人實體，自由流通的社會公眾股與外資股約僅佔總股份的三分之一。^{②6} 在此股權結構下，國家大股東，本身沒有破產倒閉的威脅，加上擔負非營利性的政策目標，因此對於上市公司的監控僅止於擬定營運目標與生產配額。^{②7} 另外，董事與經理人皆由政府指派，管理與監控重疊，難以約束管理當局道德危險（Moral Hazard）行為，包括貪污行賄、內線交易、關係人利益輸送等，在此過程中，管理當局可能透過會計準則所提供的裁量權調整盈餘、或操控交易發生與否、或操控交易時點、或操控訊息揭露等加以掩飾。

中國大陸上市公司被強制冠上「ST」與「PT」名稱時，與其他成熟證券市場財務困難公司一樣面臨股價下滑、資金成本增加、下市威脅等成本。另一方面，本文認為不同於其他成熟市場之財務困難公司，中國大陸上市公司面臨下市緩衝機制時，管理

註^{②2} Joseph Hilmy, "Communists Among Us in a Market Economy: Accounting in the People's Republic of China," *The International Journal of Accounting*, vol. 34, no. 4 (October 1999), pp. 491~515.

註^{②3} 包括現金流量表準則、資產負債表日後事項準則、債務重組準則、收入準則、投資準則、建造合同準則、會計政策、會計估計變更、會計錯誤更正準則。1999年審計準則架構初步完成，具體規範特定查核準則、執業道德、審計品質、持續進修等事項。

註^{②4} Charles J. P. Chen, Ferdinand A. Gul, and Xijia Su, "A Comparison of Reported Earnings under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence from the Shanghai Stock Exchange," *Accounting Horizons*, vol. 13, no. 2 (June 1999), pp. 91~111.該文實證結果顯示1998年前，依據中國大陸會計準則編製之報表盈餘高於國際會計準則編製之報表盈餘約20-30%，以國際會計準則重編B股報表，約15%由盈轉虧。

註^{②5} Mark L. DeFond, T. J. Wong, and Shuhua Li, "The Impact of Improved Auditor Independence on Audit Market Concentration in China," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, no. 3 (December 1999), pp. 269~305.該文統計，中國大陸會計師事務所分為政府關聯的會計師事務所、大學機構關聯的會計師事務所、與國際性會計師事務所合資，其中政府關聯的事務所市場佔有率高達75%。

註^{②6} 2003年中國大陸上市公司股份結構中尚未流通股達3,871.20億股，占上市公司總股本的65.33%，包括國家股2,802.17億股，法人股753.56億股，職工股15.47億股；已流通社會公眾股與外資股合計2,054.32億股，僅占上市公司總股本的34.67%。

註^{②7} Daging Qi, Woody Wu, and Hua Zhang, "Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence from Listed Chinese Companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 8, no. 5 (October 2000), pp. 587~610.

當局可能尚有隱性的炒股效益。由於「特別處理」與「特別轉讓」之管制主要透過漲跌幅限縮為 5 %，理論上可能產生冷卻與磁鐵兩極化的效果。^⑩亦即，漲跌幅限制，一方面使投資人有更多的時間收集資訊，重新評估決策，可以冷卻追漲殺跌所引起的異常價格波動；另一方面，縮小漲跌停板幅度亦限制了市場的流動性，可能延遲均衡價格的形成，在此情況下，莊家反而利用此價格鎖定的機制掌控盤勢，炒作股票。由於中國大陸證券市場散戶投資者高達 95 %，加上「ST」與「PT」為小型低價股，具備資產重組題材，容易成為莊家炒作與散戶追逐的標的股，因此漲跌幅縮小可能無法抑制投資者追漲殺跌，反而助長大戶炒作。^⑪在此過程中，資訊優勢的管理階層可能透過資產重組訊息與財務報表的操控遂行機會主義。

回顧文獻，財務困難公司管理當局可能美化盈餘以保全工作、避免違反負債限制條款、避免變更交易成本；^⑫另一方面，管理當局亦可能反向調降盈餘以爭取債權人、工會、政府等契約關係人的讓步或奧援，^⑬或採「洗大澡」策略徹底沖銷潛在損失以儲備未來盈餘改善之空間。^⑭

由於中國大陸下市緩衝機制門檻為最近二至三年是否連續虧損，本文認為在零損失無形的心理門檻與首次虧損可能導致股價大幅下滑的衝擊，公司會盡可能延緩進入虧損行列，但無力支撐，淪入虧損行列當年；即本文所謂最近一年虧損的公司，未來若想成功規避下市緩衝機制的管制，可能手段為實質改善績效或進行盈餘管理，其中，績效實質改善短期內較難實現，因此透過盈餘管理的可能性相對較大。本文認為若是選擇最近一年虧損時採取「洗大澡」的會計策略，徹底沖銷潛在損失，並將可能利得遞延至未來，此舉不僅可以迴避外部審計機構與主管單位的關注，^⑮尚可透過盈餘管理自動迴轉的特性，使未來（最快次年）順利扭虧，且拉大前後期盈餘差距，製造盈餘大為改善的表象，誤導投資人對於公司價值的認知。據此，本文建立假說 1-1 如下：

假說 1-1：最近一年虧損的公司，次年面臨 ST 的管制，會在虧損當年調降盈餘。

如前推論，縱使最近一年虧損的公司採取盈餘調降策略，次年未必能順利扭虧，畢竟冰凍三尺非一日之寒。次年如果扭虧無望，淪入「ST」板塊，管理當局可能繼續調降盈餘，為次年規避更嚴格的「PT」管制儲備盈餘。另一方面，管理當局在公司內在經營價值不高的情況下，亦可能調降盈餘，追求冠上「ST」名稱，以獲取免費的廣

註⑩ 周賓鳳、吳壽山，前引文，頁 19~48。

註⑪ 謝曙光，中國 ST 股票投資寶典（太原：山西經濟出版社，1999 年），頁 76~96。

註⑫ 林嬪娟、洪櫻芬、薛敏正，「財務困難公司之盈餘管理實證研究」，《管理學報》，第 14 卷第 1 期（1997 年 3 月），頁 15~38。

註⑬ Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, no. 1-2 (February 1994), pp. 113~144.

註⑭ Paul M. Healy, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," pp. 85~107.

註⑮ Mark L. DeFond and K. R. Subramanyam, "Auditor Changes and Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, no. 1 (February 1998), pp. 35~67. 該文強調財務困難公司訴訟風險較高，會計師對於公司調增盈餘的會計政策會有異議，因此成功美化盈餘的可能性相對較低。

告效應，然後透過「資產重組」訊息哄抬股價。據此，本文推論連續二年虧損的「ST」公司，亦會選擇在連續虧損的第二年繼續調降盈餘。

假說1-2：最近二年連續虧損的公司，虧損第二年調降盈餘以規避PT管制。

連續二年虧損的公司，次年必然全力扭虧，未有公司願意加入「PT」板塊，因為冠上「PT」標記，代表未來繼續經營有疑慮，面臨下市的嚴重威脅，加上「資產重組」可能性與成功率不高，大幅度降低莊家炒股與投資者追隨的意願。在全力扭虧的前提下，財務情況不嚴重的公司可望回復一般類股身分，但若未真正脫胎換骨，短期內可能再度淪入「ST」板塊，因此各期盈餘可能正負震盪形成波浪型態。至於扭虧未成被迫淪入「PT」板塊當年，受限於財務艱困與前期盈餘管理行為，本文認為盈餘管理的空間已不大，因此未加預測。但淪入「PT」板塊，次年面臨下市的危機，雖然財務惡化仍會盡力美化盈餘，據此建構假說1-3如下：

