

初次上市前盈餘管理的資訊內涵

The Information Content of Pre-IPO Earnings Management

洪振虔 *Chen-Chien Hung*

國立屏東商業技術學院企業管理學系
Department of Business Administration,
National Pingtung Institute of Commerce

摘要

初次上市前，在發行公司與投資人間存在著嚴重資訊不對稱的情況下，盈餘管理是在傳遞與公司價值有關的資訊，或是誤導投資人產生錯誤評價？目前並沒有一致的結論。基於盈餘分佈的一、二級動差，本文將上市前盈餘管理分為盈餘提高與盈餘平穩兩方式，實證發現上市前利用裁決性應計項目提高盈餘乃是在使未來較佳的獲利反應於發行價，因此具有公司價值相關的資訊；然而，上市前盈餘提高卻也會導致上市初期之投資人對於公司價值產生過度樂觀的評價。至於上市前盈餘平穩的程度，則是具有與未來投資風險相關的資訊，但是，與發行公司定價和投資人評價則都無明顯的關連。

關鍵詞：盈餘管理、初次上市股票、雜訊交易

Abstract

There is severe information asymmetry between the investors and the issuers for initial public offerings. Hence, the argument on that pre-IPOs earnings management conveys information or noise is continuous. Taking the first and the second moment of earning distribution into consideration, this study classifies earnings management into income increasing and income smoothing. The results point out that the issuers make use of discretionary accruals in the year prior to IPO to set offer price adjusted for future earnings, which are higher than the counterparts; therefore, income-increasing is related to information about the quality of the firms. Nevertheless, pre-IPOs income-increasing causes investors' overreaction in the early market. The issuers with more income-smoothing before IPOs experience less volatility of long-term price performance. This evidence indicates that income-smoothing conveys information about investment risk. But, there are no obviously relationships between income-smoothing and both of offering price and aftermarket price.

Keywords: earnings management, initial public offerings, noise trading

壹、緒論

Brau & Fawcett (2006) 的問卷調查研究指出，上市前的盈餘被財務長們視為是最重要的訊號，因為他們認為過去的成果是未來預期的最佳訊號。然而，此一強烈的共識背後卻也隱含著盈餘管理（earnings management）的動機。雖然一些現存的研究指出，當公司打算發行新股時會具有強烈的動機藉由盈餘管理以推升股價，並隱含著投機性的意圖 (Teoh et al., 1998a; Teoh et al., 1998b; Roosenboom et al., 2003)。但是，也有學者指出，盈餘管理具有資訊傳遞的作用 (Hughes, 1986; Chaney & Lewis, 1995)。所以，在上市前發行公司與投資人

間存在著嚴重資訊不對稱的情況下，盈餘管理到底是藉由管理的盈餘（managed earning）來傳遞與公司真實價值有關的私有資訊，或相反的是投機地誤導投資人產生錯誤評價呢？就學術與投資實務而言，都需要加以釐清與驗證。

Teoh et al. (1998a) 依據上市當年裁決性應計項目（discretionary accruals）與長期價格績效衰退的關連，指出初次上市公司有藉由應計項目提高盈餘以誤導投資人之嫌。不過，Ritter (1991) 則指出，長期價格績效衰退現象與上市初期超常報酬的同時存在，表示上市初期投資人有過高評價（overvaluation）的現象，其他也有國內、外的研究指出，上市初期的股票交易充斥著雜訊交易（noise trading）（註¹）(Lee et al., 1991; Chen et al., 2002)。根據 Shiller (1984) 的模型指出，當市場係由聰明投資者（smart-money investors）與雜訊交易者兩類型之投資者所組成，則股價會由基本價值（fundamental value）與狂想因素（雜訊交易者的需求）所共同決定；所以，市場效率性是一動態的過程。因此，上市前藉由應計項目提高盈餘與上市後長期價格績效存在負相關的另一種可能情況是，上市前盈餘管理是在傳遞公司未來有較佳獲利能力（基本價值）的資訊，卻因為上市初期雜訊交易的盛行，雜訊交易者對未來獲利有過度樂觀預期（狂想因素），以致推升上市初期的市價；長期間後，市場進行修正使得價格績效下滑，以致令人有初次上市公司刻意在誤導投資人的錯覺。此外，Ball & Shivakumar (2008) 認為，以上市當年為裁決性應計項目操縱的認定時點，對於意圖影響發行價而言時機過晚，而且，上市當年募集的現金會大幅提高營運資金水準，因此可能會高估裁決性應計項目。這些質疑也削弱了過去研究發現的證據力。

不同於過去研究，本文同時檢驗上市前盈餘提高（income increasing）與盈餘平穩（income smoothing）這兩項盈餘管理方式（註²）是否具有資訊內涵，以及其內容。事實上，這兩項盈餘管理方式涉及盈餘分佈（earning distribution）

註¹：雜訊交易者又被稱為「非理性投資者」（irrational investors），Black (1986) 在其非常著名的文章“Noise”即指出，雜訊交易者並非是依據與基本面相關的資訊來進行交易。通常，他們根據市場情緒（market sentiment）進行交易，因此會遵循投資評論者的投資建議或簡單交易準則。Lee et al. (1991) 利用封閉型基金折價幅度作為投資者情緒指標，實證指出公司會選擇投資者情緒普遍樂觀的時期上市，而無關於公司未來的預期成長。

註²；Schipper (1989)、Healy & Wahlen (1999) 以及 Dechow & Skinner (2000) 對於盈餘管理之定義與義涵有較深入的說明與討論。