假說1-3：最近三年連續虧損的公司，次年美化盈餘以規避下市。

二、零損失規範衍生之盈餘管理門檻效應

本文除了探討中國大陸各群虧損公司面臨下市緩衝機制可能之盈餘管理行為，另外亦針對零損失規範如何引發盈餘管理門檻效應進行檢視。Kahneman與Tversky認為利害關係人基於資料處理的效率，通常依經驗法則挑選特定的門檻作為契約規範的參考點，其中零損失為最常見之門檻，主因乃期望理論發現人類心理從虧轉盈跨越門檻時，增額效用最大。^⑩此心理門檻，在中國向來重視面子文化的社會，可能有強化效果，加上本文研究對象為虧損公司面臨特別處理、特別轉讓與下市管制的實質壓力，雙重扭虧誘因下，次年進行盈餘管理以跨越零損失門檻的現象將相當顯著。

但盈餘管理有其成本，^⑪管理空間並非毫無限制，加上盈餘管理具備自動迴轉的特性，因此還可能影響扭虧後續年度的報導盈餘。所以本文認為實質小虧的公司為了規避當期管制，最有可能正向調整至帳面微利；其次實質大盈的公司，為了預防未來再次虧損，亦可能反向調整至帳面微利，造成虧損公司次年盈餘分配在零損失門檻最右鄰區間形成明顯高峰，且與其鄰近左右區間形成巨大落差，亦即盈餘分配在零損失門檻之處產生不連續的現象。據此，建立假說如下：

假說2-1：面臨下市緩衝機制的各群虧損公司，次年盈餘分配將於零損失門檻處形成不連續的現象。

註^⑩ Daniel Kahneman and Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, vol. 47, no. 2 (March 1979), pp. 263~292.

註^⑪ Steven Balsam, "Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation," *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, no. 3 (Fall 1998), pp. 229~252.該文指出公司進行盈餘管理必須承受的成本包括：與審計人員發生衝突、降低盈餘平穩化的能力、應計數字迴轉影響未來盈餘、美化本期盈餘將提高下期盈餘的績效目標、較高的租稅成本、遞延研發、維修與培訓將影響公司未來競爭力。

本文，除了以嚴謹的統計方法檢視扭虧公司是否群聚於零損失門檻最右鄰區間，希望進一步了解虧損公司「操控前盈餘與零損失門檻距離」與「盈餘管理」的關係。依據期望理論，決策者之效用函數大致呈現 S 型，零門檻以上之利潤效用函數呈現凹狀（Concave），決策者傾向規避風險，零門檻以下之損失函數效用呈凸狀（Convex），決策者傾向追求風險。據此風險態度差異可能引發管理當局次年扭虧與續虧時不同的盈餘管理行為，本文將分別論述，並建立相對應的假說。

延續假說 2-1，面臨下市緩衝機制的各群虧損公司，關心次年是否跨越零損失門檻，成功扭虧的公司，操控前盈餘越是低於零損失門檻，盈餘美化幅度越大；反之，操控前盈餘越是高於零損失門檻，可能反向操作，將本期部分盈餘保留至未來使用，因此扭虧公司「操控前盈餘與零損失門檻距離」與「盈餘管理」可能呈現負向關係。另一方面，繼續虧損的公司，可能係美化盈餘之後仍然虧損，亦可能為了避免更嚴格的管制成本，反向調降盈餘儲備未來扭虧的空間，因此本文未加預測。上述扭虧公司「操控前盈餘與零損失門檻距離」與「盈餘管理」未必存在線性關係，因此本文參考金成隆、林修歲與張永芳的做法，進一步將扭虧公司依操控前盈餘大小分為五組，檢視面臨下市緩衝機制的各群虧損公司，次年扭虧時是否操控前盈餘最小的組別，盈餘美化最為顯著。^⑨據此，本文建立下列假說：

假說 2-2：面臨下市緩衝機制的各群虧損公司，次年扭虧為盈時，操控前盈餘最小的組別，盈餘美化最為明顯。

肆、研究設計

一、資料分析方法

文獻上對於盈餘管理的衡量包括會計方法選擇、裁決性應計數或特定裁決性項目。^⑩根據一般公認會計原則的規定，會計方法的改變必須在財務報表上加以揭露且不能年年採用，因此操控空間小且報表使用者易於發現公司管理當局操控損益的意圖，進而理性調整對報表盈餘的認知，盈餘管理的目的較難達成。反之，管理當局基於資訊不對稱的前提，可能偏好較不易被報表使用者察覺的裁決性應計數（Discretionary Accruals）。^⑪因此本文對於盈餘管理之替代變數，主要依據裁決性應計數；另一方面，中國大陸相關文獻提及上市公司常透過營業外所得調節盈餘達到配股門檻或超越零損

^{註⑨} 金成隆、林修歲、張永芳，「強制性財務預測誤差與盈餘管理關係：20 %門檻限制影響之研究」，《中國財務學刊》，第 7 卷第 1 期（1999 年 4 月），頁 59~96。

^{註⑩} Paul M. Healy and James M. Wahlen, "A Review of the Earnings Management literature and Its Implications for Standard Settings," *Accounting Horizons*, vol. 13, no. 4 (March 1999), pp. 365~383.

^{註⑪} Ronald A. Dye and Robert R. Verrecchia, "Discretion vs. Uniformity: Choices among GAAP," *The Accounting Review*, vol. 70, no. 3 (July 1995), pp. 389~415.

失，因此亦考量營業外所得。④

針對主題一：各群虧損公司盈餘管理行為與盈餘型態。本文首先估算各群虧損公司各年盈餘管理替代變數，包括裁決性應計數與營業外所得，並依據假說1-1至1-3，對各群虧損公司不同測試年度之裁決性應計數或營業外所得之平均數與中位數分別進行t檢定與Wilcoxon signed rank檢定。

針對主題二：零損失規範與盈餘管理行為。本文首先參考Burgstahler與Dichev採綜合橫斷面分配法（Pooled Cross-Sectional Distribution Approach）繪製盈餘次數直方圖，⑤對於間距決定則採用Degeorge, Patel與Zeckhauser的做法，即間距=2(IQR) $n^{1/3}$ ，其中， IQR 為期初總資產平減後盈餘之第一與第三個四分位數之差， n 為樣本數。除了提供圖形的視覺證據外，本研究亦針對零損失門檻左右鄰近區間的盈餘密度進行統計檢定，藉以判斷分配圖是否在零損失門檻處產生不連續的異常現象，亦即零損失門檻最右鄰區間的觀察次數，是否因管理當局從事盈餘管理而遠高於鄰近區間的觀察次數。相關的檢定方法，同樣參考Degeorge, Patel與Zeckhauser，以下列公式計算各區間的統計檢定值 τ ，因為 τ 分配近似於學生化 t 分配，因此以 τ 是否大於2作為判斷零損失門檻處不連續現象是否顯著的依據（假說2-1）。⑥

$$\tau_n = \{\Delta P(X_n) - \text{MEAN}_{i \in R, i \neq n}[\Delta P(X_i)]\} / S.D._{i \in R, i \neq n}[\Delta P(X_i)]$$

其中， $\Delta P(X_n) = [P(X_n) - P(X_{n-1})]$ 為區間 $[X_n, X_{n+1}]$ 與 $[X_{n-1}, X_n]$ 相對次數差異，R為以n為中心，距離n有 $2r+1$ 個區間的小對稱區域，故 $R = \{X_i; i \in (n-r, n+r)\}$ 但為了強化檢定的效力，在計算i所屬區域 $\Delta P(X_i)$ 的平均數與標準差時，將 $\Delta P(X_n)$ 予以排除。

針對假說2-2，本文檢視虧損公司次年扭虧時，「操控前盈餘與零損失門檻距離」與「盈餘管理」的關係。首先依各群虧損公司操控前盈餘與零損失門檻的差距由小至大排序，分為五組，然後採兩群獨立樣本t檢定與Wilcoxon檢定檢視操控前盈餘水準最小的測試組，其裁決性應計數或營業外所得是否顯著大於其他組別。

註④ 孫錚、王耀堂，「資源配置與盈餘操縱之實證研究」，《財經研究（上海）》，第4期（1999年4月），頁3-9。參見王安武、竇洪波，「從現金流量分析我國上市公司盈餘管理」，《經濟理論與經濟管理（上海）》，第2期（2000年2月），頁38~42。

註⑤ David Burgstahler and Dichev Ilia, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, no. 1 (December 1997), pp. 99~126.