的一級動差 (first moment) 與二級動差 (second moment) 之運用, Chaney & Lewis (1995) 也指出裁決性應計項目也有可能被用來平穩盈餘, 並藉由平穩的盈餘對市場傳遞公司具有較高的價值。關於裁決性應計項目, 基於過去研究在估計與認定時點存在的偏誤, 本研究採用 Ball & Shivakumar (2008) 所建議之裁決性應計項目的估計方式及以上市前一年為盈餘管理的衡量時點。此外, 過去一些研究指出應計項目與同期或過去的經營績效有關 (Guay et al., 1996; Healy, 1996; Dechow et al., 1998; Barth et al., 2001), 當初次上市公司基於機會之掌握而選擇績效好的時候上市, 則上市前後期間之績效即會呈現某一特定形態 (註³), 如未控制績效對應計項目估計之影響, 會使得所估計之 (裁決性) 應計項目亦呈現類似的特定形態。因此, 本文並參考 Kothari et al. (2005) 所建議之績效配比方式, 將按照 Ball & Shivakumar (2008) 的做法所估計之裁決性應計項目進行績效配比, 另外形成一經過績效配比的裁決性應計項目。實證上, 為了驗證上市前盈餘管理的資訊價值, 不僅分析上市前盈餘管理和上市後長期價格績效與獲利績效的關連, 並分別調查上市前盈餘管理如何影響股票發行時的直接價格 (發行價) 與相對價格 (根據同業已上市股票市價價格乘數計算的發行價價值比)。同時, 也進一步探討上市初期投資人對於上市前盈餘管理是否產生錯誤評價的現象。

整體而言, 未績效配比之裁決性應計項目於上市前一年不具顯著性, 上市當年則顯著大於零, 而上市後卻顯著為負數, 與過去國內、外一些研究發現相似。但是對績效配比之裁決性應計項目分析的結果, 卻是上市前後共計八年期間都不具顯著性, 此一結果迥異於過去相關研究的實證發現, 可見績效對於裁決性應計項目的估計具有顯著影響。但是, 如以上市前一年績效配比裁決性應計項目中位數區分為高、低兩組, 此兩組在上市前一年的績效配比裁決性應計項目則分別顯著為正數與負數, 而其他期間卻並未顯著異於零, 可見在上市前一年是有進行盈餘管理而呈現盈餘積極提高與未積極提高兩種類型。

雖然上市前一年裁決性應計項目越高者, 發行價 (直接價格) 也越高, 與過去研究發現一致, 不過, 上市前裁決性應計項目與根據同業價格乘數計算所應有的相對價格 (相對價格, 亦可視為發行溢(折)價) 之間並沒有顯著關連; 也就是, 發行公司利用裁決性應計項目提高盈餘係在反應其根據同業價格乘數

註³: Jain & Kini (1994) 與李建然、羅元銘 (2002) 分別針對美國與臺灣之初次上市股票的上市前後獲利績效進行研究後發現, 上市前一年的獲利績效為上市前後幾年間的高峰。本研究亦發現相同的上市前後獲利績效變動形態。

計算的價值；只是，初次上市股票的價值比普遍遠高於1，表示初次上市股票的發行價大多高於同業當時的市價。而且，與過去研究發現不同的是，上市前盈餘積極提高者在上市後，無論是以營業利益或營業現金流量所衡量的營運績效，大致上都較上市前盈餘未積極提高者佳。此一結果則符合 Chaney & Lewis (1995) 模型的涵意，亦即，高價值公司會採取多報盈餘的積極盈餘管理做法，低價值公司則選擇保守盈餘管理策略。雖然，上市前盈餘提高越積極，發行價越高，但是，仍以上市前盈餘積極提高分組有較佳之長期投資績效。這些證據顯示，上市前藉由裁決性應計項目積極提高盈餘，係將未來較佳的盈餘反應於發行價上，所以，上市前盈餘的提高具有未來較佳獲利的資訊內涵。此外，本研究亦觀察到，上市初期投資人對於上市前一年裁決性應計項目與上市前盈餘平穩的錯誤評價，與上市初期存在雜訊交易者的現象係同時存在。

雖然，上市前盈餘平穩與發行價之訂定無明顯關連，而且，上市前盈餘平穩與否的分組在上市後的營運績效或長期價格績效卻不相上下；不過，上市前盈餘平穩的組別，上市後長期價格績效的波動明顯較小，意味著投資風險較低。因此上市前盈餘的平穩應該是傳遞著與未來投資風險相關的資訊，使得上市前盈餘平穩公司在上市前有較差的獲利之下，不至於有較低的評價。

除了序論外，本文第二單元的文獻探討係回顧新上市公司盈餘管理與發行價訂定的相關文獻；第三單元則是研究設計與方法，主要說明新上市股票價值之相對評價方式與盈餘管理指標的衡量；第四單元為實證分析的結果與說明；最後乃提出本文的結論。

貳、文獻探討

一、初次上市公司的盈餘管理

Teoh et al. (1998a) 利用橫斷面的 Jones (1991) 模型估計裁決性應計項目，研究發現裁決性應計項目與盈餘在上市年度達最高峰，而在上市後數年內則呈現顯著的下降趨勢。對應計項目採取保守做法的初次上市公司，上市後的現金流量卻是轉趨惡化；然而，對應計項目採用積極操作的初次上市公司，上市後的現金流量卻是穩定提高。該研究進一步驗證顯示，相較於對比公司，經

由應計項目積極提高盈餘的公司，上市後的盈餘表現較差，不過盈餘未積極提高的初次上市公司並沒有此一現象。

Teoh et al. (1998a) 依上市年度裁決性流動應計項目使用程度分為四組分析其長期價格表現，結果除了第一分組（盈餘未積極提高）外，其餘各分組的長期價格績效均低於0，並且這些分組的長期價格績效表現係呈現單調遞減，尤其第四分組（盈餘積極提高）的長期累積超常報酬達-25%左右，他們認為這一結果符合初次上市公司利用提高應計項目以誤導投資人的情況。Roosenboom et al. (2003) 參照 Teoh et al. (1998a) 的作法，針對荷蘭64家初次上市股票所進行的實證結果指出，整體而言，初次上市公司是在上市當年藉由裁決性應計項目進行盈餘管理，而不是在上市前一年。他們也同樣發現上市當年越是藉由裁決性應計項目以提高盈餘者，其長期價格績效衰退得越嚴重。不過，Friedlan (1994) 則認為管理當局會是在上市前進行盈餘管理，藉此提高發行價。

Ball & Shivakumar (2008) 則針對 Teoh et al. (1998a) 的研究指出幾項問題，包括以上市當年來認定盈餘提高之操縱，對於發行價影響的時機點過晚；初次上市公司通常會使用發行金額來大幅調整營運資金水準，因此，上市當年衡量的裁決性應計項目會有高估現象；Jones model對於裁決性應計項目的估計只考慮降低盈餘雜訊，卻忽略應計損失的及時認定，而有重大的錯誤設定（mis-specified）。國內研究中，黃惠君 (1995) 根據Jones模式以估計裁決性應計項目，並藉此衡量盈餘窗飾的程度。指出上市前三年並無藉由裁決性應計項目以提高會計盈餘的情況，不過，上市當年及上市後第一年之裁決性應計項目則顯著大於0，呈現有提高會計盈餘之操縱現象。但是，此一結果則存在如同 Ball & Shivakumar (2008) 對 Teoh et al. (1998a) 的一些質疑。

Hughes (1986) 指出，提高盈餘的會計選擇可作為管理階層用以傳遞對於公司價值信念的訊號。Chaney & Lewis (1995) 以模型推導指出，當投資人藉由報導的盈餘以評估公司價值，而公司與投資人間存在資訊不對稱且公司經理人的報償取決於公司價值時，公司經營當局將會進行策略性的盈餘管理以影響投資人的評價。對於高價值的公司，會採取多報盈餘的積極盈餘管理做法，低價值公司則選擇以降低稅賦為目標的保守盈餘管理策略。此一訊號傳遞說正也呼應 Brau & Fawcett (2006) 對美國實務界之間卷調查結果，亦即上市前的盈餘被受訪的財務長認為是極重要的訊號傳遞。另外，根據張文瀾 (2001) 針對台灣上市公司的研究，實證結果支持裁決性應計項目的使用具有盈餘操縱的投

機性意圖與溝通私有資訊的用意，不過，該研究也指出審計品質雖然可以降低裁決性應計項目的投機性盈餘管理，卻未能明顯地提升私有資訊溝通的效果。

本質上，盈餘管理的做法除了前述透過裁決性應計項目所進行的「盈餘提高」窗飾行為外，另有一種做法則是「盈餘平穩」。Chaney & Lewis (1995) 指出，高價值公司會藉由將盈餘平穩在預計盈餘的水準，以增進投資人對於公司價值評量的精確性。Chaney & Lewis (1998) 認為藉由應計項目以提高的盈餘只是短期現象，盈餘平穩的做法則是長期的策略，他們的實證發現，上市後五年內盈餘越平穩的公司，同一期間之價格績效表現越佳、盈餘反應係數也比較高。

其實，上述研究所指出「提高盈餘」與「平穩盈餘」被當作與公司價值有關之訊號，乃是盈餘分佈的一級動差（first moment）與二級動差（second moment）被運用作為訊息傳遞的訊號，這兩項動差正是盈餘分佈的主要敘述性統計值。

二、IPO 定價與價格乘數

大致上，公司價值的評定方式可分為直接評價法與間接評價法，直接評價法係以預估公司未來的現金流量，經由選定的折現率，加以折現計算而得；至於，間接評價法則是參考類似資產的價格以估計公司價值，通常此種方法需要運用以會計為基礎的價格乘數，如本益比（price-to-earnings ratio）、價格淨值比（price-to-book ratio）或價格銷貨比（price-to-sales ratio）(Bhojraj & Lee, 2002)。就初次上市股票而言，由於上市前股票無公開成交市價，也就無法據此衡量系統風險以決定折現率；另外，由於上市前可供分析的財務性時間數列資料較少，以致對未來現金流量之估計亦是頗為困難的任務，因此利用理論基礎較嚴謹的評價方法（直接評價）以計算發行價是不太容易的做法。實務上，承銷商與發行公司對於承銷價之訂定則大多以同業之價格乘數為參考 (McCarthy, 1999; Weisman, 1999)，經由調整個別公司之差異與考量發行市場狀況以訂定發行價。

Kaplan & Ruback (1995) 以融資買下公司 (LBOs) 為研究對象，進行現金流量折現法與同業價格乘數法兩者在市價預測的準確性，結果顯示現金流量折現法與以息前稅前暨折舊攤提前盈餘為基礎的價格乘數於價格預估上的績

效相當。Kim & Ritter (1999) 則指出，同業之價格乘數對於初次上市股票上市後的市價有部份解釋能力，尤其以預測盈餘所計算的本益比。

Purnanandam & Swaminathan (2004) 的實證發現，初次上市股票發行價格相對於以同業之價格乘數 (price multiple) 所計算之真實價值 (以「價值比」; price-to-value ratio 表示) 較高的分組，上市後前六個月的超常報酬明顯高於較低的分組；然而，以上市後第六個月至上市後五年所衡量的長期報酬，價值比較高的分組卻顯著為負數而價格績效低於價值比較低的分組。該研究的分析也指出，相較於價值比低的分組，價值比高的分組 (該文稱之為過高評價的初次上市票) 具有較差的獲利能力，而應計項目以及分析師預期成長率則較高。此一研究有別於過去許多研究，指出初次上市股票有過高定價，而投資人有過高評價的情況，因而質疑初次上市股票偏低定價的現象。不過，當上市初期普遍存在雜訊交易，以致市價未能反應真實價值時，研究上直接以上市後第一天的收盤價或上市初期的市價相對於發行價來決定偏低定價程度，是有待商榷的做法。