註⑥ Francois Degeorge, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, "Earnings Management to Exceed Thresholds," pp. 1-33.此統計檢定方法之基本論點：一個函數若是可以微分，則隱含此函數為連續。亦即若函數 $y=f(X)$ ，當 X 趨近一個數值 X_n ，則 $y=f(X)$ 存在一極限值L；此時，函數 $y=f(X)$ 在 X_n 為可微，代表 $y=f(X)$ 在 X_n 為連續。在檢定 X_n 是否連續時， $H_0: \Delta P(X_n) = \text{MEAN}[\Delta P(X_i)]$ ； $H_1: \Delta P(X_n) \neq \text{MEAN}[\Delta P(X_i)]$ 。此檢定類似學生化t檢定，當 $t > 2$ 時，代表在 X_n 的一階微分偏離了 X_n 鄰近值一階微分之平均，故 $f(X)$ 在 X_n 並不連續。

二、變數衡量

本節將針對本文相關變數的操作性定義分別說明。其中盈餘管理，參考過去文獻，分別使用裁決性應計數字（DA）與營業外所得（NOI）為替代變數加以衡量，對應之操控前盈餘與零損失門檻之距離（DIST），則分別以營業現金流量（CFO）與營業所得（OI）扣除零為替代變數加以衡量。

裁決性應計數係由總應計數扣除非裁決性應計數，各學者對非裁決性應計數雖有不同的假設，^⑭但依據 Dechow, Sloan 與 Sweeney 之研究結果顯示，修正 Jones 模式偵測盈餘管理最具檢定力。^⑮中國大陸由於財務資料的歷史不長，若採用時間序列修正 Jones 模式，容易導致樣本數過少或存活偏誤等問題，因此本文採取同業橫斷面修正 Jones 模式。^⑯

對於裁決性應計數之估計採取下列步驟：第一，利用各產業公司總應計數、銷貨收入變動數、應收帳款變動數、固定資產總數資料進行迴歸，並採最小平方法估算（1）式迴歸係數 a_{it} 、 b_{it} 、 c_{it} 之值；第二，利用上述步驟估計之迴歸係數計算各公司各年度之配適值（Fitted Value），即為估計之非裁決性應計數，然後以該公司該年度之總應計數減除其估計之非裁決性應計數，即可得（2）式裁決性應計數（DA）。

$$TAC_{ijt}/A_{ijt-1} = a_{it}(1/A_{ijt-1}) + b_{it} [\Delta SALES_{ijt} - \Delta REC_{ijt}] / A_{ijt-1} + c_{it}(PPE_{ijt}/A_{ijt-1}) + \mu_{ijt} \quad (1)$$

其中，

TAC_{ijt} ：第 i 產業第 j 家公司第 t 期總應計數

$\Delta SALES_{ijt}$ ：第 i 產業第 j 家公司第 t 期銷貨收入變動數

ΔREC_{ijt} ：第 i 產業第 j 家公司第 t 期應收帳款變動數

PPE_{ijt} ：第 i 產業第 j 家公司第 t 期固定資產總數

A_{ijt-1} ：第 i 產業第 j 家公司第 $t-1$ 期資產總數

μ_{ijt} ：第 i 產業第 j 家公司第 t 期之殘差項

$$DA_{ijt} = TAC_{ijt}/A_{ijt-1} - \{ \hat{a}_{it}(1/A_{ijt-1}) + \hat{b}_{it} [\Delta SALES_{ijt} - \Delta REC_{ijt}] / A_{ijt-1} + \hat{c}_{it}(PPE_{ijt}/A_{ijt-1}) \} \quad (2)$$

至於盈餘管理另一替代變數，營業外所得（NOI）係以盈餘（NI）扣除營業所得（OI），各變數均經前期總資產平減。

^⑭ Jennifer J. Jones, "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 2 (Autumn 1991), pp. 193~228. 學者 DeAngelo 假設非裁決性應計數遵循隨機漫步模式；後續 Dechow and Sloan 指出估算非裁決性應計數應調整產業差異；Jones 除考慮產業因素，進一步以公司銷貨變動額與固定資產總額估算裁決性應計數。

^⑮ Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, vol. 70, no. 2 (April 1995), pp. 193~225.

^⑯ Mark L. DeFond and James Jiambalvo, "Debt Covenant Violations and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, no. 1-2 (February 1994), pp. 145~176.

三、選樣標準與資料來源

本文研究中國大陸最近一年虧損、最近二年連續虧損、最近三年連續虧損的公司，分別面臨 ST、PT 與下市壓力時潛在之盈餘管理行為。中國大陸 1998 年才開始實施 ST 與 PT 制度，因此本文樣本期間起至 1998 年，但為了檢視研究樣本次年扭虧行為所隱含的盈餘管理意涵，因此研究樣本至少需有次年財務資料，由於 PT 制度僅維持至 2001 年，因此本文選樣期間為 1998 年至 2000 年，研究樣本所使用的財務資料則涵蓋 1998 年之前至 2001 年。

本文首先依下列準則刪除一些特殊樣本，包括：(一) 中國大陸金融保險業，其會計政策與會計制度需遵照主管機關的指示辦理，因此與一般行業差異極大，故加以排除。(二) 中國大陸 B 股股票，其財務報表依據國際會計準則加以編製，與中國大陸 A 股股票，財務報表依據中國大陸會計準則加以編製有所不同，為了避免會計準則差異影響研究結果，因此本研究將 B 股股票排除，不列入研究範圍。^⑦

其次，本文針對研究主題，以選樣期間盈餘的正負型態，選取面臨下市緩衝機制壓力的研究樣本，亦即挑選最近一年虧損面臨「特別處理」壓力的上市公司、最近二年連續虧損面臨「特別轉讓」壓力的上市公司與最近三年連續虧損面臨下市壓力的上市公司為研究對象。至於其他停工、訴訟或資金遭凍結等因素冠上「ST」名稱，管理當局無法直接透過盈餘管理規避「特別處理」的管制，因此本文不予考量。

本文財務報表資訊與股票價量資訊分別取自台灣經濟新報社中華人民共和國會計準則編製之財務資料模組與股價模組；摩根史坦利產業分類資料經作者洽詢台灣經濟新報社取得；中國大陸相關文獻主要取自中國大陸期刊網。

伍、實證結果分析

一、研究樣本產業與年度分布

由表一研究樣本產業與年度分布情況顯示，1998 年深、滬兩市共有 810 家 A 股財務資料齊全的上市公司，虧損公司為 79 家（約 9.75%）；1999 年深、滬兩市共有 910 家 A 股財務資料齊全的上市公司，虧損公司為 87 家（約 9.56%）；2000 年深、滬兩市共有 1,049 家 A 股財務資料齊全的上市公司，虧損公司為 101 家（約 9.63%）。1998-2000 各年虧損公司平均百分比約 9.64%，各年差異極小，基本上並未集中於特定年度。至於各產業虧損公司百分比（各產業選樣期間虧損公司家數/各產業選樣期間公司家數），超過 10% 的產業包括服務傳媒（12.97%）、房地產（17.59%）、工業設備（11.98%）、與科技電信（12.19%），低於 10% 的產業包括，農業食品（5.39%）、零售（9.26%）、醫療保健（6.73%）、材料能源（7.57%）、公共運

^{註⑦} 中國大陸上市公司在本研究選樣期間皆採曆年制，因此不須排除會計年度差異的樣本。

輸（5.76%），大致為傳統產業或國家政策保護下的產業。上述分析顯示，研究結果受特定年度或特定產業的影響不大。

表一 研究樣本產業年度分布

摩根史坦利 產業名稱 (MSCI) ^a	1998			1999			2000			1998*2000			樣 本 家 數 ^b	產 業 樣 本 比 例 (%) ^c	產 業 家 數 ^d	產 業 虧 損 比 例 (%) ^e
	一年 虧 損	二年 虧 損	三年 虧 損													
材料能源	12	1	1	13	1	1	18	6	1	43	8	3	54	20.22	713	7.57
零售	3	0	1	7	1	0	4	5	1	14	6	2	22	8.24	237	9.28
農業食品	2	1	1	0	1	0	6	0	0	8	2	1	11	4.12	204	5.39
醫療保健	2	2	0	4	0	2	1	2	0	7	4	2	13	4.87	193	6.73
服務傳媒	5	2	0	5	3	0	3	4	2	13	9	2	24	8.99	185	12.97
房地產	5	3	0	3	3	0	2	1	2	10	7	2	19	7.12	108	17.59
工業設備	11	10	0	17	6	4	15	13	2	43	29	6	78	29.21	651	11.98
科技電信	8	4	0	7	4	2	6	2	2	21	10	4	35	13.11	287	12.19
公共運輸	5	0	0	1	2	0	1	1	1	7	3	1	11	4.12	191	5.76
虧損家數	53	23	3	57	21	9	56	34	11	166	78	23	267			
上市家數 ^f	810			910			1049			2769					2769	
虧損比例 (%) ^g	9.75			9.56			9.63			9.64						

註：a中國大陸目前並無標準之產業編碼系統，因此無法依據公司代碼加以區分產業分類，本文考慮深滬兩市分類標準一致、資料公信力、與接受度，最後採用摩根史坦利分類標準。b各產業選樣期間（1998-2000）虧損上市公司家數合計。c各產業選樣期間虧損家數/選樣期間虧損家數合計。d各產業選樣期間（1998-2000）上市公司家數合計。e各產業選樣期間虧損家數/各產業選樣期間公司家數。f A股財務資料齊全的公司。g各年虧損公司家數/各年上市公司家數。

資料來源：作者自行整理。

二、研究樣本公司特性

由表二研究結果顯示，三群虧損公司各年股票報酬均顯著低於上市公司平均值，1998年連續二年虧損公司股票報酬高達10.47%，但一年虧損公司股票報酬卻只有2.76%，顯示冠上「ST」標記的廣告效應與潛藏的炒股效益。1999年連續三年虧損公司股票報酬，為三群之冠，再次顯示投資大眾非理性行為。2000年三群虧損公司股票報酬，差距不大且隨著連續虧損年數呈現遞減，顯示投資大眾行為轉趨理性。此外，三群虧損公司各年股票週轉率均高於上市公司平均週轉率，顯示虧損公司的股性相當活潑。至於市值與總資產等指標顯示，虧損二至三年的公司呈現股本小與股價低的特性。最後觀察其資本結構與獲利能力指標，顯示三群虧損公司負債比率偏高，虧損三年的公司甚至資不抵債，股東權益呈現負值，至於銷貨收益與總資產報酬率則顯著偏低，且財務惡化情況隨著連續虧損年數而遞增。

表二 研究樣本公司特性

研究期間 1998 年	全部上市公司 (N=810)	一年虧損公司 (N=53)	二年虧損公司 (N=23)	三年虧損公司 (N=3)
SR (%)	17.3799	2.7606	10.4747	-11.3600
TOR (%)	407.4061	486.3491	587.7400	846.6196
POSH (%)	35.73	32.89	32.93	25.47
OSH (百萬股)	81.9819	84.0537	79.3888	28.3400
MVE (百萬元)	2,316.16	2,027.87	1,398.89	698.3833
DEBT	0.3725	0.4712	0.6300	1.1588
ROA	0.0479	-0.1265	-0.2240	-0.2361
SALE/TA	0.4135	0.2242	0.1531	0.1052
A (千元)	1,235,689.11	1,951,899.08	1,033,937.61	707,198.00
SE (千元)	741,395.52	903,116.17	335,253.13	-118,971.00
研究期間 1999 年	全部上市公司 (N=910)	一年虧損公司 (N=57)	二年虧損公司 (N=21)	三年虧損公司 (N=9)
SR (%)	33.0414	1.6150	7.7819	18.9133
TOR (%)	378.3358	411.3368	530.8253	486.0291
POSH (%)	36.26	37.61	36.99	29.19
OSH (百萬股)	94.4939	78.1566	75.6712	51.9002
MVE (百萬元)	2,756.54	1,480.79	1,463.98	1,319.26
DEBT	0.3896	0.5326	0.7460	0.8188
ROA	0.0388	-0.1294	-0.2268	-0.2082
SALE/TA	0.3945	0.2661	0.1661	0.1238
A (千元)	1,338,872.45	754,358.40	788,723.71	849,153.56
SE (千元)	799,747.46	368,212.42	215,307.00	79,622.00
研究期間 2000 年	全部上市公司 (N=1049)	一年虧損公司 (N=56)	二年虧損公司 (N=34)	三年虧損公司 (N=11)
SR (%)	84.0106	66.6583	64.4261	59.0709
TOR (%)	470.5247	520.2228	641.5207	727.9796
POSH (%)	37.13	37.83	36.45	40.62
OSH (百萬股)	105.4640	99.0002	77.1719	77.1143
MVE (百萬元)	4,411.59	3,871.80	2,432.70	1,861.87
DEBT	0.4118	0.4885	0.8087	1.2430
ROA	0.0245	-0.1032	-0.3746	-0.2657
SALE/TA	0.3859	0.3291	0.2922	0.1427
A (千元)	1,504,322.52	1,468,990.05	586,565.44	466,499.91
SE (千元)	889,530.41	668,702.38	169,889.29	-182,371.45

註：SR 代表股票年報酬，TOR 代表股票週轉率（成交量/流通在外的股數），POSH 代表流通在外股數百分比，OSH 代表流通在外的股數（不包括國家股與法人股），MVE 代表市值（收盤價*總股數），DEBT 代表負債比率，ROA 代表總資產報酬率，SALE 代表銷貨收益，A 為總資產，SE 為股東權益。N 為公司家數。

資料來源：作者自行整理。

三、各群虧損公司盈餘管理行爲與盈餘型態

由表三 Panel A 顯示，最近一年虧損的公司，淪入虧損行列當年，營業現金流量微幅小降，但盈餘卻大幅衰退，主因乃同期裁決性應計數的平均數與中位數分別下滑至-0.119 與-0.107，對應之 t-test 與 Wilcoxon signed rank test 達 1 % 顯著水準。其次，虧損當年，營業所得與營業外所得皆大幅減少，其中營業外所得的平均數與中位數分別為-0.038 與-0.018，對應之 t-test 與 Wilcoxon signed rank test 分別達 1 % 顯著水準。上述數據顯示最近一年虧損的公司面臨特別處理管制的壓力，在虧損當年透過裁決性應計數或營業外所得人為調降盈餘，為次年扭虧預留空間，支持假說 1-1 的推論。

由表三 Panel B 顯示，連續二年虧損族群，虧損第一年與假說 1-1 預期一致，裁決性應計數或營業外所得的平均數與中位數均顯著為負，顯示公司調降盈餘。至於虧損的第二年(0)，冠上「ST」名稱，裁決性應計數的平均數與中位數持續為負，分別為-0.229 與-0.189；營業外所得的平均數與中位數同樣持續為負，分別為-0.072 與-0.034，對應之 t-test 與 Wilcoxon signed rank test 皆達 1 % 顯著水準，支持假說 1-2，顯示連續二年虧損的公司為了避免次年股票僅能在週五交易的危機，虧損第二年可能繼續調降盈餘為未來扭虧預作準備。