參、研究設計與方法

一、樣本與資料來源

本研究以民國八十三年起至九十二年三月間，在台灣證券交易所初次上市的公司為樣本，資料期間涵蓋上市前三年與後五年 (含上市當年)，期間為民國八十年至九十六年六月。但是，捨棄以下部份樣本：(1)金融、保險業，基於會計資料與一般行業不同；(2)重整後重新上市公司，由於與初次上市公司無以往股價可供參考之特性不符；(3)在研究期間下市或因財務困難而列入全額交割者；(4)上市前三年之每股盈餘與每股帳面價值為負數之初次上市公司；(5)初次上市股票所屬之證券交易所產業分類中無三家以上之已上市五年的公司；(6)上櫃轉上市者；(7)無法就已上市公司來確認同業資料者。本研究之資料主要取自於「台灣經濟新報社」的上市公司相關資料庫，如該資料庫有遺缺，則引用上市公司公開說明書上的資料。

二、IPO 定價與價格乘數

關於初次上市公司之定價，除了考量發行價此一直接價格外，另外參考 Purnanandam & Swaminathan (2004) 的方式，利用初次上市股票的發行價相對於以同業價格乘數計算之價值所得出的價值比，來顯示相對價格（註⁴）。

有關初次上市股票價格乘數之分子一係以發行價（ P_o ）乘上流通在外股數（*shares*）；價格乘數之分母一比價基準，則分別為前一年度之淨銷貨收入（*S*）、息前稅前暨折舊攤提前盈餘（*EBITDA*）及非常損益前盈餘（*E*）。初次上市股票發行價之價格乘數計算如下：

$$\left(\frac{P}{S \text{ or } EBITDA \text{ or } E} \right)_{IPO} = \frac{P_o \times shares}{S \text{ or } EBITDA \text{ or } E} \quad (1)$$

上述計算式中，流通在外股數乃是上市當日之流通在外股數，如資料取得不易，乃以上市當月底流通在外股數代替。

衡量價值比時，所採用的同業價格乘數之計算如同(1)式，只是同業公司之市價則為上市日前一個月的月平均市價；流通在外股數乃是上市前一個月月底之流通在外股數；同業價格乘數分別以 $\left(\frac{P}{S} \right)_{Match}$ 、 $\left(\frac{P}{EBITDA} \right)_{Match}$ 以及 $\left(\frac{P}{E} \right)_{Match}$ 表示。

以各項同業價格乘數所計算之發行價價值比如下：

$$\left(\frac{P}{V} \right)_{Sales} = \frac{(P/S)_{IPO}}{(P/S)_{Match}} \quad (2)$$

$$\left(\frac{P}{V} \right)_{EBITDA} = \frac{(P/EBITDA)_{IPO}}{(P/EBITDA)_{Match}} \quad (3)$$

註⁴：台灣過去所採用特定公式計算之上市櫃「承銷參考價」即屬於相對定價，此一承銷參考價計算公式包含的比價基準分別有本益比、平均股利率，以及公司最近期每股淨值與金融機構一年期存款利率。不過，此一計算公式的各項權值之設定極為主觀與武斷，而且當公司並非每年發放股利時，股利之參考性即受影響，至於淨值則是代表公司之處分價值而非繼續經營價值。基於這些問題點，此一公式參考價之參考性存有爭議；自 2004 年一月起，台灣不再硬性規定承銷價之訂定需考量此一承銷價計算公式。

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{\text{Earnings}} = \frac{(P/E)_{\text{IPO}}}{(P/E)_{\text{Match}}} \quad (4)$$

上述各項價值比 $\left(\frac{P}{V}\right)$ 之計算所採用之同業價格乘數，決定於相同產業中，成長率、風險與獲利能力相當之公司的價格乘數。但是，國內多數產業已上市公司家數不多，不容易尋找到這些特值都相近的同業公司。為此，本文將同業價格乘數對各公司之成長率、風險與獲利能力進行迴歸，以其迴歸係數作為調整係數，據此得出調整初次上市公司成長率、風險與獲利能力的同業價格乘數。對初次上市公司而言，成長率 (*Growth*) 乃上市前三年的淨銷貨收入平均成長率；風險 (*Risk*) 則以上市前一年營業額取對數所衡量的公司規模表示(註⁵)；獲利能力 (*Margin*) 則以上市前一年之營業利益佔銷貨收入淨額比率表示。至於同產業各已上市公司，則以相對應的期間來衡量這些變數，並據此利用 (5) 式以決定同業公司價格乘數對成長率、風險與獲利能力迴歸的係數，再利用上述各迴歸係數代入 (6) 式得到初次上市公司之同業價格乘數：

$$\left(\frac{P}{S} \text{ or } \frac{P}{EBITDA} \text{ or } \frac{P}{E}\right)_j = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_j + \beta_2 \text{Risk}_j + \beta_3 \text{Margin}_j + \varepsilon_j \quad (5)$$

$$\left(\frac{P}{S} \text{ or } \frac{P}{EBITDA} \text{ or } \frac{P}{E}\right)_{\text{Match}} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \text{Growth}_i + \hat{\beta}_2 \text{Risk}_i + \hat{\beta}_3 \text{Margin}_i \quad (6)$$