由表三 Panel C 顯示，連續三年虧損族群，在連續虧損前二年(-3 至-1 年)，裁決性應計數顯著為負，顯示調降盈餘，但幅度遞減，可能受限於盈餘管理空間耗盡。其中，冠上「PT」名稱當年(0)，裁決性應計數與前期比較小幅增加，績效也開始小幅改善，但仍無力扭虧。至於淪為 PT 後續一年，盈餘大幅增加，其中裁決性應計數大幅迴轉，其平均數與中位數分別顯著增加 0.102 與 0.074；另外，營業外所得亦反轉為正，其平均數與中位數較前期分別顯著增加 0.053 與 0.037，相關之 t-test 與 Wilcoxon signed rank test 皆達 5 % 顯著水準，表示連續三年虧損族群可能透過裁決性應計數或營業外所得拉抬盈餘，支持假說 1-3。最後，冠上「PT」名稱後續第二年績效再度衰退，亦可強化前一年盈餘改善可能來自帳面美化的結果。

表三 各群虧損公司財務變數

Panel A : 最近一年虧損公司, N=166							
Year	-3	-2	-1	0(淪入虧損)	1	2	3
NI ^a	0.076***	0.060***	0.036***	-0.100***	-0.097***	-0.076***	-0.017
NI ^b	0.065***	0.057***	0.022***	-0.080***	-0.058***	0.008	0.012
CFO ^a	0.046***	0.017*	-0.005	-0.009*	0.028***	0.040***	0.033***
CFO ^b	0.049***	0.012	0.001	-0.002	0.012***	0.014***	0.016***
OI ^a	0.051***	0.028***	0.008	-0.061***	-0.070***	-0.061***	-0.026
OI ^b	0.031***	0.018***	0.000*	-0.050***	-0.036***	-0.023***	-0.013*
DA ^a	-0.001	0.000	0.003	-0.119***	-0.137***	-0.121***	-0.048*
DA ^b	-0.021	-0.015	-0.013	-0.107***	-0.098***	-0.038***	-0.012
NOI ^a	0.025***	0.032***	0.028***	-0.038***	-0.027***	-0.014	0.008
NOI ^b	0.008***	0.010***	0.013***	-0.018***	-0.004**	0.008*	0.006
Panel B : 連續二年虧損公司, N=78							
Year	-3	-2	-1	0(冠上 ST)	1	2	3
NI ^a	0.051***	0.037***	-0.104***	-0.191***	-0.118***	0.023	-0.083
NI ^b	0.051***	0.024***	-0.078***	-0.136***	0.006	0.011***	0.008
CFO ^a	0.062***	-0.011	-0.005	0.007	0.028**	0.038***	0.016
CFO ^b	0.043***	0.000	-0.004	0.000	0.006***	0.017***	0.018
OI ^a	0.021**	0.010*	-0.070***	-0.119***	-0.090***	-0.012	-0.080*
OI ^b	0.010**	0.004*	-0.055***	-0.088***	-0.034***	-0.016*	-0.007
DA ^a	-0.039**	0.006	-0.130***	-0.229***	-0.165***	-0.014	-0.106
DA ^b	-0.051***	-0.012	-0.111***	-0.189***	-0.075***	0.001	-0.030
NOI ^a	0.030***	0.026***	-0.034***	-0.072***	-0.027	0.036*	-0.003
NOI ^b	0.010***	0.012***	-0.012***	-0.034***	0.008	0.020**	0.001
Panel C : 連續三年虧損公司, N=23							
Year	-3	-2	-1	0(冠上 PT)	1	2	3
NI ^a	0.031***	-0.102***	-0.183***	-0.174***	-0.059	-0.127	0.068
NI ^b	0.023***	-0.085***	-0.152***	-0.153***	0.005	0.006	0.039
CFO ^a	0.074***	-0.009	-0.020**	0.002	0.031**	0.007	0.053*
CFO ^b	0.070***	-0.014	-0.010**	-0.001	0.019***	0.020	0.065
OI ^a	0.003	-0.060	-0.124	-0.132	-0.070	-0.112	0.018
OI ^b	-0.000	-0.053***	-0.104***	-0.119***	-0.060**	0.002	0.017
DA ^a	-0.056**	-0.123***	-0.198***	-0.191***	-0.089**	-0.155**	-0.060
DA ^b	-0.056**	-0.114***	-0.198***	-0.166***	-0.059**	-0.046**	-0.039
NOI ^a	0.027***	-0.041**	-0.059***	-0.041**	0.011	-0.015	0.049
NOI ^b	0.013***	-0.012***	-0.034***	-0.024**	0.015	-0.002	0.035

註：Year 代表淪為各群虧損公司當年 (0) 或前後年度。N 代表公司家數。NI 盈餘。OI 代表營業所得。NOI 代表營業外所得。CFO 代表營業現金流量。DA 代表裁決性應計數。上述財務變數均經期初總資產加以平減，調整規模差異。

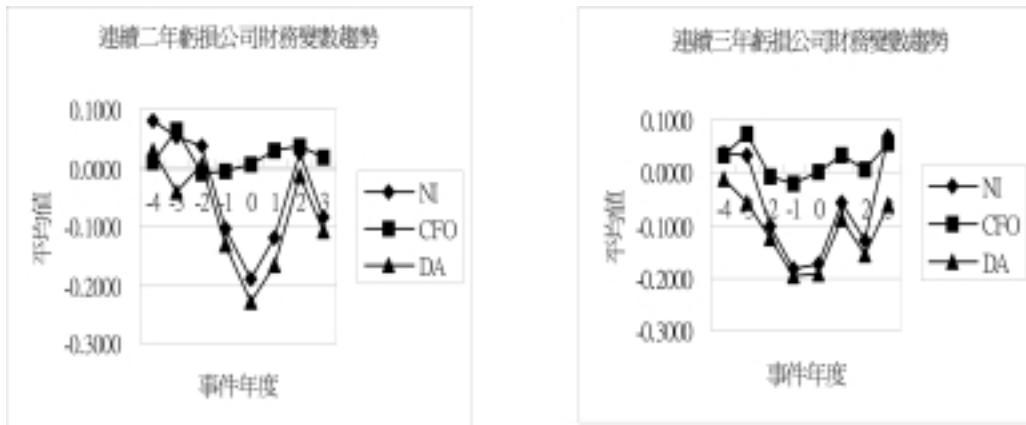
a 代表各變數平均數，***, **,*分別表示雙尾 t-test 之 p-value 達 1%, 5%, 10% 顯著水準。

b 代表各變數中位數，***, **,*分別表示雙尾 Wilcoxon signed rank test 之 p-value 達 1%, 5%, 10% 顯著水準。

資料來源：作者自行整理。

圖一資料顯示連續二年或三年虧損的公司，基本上營業現金流量各年變動不大，但盈餘深受裁決性應計數之影響，在虧損前後年度波動極大，顯示透過裁決性應計數調控盈餘之現象。最近二年連續虧損的公司從冠上「ST」名稱前二年至後二年（-2至2年），盈餘大致呈現V字型態，扭虧年數約二年，但扭虧後績效立即下滑，強化扭虧來自盈餘管理之證據。同樣，最近三年連續虧損的公司從冠上「PT」名稱前三年至後三年（-3至3年），盈餘大致呈現W字型，扭虧年數約三年，扭虧後盈餘立即下滑。