(5)與(6)式中，*i*表初次上市公司，*j*則表初次上市公司以外的同產業公司，*j* ≠ *i*。

關於產業的認定，本文按證券交易所產業別分類，其中產業代號前兩位為「24」的通訊業由於係民國八十九年之後才出現，為了能有已上市公司之同業公司作為比價參考，本文乃將其與產業屬性較近的電腦業(產業代號前兩位為「23」)合併成為電腦通訊業。至於已上市公司則以上市已達五年以上定義之。

註⁵：大規模的公司通常在營運與財務方面都較穩健；此外，較高的市場佔有率、較強的議價能力以及顧客的多角化都使得大規模公司的經營具有較高的穩定性。Chan & Chen (1991) 即主張小規模公司的生產效率較差、具較高的負債比率，而且在經濟不景氣時的存活能力也較差，以致風險較高，並實證支持公司規模可以視為公司基本風險的代理變數。本研究則以公司營業額代表公司規模。

如果上述的產業分類無法使同一年度的參數估計觀察值達 25 家以上，則會將前幾年度的同產業已上市公司亦納入觀察值進行參數估計。

三、盈餘管理的認定

(一) 盈餘提高行為指標

盈餘提高的認定，則參照 Ball & Shivakumar (2008) 估計應計項目的做法，此一（正常）應計項目估計模型係結合 Jones 模型與分段迴歸模型（piecewise regression），模型設定如下：

$$AC_{i,t} = \beta_{j0} + \beta_{j1}\Delta Sales_{i,t} + \beta_{j2}FASST_{i,t} + \beta_{j3}CFO + \beta_{j4}DCFO + \beta_{j5}DCFO \times CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$AC_{i,t}$ 係總應計項目， $AC_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta Cash_{i,t}) - (\Delta CL_{i,t} - \Delta STD_{i,t} - \Delta TP_{i,t}) - Dep_{i,t}$ ； $\Delta CA_{i,t}$ 表流動資產變動數， $\Delta Cash_{i,t}$ 表現金及約當現金變動數， $\Delta CL_{i,t}$ 為流動負債變動數， $\Delta STD_{i,t}$ 為流動負債中之短期借款變動數， $\Delta TP_{i,t}$ 係應付所得稅變動數， Dep 則是當年的折舊與攤提。 $CFO_{i,t}$ 為現金流量表中的營業現金流量， $\Delta Sales_{i,t}$ 為各年營業額變動數， $FASST_{i,t}$ 為固定資產的帳面價值；上述(7)式中之各項變數均除以期初總資產進行標準化。 $DCFO_{i,t}$ 為虛擬變數，當營業現金流量為負（ $CFO_{i,t} < 0$ ）時，其值為 1；反之，則為 0（註⁶）。

對於每家初次上市公司正常應計項目估計的參數，基本上，係以同一產業同年度的已上市公司代入（7）式估計而得。至於同一產業的認定方式與已上市公司的定義，如前述。初次上市公司各期裁決性（超常）應計項目（ $ABAC_{i,t}$ ）的衡量，則是以實際的應計項目減去估計（正常）的應計項目而得，模型表示如下：

$$ABAC_{j,t} = AC_{u,t} - [\hat{\beta}_{j0} + \hat{\beta}_{j1}\Delta Sales_{i,t} + \hat{\beta}_{j2}FASST_{i,t} + \hat{\beta}_{j3}CFO + \hat{\beta}_{j4}DCFO + \hat{\beta}_{j5}DCFO \times CFO_{i,t}] \quad (8)$$

然而，過去一些研究的實證結果指出應計項目與同期或過去的經營績效有

註⁶：關於樣本與同業價格乘數之估計以及各樣本正常應計項目之估計的式(5)、(6)與式(7)，即便將不具顯著性之自變數自估計式中剔除以另行產生估計值，所進行之各項實證分析仍獲得相同的結論。

關 (例如, Guay et al., 1996; Dechow et al., 1998; Barth et al., 2001); 據此, Kothari et al. (2005) 提出績效配比的裁決性應計項目衡量值 (performance-matched discretionary accrual measure) 以控制績效對裁決性應計項目之估計的影響, 經由模擬的結果證實績效配比後之裁決性應計項目衡量值可減少型 I 誤差 (註⁷)。所以, 本文亦參照此一績效配比的裁決性應計項目衡量值, 即選定同一年度、同一產業上市五年以上之期初資產報酬率最接近的公司為配比公司, 將樣本的裁決性應計項目減去配比公司的裁決性應計項目得之。

(二) 盈餘平穩行為指標

本研究將參考 Chaney & Lewis (1998) 的方式, 以淨利變異數相對於營業現金流量變異數來衡量盈餘平穩的程度 (註⁸), 以營業現金流量變異數為準 (scale) 而做為除數, 係為了控制各公司間績效變異的差異。當此一指標值越低, 則越具有盈餘平穩行為。表示如下:

$$VR_i = \text{Var}_i(NI) / \text{Var}_i(CF) \quad (9)$$

VR_i : 各初次上市公司盈餘平穩程度。

$\text{Var}_i(NI)$: 淨利變異數。

$\text{Var}_i(CF)$: 營業現金流量變異數。

由於多數初次上市公司於公開說明書中揭露上市前三年的財務數據, 因此, 初次上市公司如藉由盈餘平穩以進行盈餘管理, 則會是以這三年為主; 所以, 本研究以上市前三年作為盈餘平穩衡量的期間。

註⁷: 雖然, 本研究所採用之裁決性應計項目之估計模式與 Kothari et al. (2005) 一文分別採用 Jones model 以及 modified-Jones model 等模式不同, 但是因為這些估計模式都未控制績效對裁決性應計項目估計的影響, 因此當績效與應計項目具有關連性, 則績效對於這些裁決性應計項目估計模式的影響, 性質上是相同。

註⁸: 本研究參照 Leuz et al. (2003) 所採用之另一個盈餘平穩指標為, 上市前三年期間應計項目年變動與來自營業現金流量年變動的相關係數, 以此為盈餘平穩指標所進行各項分析結果獲得相同的結論。

四、上市後價格績效之衡量

為了避免長期價格分配明顯右偏導致的績效衡量偏誤（註⁹），本研究參考 Jakobsen & Sørensen (2001) 的做法，引用幾何布朗運動（Geometric Brownian Motion）之設定，將任一時點橫斷面計算之價格績效平均數分解成「平均成份」（Mean Component）與「波動成份」（Volatility Component）。同時，並參考洪振虔 (2008) 基於其他偏誤之修正對 Jakobsen & Sørensen (2001) 衡量方式所作的調整。

上市後各期間價格績效，則是以各期間樣本股票期末財富（ $W_{i,T}$ ）除以參考投資組合（Reference Portfolio）（註¹⁰）之同期間期末財富（ W_T^{Ref} ）而得出的財富對比（Wealth Relatives）（ $W_{i,T}^{IPO} / W_{i,T}^{Ref}$ ）來表示。各期間各樣本與參考投資組合期末財富之計算，採用持續持有報酬（Buy-and-hold Return）以反應複利效果。

當上市後各月份財富對比的橫斷面分配為對數常態分配（Lognormal Distribution），依據幾何布朗運動之設定，財富對比可表示成：

$$\frac{W_T^{IPO}}{W_T^{Ref}} = \frac{W_0^{IPO}}{W_0^{Ref}} \cdot \exp(\mu_{IPO/Ref,T} \cdot T + \sigma_{IPO/Ref,T} \cdot Z_T) \quad (10)$$

其中， $\mu_{IPO/Ref,T}$ 和 $\sigma_{IPO/Ref,T}$ 表上市後 $T = \{1, \dots, 60\}$ 月份， $\frac{W_T^{IPO}}{W_T^{Ref}}$ 於常態分配下的平均數與標準誤差，而 $dZ_t \sim N(0, dt)$ 為 Wiener process。當期初財富對比為 1，則上市後 T 月的財富對比期望值為：

$$E\left(\frac{W_T^{IPO}}{W_T^{Ref}}\right) = \exp(\mu_{IPO/Ref,T} \cdot T) \cdot \exp\left(\frac{1}{2} \sigma_{IPO/Ref,T}^2 \cdot T\right) \quad (11)$$

由 (11) 式可知，上市後各月份的財富對比期望值決定於平均成份與波動成份。當波動值大於 0 時，波動值對於財富對比期望值的大小有正的影響，將導致長期價格績效呈現右偏分配。因此，以財富對比平均成份（而非期望值）來表示初次上市股票各期之價格績效平均水準，方可修正長期價格績效會呈現

註⁹：關於價格績效衡量方式的爭議，這些討論可參考 Barber & Lyon (1997)、Kothari & Warner (1997) 以及 Barber et al. (1999) 等。

註¹⁰：各樣本之參考投資組合係以規模暨淨值市價比相近之上市五年以上且未於研究期間下市或轉全額交割之股票所組成。

右偏分配的偏誤。

肆、實證結果與分析

一、上市前後裁決性應計項目的初步分析

與過去研究不同，本文係以上市前一年為盈餘積極提高與否的認定時點，並採用經績效配比之裁決性應計項目作為盈餘積極提高之衡量。基於對經績效配比與未經績效配比之裁決性應計項目的比較，以及觀察上市前後的變化，因此首先對於上市前、後（績效配比）裁決性應計項目的關連與趨勢變動進行分析，相關的敘述統計值列於表 1。

就上市前三年而言，未經績效配比之裁決性應計項目的平均數與中位數均為正數，但是卻未顯著異於 0；不過，上市前一年的水準有大幅度的上升。在上市當年度，裁決性應計項目的平均數與中位數分別為 0.018 與 0.017，都達 1% 的顯著水準，此一結果與 Teoh et al. (1998a)、黃惠君 (1995) 及 Roosenboom et al. (2003) 分別對美國、台灣與荷蘭的分析結果相似。至於上市後第一年至第四年的裁決性應計項目，平均數與中位數卻都為負數，而且

除上市後第一年外，其他年度幾乎都具統計顯著性。此一上市後裁決性應計項目相較於上市前明顯下降為負數的現象，也與過去研究的發現相似。

然而，上市前三年績效配比裁決性應計項目之平均數與中位數則都為負值，不過，僅上市前第二年之中位數顯著異於零。特別的是，不同於未經績效配比之裁決性應計項目，上市當年之績效配比裁決性應計項目無論平均數與中位數都未與零有顯著差異；亦即，初次上市公司之裁決性應計項目與同時期同一產業績效接近之公司的裁決性應計項目相當。因此，前述未經績效配比裁決性應計項目於上市當年所出現的高峰，可能與上市當年或前一年之高獲利績效有關；所以，經由績效配比以控制獲利績效對於應計項目估計之影響後，平均而言，上市當年並不存在顯著的裁決性應計項目，此一結果呼應 Kothari et al. (2005) 的研究結論。上市後第一年至第四年的期間，績效配比裁決性應計項目之平均數與中位數亦都為負值，但是，僅在上市後第四年達 5% 的顯著水準。