圖一 盈餘（NI）、營業現金流量（CFO）、裁決性應計數（DA）趨勢



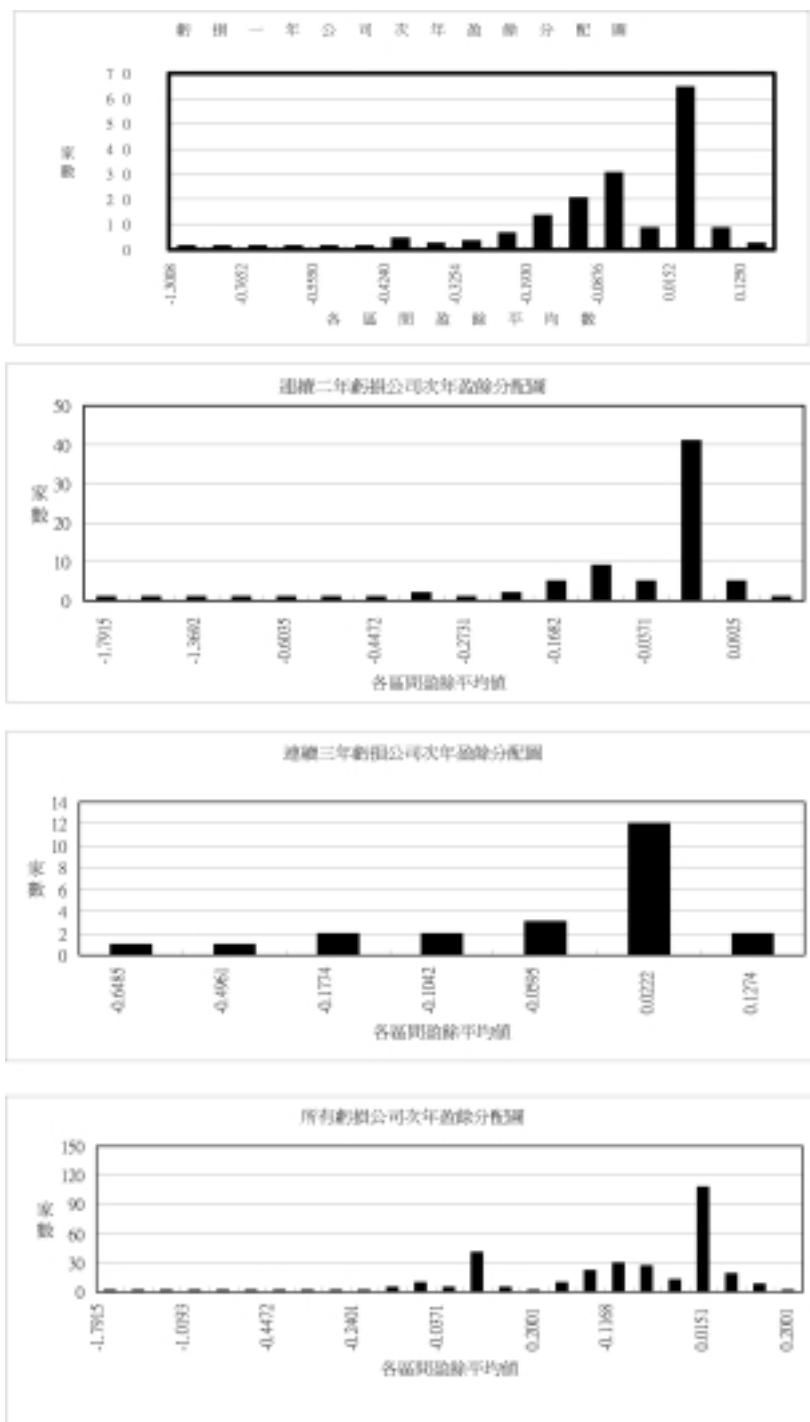
資料來源：作者自行繪製。

四、盈餘零損失門檻檢定

零損失為中國大陸下市緩衝機制之法規門檻，此管制門檻可能引發虧損公司次年盈餘分配在零損失門檻之處呈現不連續的現象。由圖二顯示，最近一年虧損公司、連續二年虧損公司、連續三年虧損公司與所有虧損公司次年，扭虧公司盈餘差異不大，分布相當集中；續虧公司盈餘差異較大，分布較廣。其中，最近一年虧損公司次年盈餘分配於零損失門檻最左、右鄰區間家數分別為8與64；連續二年虪損公司次年盈餘分配於零損失門檻最左、右鄰區間家數分別為5與41；連續三年虪損公司次年盈餘分配於零損失門檻最左、右鄰區間家數分別為3與12；所有虪損公司次年盈餘分配於零損失門檻最左、右鄰區間家數分別為12與108。特別值得關注的是盈餘分配在零損失最右鄰區間形成明顯高峰，此高峰區間的左、右鄰家數明顯下滑，此巨大落差隱含某些實質小虧的公司可能透過報表美化超越零損失，規避相關管制，以及某些實質績效不錯的公司可能反向調整盈餘至略高於零損失，預防未來再度虪損。

進一步觀察表四，顯示最近一年虪損公司、連續二年虪損公司、連續三年虪損公司與所有虪損公司零損失門檻的檢定統計量（ t ）皆大於2，零損失門檻處不連續的異常現象相當顯著，支持假說2-1。

圖二 各群虧損公司次年盈餘分配直方圖



資料來源：作者自行繪製。

表四 各群虧損公司次年盈餘敘述統計量與零損失門檻檢定統計量

族群	樣本家數	第一個四分位數	中位數	第三個四分位數	最小值	最大值	標準差	間距 ¹	零損失t統計量 ²
虧損一年	166	-0.1502	-0.0582	0.0068	-1.3008	0.1250	0.1868	0.05716	2.642
虧損二年	78	-0.1163	0.0068	0.0289	-1.7914	0.2000	0.3455	0.06801	2.593
虧損三年	23	-0.0872	0.0050	0.0340	-0.6485	0.1343	0.1816	0.08530	6.394
所有虧損	267	-0.1388	0.0006	0.0155	-1.7914	0.2000	0.2432	0.04795	3.279

註：1. 關於盈餘分配直方圖間距之設定，本研究依據 1999 年 Degeorge, Patel 與 Zeckhauser 採用之方法，以下列公式決定出適當之間距：間距=2 (IQR) $n^{1/3}$ ，其中，IQR 為期初總資產平減後盈餘之第一與第三個四分位數間之差，n 為樣本數。

$$2. \tau_n = \{\Delta P(X_n) - \text{MEAN}_{i \in R, i \neq n} [\Delta P(X_i)]\} / S.D._{i \in R, i \neq n} [\Delta P(X_i)]$$

其中， $\Delta P(X_n) \equiv [P(X_n) - P(X_{n-1})]$ 為區間 $[X_n, X_{n+1}]$ 與 $[X_{n-1}, X_n]$ 相對次數差異，R 為以 n 為中心，距離 n 有 $2r+1$ 個區間的小對稱區域，故 $R=\{X_i; i \in (n-r, n+r)\}$ 。但為了強化檢定的效力，在計算 i 所屬區域 $\Delta P(X_i)$ 之平均 (MEAN) 數與標準差 (S.D.) 時，將 $\Delta P(X_n)$ 予以排除。

資料來源：作者自行整理。

五、各群虧損公司次年扭虧分組樣本盈餘管理行為

由表五 Panel A 顯示，最近一年虧損公司次年扭虧時，報導盈餘控制在超過零損失的一定範圍內（約 0.0091-0.0436），當操控前盈餘與盈餘管理分別以營業現金流量與裁決性應計數為替代變數時，可以觀察到各組裁決性應計數隨著營業現金流量增加而單調遞減，操控前盈餘最小組別之裁決性應計數（0.0378）顯著大於其他扭虧各組，支持假說 2-2。另外，若以營業所得與營業外所得分別替代操控前盈餘與盈餘管理，亦可發現各組營業外所得隨營業所得增加而單調遞減，操控前盈餘最小組別之營業外所得（0.0666）亦顯著大於其他扭虧各組，支持假說 2-2。

由表五 Panel B 顯示，連續二年虧損公司次年扭虧時，報導盈餘控制在超過零損失的一定範圍內（約 0.0186-0.0570），當操控前盈餘與盈餘管理分別以營業現金流量與裁決性應計數為替代變數時，操控前盈餘最小組別之裁決性應計數（-0.0138）反而小於組別 2,3,4 之裁決性應計數，與假說 2-2 預期不一致，但若排除組別 1，仍可發現裁決性應計數調節盈餘之現象。另外，若以營業所得與營業外所得分別替代操控前盈餘與盈餘管理，則可發現各組營業外所得隨營業所得增加而單調遞減，操控前盈餘最小組別之營業外所得（0.1041）亦顯著大於其他扭虧各組，支持假說 2-2。