表 1 上市前後（績效配比）裁決性應計項目之敘述性分析

本表列出上市前後期間之裁決性應計項目統計值。

上市前後 年數	裁決性應計項目		績效配比裁決性應計項目	
	平均數 〔中位數〕	最大數 (最小數)	平均數 〔中位數〕	最大數 (最小數)
-3	0.001 〔0.005〕	0.459 (-0.449)	-0.012 〔-0.001〕	0.496 (-0.469)
-2	0.001 〔-0.007〕	0.280 (-0.319)	-0.012 〔-0.012〕	0.350 (-0.390)
-1	0.009 〔0.008〕	0.303 (-0.301)	-0.011 〔-0.007〕	0.278 (-0.369)
0	0.018 ^b 〔0.017 ^a 〕	0.349 (-0.452)	-0.001 〔0.006〕	0.292 (-0.413)
1	-0.001 〔0.006〕	0.279 (-0.329)	-0.009 〔-0.011〕	0.314 (-0.253)
2	-0.016 ^c 〔-0.006 ^c 〕	0.412 (-0.518)	-0.011 〔-0.006〕	0.415 (-0.287)
3	-0.005 〔-0.012 ^b 〕	1.696 (-0.517)	-0.003 〔-0.008〕	1.660 (-0.485)
4	-0.019 ^a 〔-0.008 ^b 〕	0.167 (-0.517)	-0.012 〔-0.001〕	0.154 (-0.225)

a：表示達 1%的顯著水準； b：表示達 5%的顯著水準； c：表示達 10%的顯著水準。

雖然，上市前三年各年績效配比裁決性應計項目的平均數與中位數都未達顯著水準，不過，由最大數介於 0.28~0.5、最小數介於-0.37~-0.47 看來，初次上市公司間上市前績效配比之裁決性應計項目高低差異頗大。本研究進一步以上市前一年績效配比裁決性應計項目中位數區分高、低兩組（註¹¹），以觀察上市前後績效配比裁決性應計項目的變動，其結果參見表 2 與圖 1。由於績效

註¹¹：由於中位數為-0.007 非常趨近於 0，因此，此一分組方式也相當於以裁決性應計項目是否大於 0，來區分有無藉由裁決性應計項目積極提高盈餘。

初次上市前盈餘管理的資訊內涵

配比裁決性應計項目與未績效配比裁決性應計項目兩者間的相關係數高達 0.87，因此，即便以未績效配比之裁決性應計項目進行分組，分組樣本的重疊性亦極高。表 2 中，上市前一年裁決性應計項目高、低兩分組的平均數（中位數）分別為 0.050（0.030）、-0.073（-0.052）且都達 1%的顯著水準，一組顯著大於 0，而另一組顯著小於 0，可見明顯的分屬盈餘積極提高與盈餘未積極提高兩種型態。

表 2 依上市前盈餘積極提高與否分組之上市前後績效配比裁決性應計項目趨勢

本表依上市前一年利用績效配比裁決性應計項目進行盈餘積極提高與否分組，列出各分組上市前後績效配比裁決性應計項目的變動趨勢。

分組		上市前後年度							
		-3	-2	-1	0	1	2	3	4
盈餘積極提高	平均數	-0.003	0.008	0.050 ^a	0.013	-0.005	0.005	0.000	-0.004
	中位數	0.004	-0.010	0.030 ^a	0.018 ^b	-0.002	0.004	-0.002	0.007
盈餘未積極提高	平均數	-0.022	-0.030 ^b	-0.073 ^a	-0.016	-0.015	-0.028 ^a	-0.006	-0.021 ^b
	中位數	-0.002	-0.019 ^b	-0.052 ^a	-0.015 ^c	-0.022	-0.019 ^a	-0.020 ^a	-0.008 ^c

a：表示達 1%的顯著水準； b：表示達 5%的顯著水準； c：表示達 10%的顯著水準。

關於盈餘積極提高的分組，除了上市前一年明顯的藉由裁決性應計項目以提高盈餘外，上市前第二年與第三年以及自上市當年至上市後第四年，各年之績效配比裁決性應計項目並未顯著異於零，可見此一分組在上市前一年呈現明顯的盈餘管理行為，亦即，如圖 1 所示之上市前一年績效配比裁決性應計項目出現的高峰。反觀，盈餘未積極提高的分組，上市前第三年至上市後第四年的績效配比裁決性應計項目之平均數與中位數皆為負數，而且此一期間中之多數年度還具顯著性；其中，則以上市前一年之績效配比裁決性應計項目呈現出谷

底形態（如圖 1），所以，同樣地呈現刻意的盈餘管理行為。

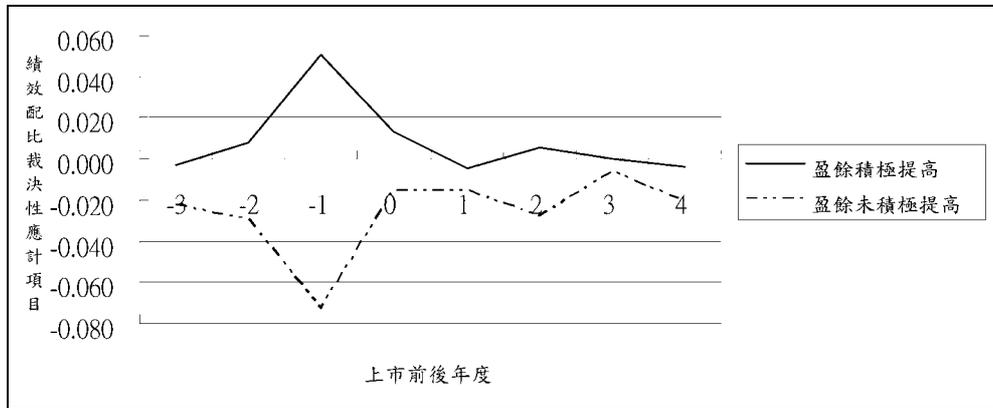


圖 1：依上市前盈餘提高積極與否分組之上市前後裁決性應計項目趨勢

綜合上述，初次上市公司於上市前一年或上市當年所出現的獲利高峰，將會影響上市當年裁決性應計項目的估計，所以採用績效配比之裁決性應計項目較能合理的衡量盈餘提高行為，並且可以認定上市前一年具有刻意藉由裁決性應計項目以進行盈餘管理的行為。