由表五 Panel C 顯示，連續三年虧損公司次年扭虧時，同樣透過裁決性應計數或營業外所得將報導盈餘控制在超過零損失的一定範圍內（約 0.0046-0.0735），當操控前盈餘與盈餘管理分別以營業現金流量與裁決性應計數為替代變數時，可以觀察到操控前盈餘最小組別之裁決性應計數（0.1082）顯著大於其他扭虧各組，支持假說 2-2。另外，若以營業所得與營業外所得分別替代操控前盈餘與盈餘管理，亦可發現組別 1,2,3,4 之營業所得為負，完全透過營業外所得成功扭虧，操控前盈餘最小組別之營業外所得（0.1436）顯著大於其他扭虧各組，支持假說 2-2 (Wilcoxon z 值因樣本數太

小而不顯著)。

表五 各群虧損公司次年扭虧分組樣本盈餘管理行為

Panel A：最近一年虧損公司次年扭虧分組樣本盈餘管理行為											
操控前盈餘(CFO)與盈餘管理(DA)關係						操控前盈餘(OI)與盈餘管理(NOI)關係					
組別 (N)	操控前 盈餘	盈餘管 理 DA	報表盈 餘 NI	t 值	Wilcoxon z 值	組別 (N)	操控前 盈餘 OI	盈餘管 理 NOI	報表盈 餘 NI	t 值	Wilcoxon z 值
1(14)	-0.0432	0.0378	0.0194			1(14)	-0.0439	0.0666	0.0226		
2(15)	-0.0016	0.0084	0.0288	1.55	1.28	2(15)	-0.0157	0.0425	0.0267	1.81*	2.29**
3(15)	0.0245	-0.0209	0.0186	3.52***	3.20***	3(15)	-0.0029	0.0253	0.0224	3.24***	3.20***
4(15)	0.0670	-0.0337	0.0272	4.07***	3.68***	4(15)	0.0045	0.0046	0.0091	5.86***	4.42***
5(15)	0.1830	-0.1409	0.0303	4.92***	3.68***	5(15)	0.0380	0.0055	0.0436	4.72***	3.46***

Panel B：連續二年虧損公司次年扭虧分組樣本盈餘管理行為											
操控前盈餘(CFO)與盈餘管理(DA)關係						操控前盈餘(OI)與盈餘管理(NOI)關係					
組別 (N)	操控前 盈餘	盈餘管 理 DA	報表盈 餘 NI	t 值	Wilcoxon z 值	組別 (N)	操控前 盈餘 OI	盈餘管 理 NOI	報表盈 餘 NI	t 值	Wilcoxon z 值
1(9)	-0.0555	-0.0138	0.0256			1(9)	-0.0746	0.1041	0.0295		
2(10)	-0.0049	0.0159	0.0379	-0.36	1.26	2(10)	-0.0317	0.0638	0.0321	2.27**	1.75*
3(9)	0.0098	0.0093	0.0349	-0.27	1.05	3(9)	-0.0137	0.0412	0.0274	3.24***	2.91***
4(10)	0.0415	-0.0118	0.0186	-0.02	1.51	4(10)	0.0031	0.0167	0.0199	5.27***	3.38***
5(9)	0.2372	-0.1922	0.0484	1.77*	2.56**	5(9)	0.0478	0.0091	0.0570	4.79***	3.17***

Panel C：連續三年虧損公司次年扭虧分組樣本盈餘管理行為											
操控前盈餘(CFO)與盈餘管理(DA)關係						操控前盈餘(OI)與盈餘管理(NOI)關係					
組別 (N)	操控前 盈餘	盈餘管 理 DA	報表盈 餘 NI	t 值	Wilcoxon z 值	組別 (N)	操控前 盈餘 OI	盈餘管 理 NOI	報表盈 餘 NI	t 值	Wilcoxon z 值
1(2)	-0.0498	0.1082	0.0654			1(2)	-0.0918	0.1436	0.0518		
2(3)	0.0158	0.0790	0.0181	0.42	0.28	2(3)	-0.0576	0.0658	0.0081	7.00*	1.44
3(3)	0.0397	-0.0166	0.0046	4.18**	1.44	3(3)	-0.0306	0.0356	0.0050	6.38***	1.44
4(3)	0.0516	0.0054	0.0594	2.84*	1.44	4(3)	-0.0010	0.0536	0.0526	1.83	1.44
5(3)	0.1430	-0.1130	0.0480	3.55***	1.44	5(3)	0.0806	-0.0071	0.0735	12.72**	1.44

註：1. 組別依操控前盈餘水準由小至大分為五組，組別 1 為操控前盈餘水準最低的組別，即為假說之測試組，其他各組皆為測試組之比較組別，其中組別 5 為操控前盈餘水準最高的組別。N 為樣本數。

2. 左半邊操控前盈餘為營業現金流量，對應之盈餘管理則為裁決性應計數；右半邊操控前盈餘為營業所得，對應之盈餘管理則為營業外所得。各欄數據為各組別各變數之平均數。
3. t 值為測試組與其他各組盈餘管理數據差異之檢定統計量，***, **, * 分別代表雙尾之 1%, 5%, 10% 顯著水準。
4. z 值為測試組與其他各組盈餘管理數據差異 Wilcoxon two-sample test 的統計量，***, **, * 分別代表雙尾之 1%, 5%, 10% 顯著水準。

資料來源：作者自行整理。

陸、結論與建議

本研究主要探討中國大陸虧損公司面臨下市緩衝機制壓力時潛在之盈餘管理行為。中國大陸下市緩衝機制意指對連續虧損公司股票進行「特別處理」與「特別轉讓」的管制，管制主要依據為會計盈餘，因此可能引發管理當局盈餘管理行為。中國大陸下市緩衝機制自 1998 年才開始實施，本文為了檢視樣本次年扭虧行為的盈餘管理意涵，因此選樣期間僅涵蓋 1998 至 2000 年。雖然「特別處理」與「特別轉讓」制度尚有其他非盈餘的管制依據，這些公司盈餘管理動機相對較弱，本文加以排除，僅依據盈餘虧損型態挑選研究樣本，包括最近一年虧損面臨特別處理管制的公司，最近二年連續虧損面臨特別轉讓管制的公司，最近三年連續虧損面臨下市壓力的公司。

針對下市緩衝機制連續虧損的特殊規範，本文研究主題一為連續虧損的法規門檻如何影響管理當局各期盈餘管理行為與盈餘型態，主題二則考慮零損失規範如何引發盈餘管理門檻效應。針對主題一，本文發現虧損公司淪入虧損行列的第一年，「洗大澡」的會計策略相當顯著，但次年盈餘普遍續滑，隱含特別處理的管制成本不高，冠上「ST」名稱可能還有資產重組的廣告效應。連續虧損的第二年，為了規避特別轉讓的管制，仍然持續調降盈餘，裁決性應計數或營業外所得顯著為負，但跌幅小於虧損第一年。至於連續虧損三年的公司，次年為了規避下市的危機，縱使財務惡化，仍可發現盈餘美化行為。在下市緩衝機制連續虧損規範下，連續二年虧損公司盈餘大致呈現 V 字型，扭虧年限約二年，連續三年虧損公司盈餘更是反覆震盪，大致呈現 W 趨勢，扭虧年限平均三年，二群公司扭虧後盈餘立即下滑，強化扭虧係報表美化所致。針對主題二，本文發現各群虧損公司次年扭虧時，盈餘分配集中於零損失門檻最右鄰區間，除了驗證過去文獻操控前小虧的公司美化盈餘行為最為顯著外，本文還發現操控前盈餘遠高於零損失的公司，為了預防未來再度虧損，反而傾向調降盈餘以為緩衝，此為虧損公司盈餘管理之特色。

中國大陸 1998 年實施的「特別處理」與「特別轉讓」制度，原意係提醒投資大眾注意此群虧損公司高度的財務風險，並希望透過變更交易方式的管制迫使管理當局積極改善績效。上述緩衝機制的目的，依據本文分析與實證結果似乎皆未達成。首先公司冠上「ST」與「PT」名稱，由於資產重組題材與漲跌幅縮減的特殊管制，反而產生某種程度的廣告效應。另外由於冠上「ST」名稱，距離下市仍有相當的緩衝期，「PT」設計在 2001 年之前，相當保守，扭虧寬限期長達三年，因此虧損公司皆沒有立即下市的威脅，加上管制主要依據為會計盈餘，即使在寬限期最後一年，仍可能透過報表操控加以規避，實質改善績效的誘因不強。

中國證監會應正視盈餘管制所衍生的報表失真問題，現階段除了強化一般公認會計準則對於會計政策與業外損益認列，進行更嚴謹的規範與要求更充分的揭露外，主管機關應追蹤了解虧損公司盈餘改善的持續性，並對資產重組訊息一再澄清操控股價的行為加以管制。另外可參考台灣一律改用較難操控的淨值門檻，資不抵債的公司應

強制下市，亦可搭配考慮其他非財務的資訊如會計師意見或公司管理階層異動訊息。最後應貫徹下市管制的決心，使市場不再對「ST」或「PT」股存有資產重組轉機的預期，亦使公司真正認知未實質改善績效，只有面臨下市的命運。投資大眾更應仔細評估「ST」與「PT」股之盈餘持續性，其營業所得與營業外所得的關係，避免盲從追隨股價或雜訊而招致損失。

* * *

(收件：95年4月10日，接受：95年5月22日)

Chinese Delisting Buffer Mechanism and Earnings Management

Yue-duan Guan

Abstract

This study investigates the impact of Chinese delisting buffer mechanism on firms' earnings management. The delisting buffer mechanism requires that firms with one, two, and three-year losses be subject to special treatment, particular transfer and delisting regulations in the following year. Although firms subject to special treatment and particular transfer regulations have price limits and trading time sanctions, the market still expects corporate restructuring news. Therefore, I hypothesize that firms with one or two-year losses strategically manage earnings downwards to save future earnings and gain potential restructure benefits. Firms with three-year losses strategically manage earnings upwards in the following year to avoid a delisting crisis. Furthermore, I hypothesize that earnings distribution of loss firms reporting profits in the following year heavily clusters slightly above the zero-loss threshold. Empirical results support the hypotheses described above, which indicate that Chinese delisting buffer mechanism's consecutive loss thresholds induce loss firms to report unreliable earnings and do not play a real role in the delisting selection process.

Keywords: delisting buffer mechanism; special treatment; particular transfer; earnings management

參考文獻

- 王安武、竇洪波，「從現金流量分析我國上市公司盈餘管理」，《經濟理論與經濟管理》（北京），第2期（2000年2月），頁38~42。
- 朱小平、聶尚君，**上市公司資產重組研究**（北京：中國勞動社會保障出版社，2000年），頁1~49。
- 周賓鳳、吳壽山，1998，「漲跌幅限制之再探討」，《中國財務學刊》（台北），第6卷第2期（1998年10月），頁19~48。
- 林嬪娟、洪櫻芬、薛敏正，「財務困難公司之盈餘管理實證研究」，《管理學報》（台北），第14卷第1期（1997年3月），頁15~38。
- 金成隆、林修歲、張永芳，「強制性財務預測誤差與盈餘管理關係：20%門檻限制影響之研究」，《中國財務學刊》（台北），第7卷第1期（1999年4月），頁59~96。
- 孫錚、王躍堂，「資源配置與盈餘操縱之實證研究」，《財經研究》（上海），第4期（1999年4月），頁3~9。
- 康榮寶，**深入中國股市**（台北：天下文化，2001年），頁100~107。
- 深圳證券信息股份有限公司編著，**進出之間—聚集中國股市淘汰制**（南寧：廣西人民出版社，2001年），頁1~22。
- 謝曙光，**中國ST股票投資寶典**（太原：山西經濟出版社，1999年），頁76~96。

- Aharony, Joseph, Chi-wen Jevons Lee, and T. J. Wong, "Financial Packaging of IPO Firms in China," *Journal of Accounting Research*, vol. 38, no. 1(Spring 2000), pp.103~126.
- Balsam, Steven, "Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation," *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, no. 3 (Fall 1998), pp. 229~252.
- Burgstahler, David and Ilia Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, no. 1(December 1997), pp. 99~126.
- Chen, Charles J. P., Ferdinand A. Gul, and Xijia Su, "A Comparison of Reported Earnings under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence from the Shanghai Stock Exchange," *Accounting Horizons*, vol. 13, no. 2 (June 1999), pp. 91~111.
- Chen, Kevin C. W. and Michael P. Schoderbek, "The Role of Accounting Information in Security Exchange Delisting," *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 18, no. 1 (Spring 1999), pp. 31~57.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, no. 1-2 (February 1994), pp.113~144.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, vol. 70, no. 2 (April 1995), pp. 193~225.

- DeFond, Mark L. and James Jiambalvo, "Debt Covenant Violations and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, no. 1-2 (February 1994), pp. 145~176.
- DeFond, Mark L. and Chul W. Park, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, no. 2 (July 1997), pp. 115~139.
- DeFond, Mark L. and K. R. Subramanyam, "Auditor Changes and Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, no. 1 (February 1998), pp. 35~67.
- DeFond, Mark L., T. J. Wong, and Shuhua Li, "The Impact of Improved Auditor Independence on Audit Market Concentration in China," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, no. 3 (December 1999), pp. 269~305.
- Degeorge, Francois, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, "Earnings Management to Exceed Thresholds," *Journal of Business*, vol. 72, no. 1 (January 1999), pp. 1~33.
- Dye, Ronald A. and Robert R. Verrecchia, "Discretion vs. Uniformity: Choices among GAAP," *The Accounting Review*, vol. 70, no. 3 (July 1995), pp. 389~415.
- Healy, Paul M., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no. 1 (1985), pp. 85~107.
- Healy, Paul M. and James M. Wahlen, "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons*, vol. 13, no. 4 (December 1999), pp. 365~383.
- Hilmy, Joseph, "Communists Among Us in a Market Economy: Accounting in the People's Republic of China," *The International Journal of Accounting*, vol. 34, no. 4 (October 1999), pp. 491~515.
- Jones, Jennifer J., "Earnings Management during Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 2 (Autumn 1991), pp. 193~228.
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky, "Prospect Theory : A Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, vol. 47, no. 2 (March 1979), pp. 263~292.
- Lin, Z. Jun and Feng Chen, "Appilicability of the Conservatism Accounting Convention in China: Empirical Evidence," *The International Journal of Accounting*, vol. 34, no. 4 (October 1999), pp. 517~537.
- Qi, Daging, Woody Wu, and Hua Zhang, "Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence from Listed Chinese Companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 8, no. 5 (October 2000), pp. 587~610.
- Schipper, Katherine, "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons*, vol. 3, no. 4 (December 1989), pp. 91~102.
- Tang, Qingliang, Chee W. Chow, and Amy Lau, "Auditing of State-Owned Enterprises in China: Historic Development, Current Practice and Emerging Issues," *The International Journal of Accounting*, vol. 34, no. 2 (June 1999), pp. 173~187.

- Thomas, Jacob K., "Unusual Patterns in Reported Earnings," *The Accounting Review*, vol. 64, no. 4 (October 1989), pp. 773~787.
- Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman, "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, vol. 53, no. 1 (January 1978), pp. 112~134.