二、發行公司定價、投資人評價與上市前盈餘管理

(一) 上市前盈餘管理對發行價訂定之影響

發行價的訂定主要考量公司價值、風險與市場狀況等三構面，其中公司價值與獲利能力有關 (McCool et al., 1996)；盈餘則是由營業現金流量與應計項目（包含裁決性與非裁決性）所組成。上市前一年裁決性應計項目與上市前盈餘平穩與否對於發行價訂定的影響，實證迴歸式分別設定如下：

$$\text{Log}(P_0) \text{ or } \text{Log}\left(\frac{P_0}{V}\right) = \beta_0 + \beta_1 ABAC_{-1} + \beta_2 POFC + \beta_3 MC + \beta_4 ID + \beta_5 \text{Intersect} + \varepsilon \quad (12)$$

$$\text{Log}(P_0) \text{ or } \text{Log}\left(\frac{P_0}{V}\right) = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 EPS + \beta_3 MC + \beta_4 ID + \beta_5 \text{Intersect} + \varepsilon \quad (12-1)$$

應變數除了發行價 (P_0) 外，另行採用發行價價值比 ($\frac{P_0}{V}$)，分別代表直接價格與相對價格；其中，發行價價值比可用以衡量發行價格相對於公司價值之溢(折)價率，經由對發行價與發行價價值比取對數後以進行迴歸分析。自變數則依據不同的盈餘管理方式分別為上市前一年績效配比裁決性應計項目 ($ABAC_{-1}$) 與上市前盈餘平穩變數 (VR) 並分別以每股營業現金流量 ($POFC$) (註¹²) 與每股盈餘 (EPS) 作為控制變數；另外，其他共同的控制變數包括市場狀況 (MC) (註¹³) 與公司風險特質 (ID)。公司風險特質則包括資訊不對稱風險、發行風險與事前不確定風險等，以上市時董監事持股比例、上市時機構投資人持股比例、會計師與承銷商聲譽 (註¹⁴)、上市前公司成立年限、發行金額以及公司規模 (上市前一年營業收入取對數) 等過去相關研究經常採用的變數作為代理變數；股市狀況 (MC) 則以上市 20 日前 (註¹⁵) 起算之前 20 個營業日累積市場報酬率作為代理變數。最後，迴歸式中並加入盈餘積極提高與盈餘平穩兩指標的交互項 ($Intersect$)；當自變數中以盈餘積極提高變數為主時，交互項為盈餘積極提高變數與盈餘平穩與否之虛擬變數的積，當自變數中以盈餘平穩變數為主時，交互項為盈餘平穩指標與盈餘積極提高與否之虛擬變數的積 (本文往後之交互項皆比照處理)。

本研究樣本之發行價與各項發行價價值比統計分析列於表 3。其中，發行價的平均數為 53.8 元、中位數 41 元，而最大數則高達 375 元，最小數為 10.5 元。然而，以各項參考同業價格乘數計算得的發行價價值比來看，平均數與中

註¹²：由於盈餘係由應計項目 (裁決性與非裁決性) 與來自營業現金流量所構成，雖然盈餘是發行價訂定的重要變數，基於(12)式中的裁決性應計項目此一變數，為了避免共線性存在，因此，控制變數中則改列每股營業現金流量，而非每股盈餘。

註¹³：本研究將證交所產業分類代號前兩碼為「23」與「24」之電腦通訊相關產業列為高科技業，其餘為非高科技業。以產業別為虛擬變數加入迴歸模型分析的結果，並不會影響結論。

註¹⁴：本文將與國際性會計師事務所聯盟的勤業、眾信、安侯、資誠、致遠等會計師事務所的會計師聲譽列為一等，其餘會計師事務所的會計師聲譽列為二等。至於承銷商聲譽則沿用 Megginson & Weiss (1991) 的方法，以承銷商的市場佔有率為承銷商聲譽的代理變數，本文以研究期間內各承銷商新股承銷收入佔全部新股承銷收入的比率為各承銷商的市場佔有率。

註¹⁵：由於無法明確認定發行價的訂定日期，因此本文除了上市前 20 日外，分別還選定上市日前 15 日與 30 日，並據此往前推算 20 個營業日的累積市場報酬率代表發行價訂定時股市狀況的衡量，這些結果並未有太大差異。

位數約介於 4~6，顯見初次上市公司的發行價普遍高於當時同業的股價，此一現象與 Purnanandam & Swaminathan (2004) 對美國的研究發現相似。表 3 的相關分析中，顯示發行價僅與第二項發行價價值比有顯著相關，不過相關係數並不高為 0.19，而三項發行價價值比之間都具有極強的顯著相關，相關係數約為 0.5。

表 3 發行價與市價價值比的統計分析

本表係列出發行價 (P_0) 與其按同業價格乘數所換算市價價值比的敘述性分析與相關分析。

1.敘述性分析						
	平均數	最小數	最大數	25%	中位數	75%
P_0	53.80	10.50	375.00	30.00	41.00	60.00
$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{Sales}$	4.78	1.01	41.01	2.49	3.65	5.73
$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{EBITDA}$	6.17	0.67	24.16	4.13	5.83	7.68
$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{Earnings}$	5.75	0.42	42.54	3.47	4.91	6.99
2.相關分析						
	$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{Sales}$	$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{EBITDA}$	$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{Earnings}$			
P_0	0.05	0.19 ^b	0.00			
$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{Sales}$		0.53 ^a	0.44 ^a			
$\left(\frac{P_0}{V}\right)_{EBITDA}$			0.56 ^a			

a：表示達 1%的顯著水準； b：表示達 5%的顯著水準。

發行價分別對上市前盈餘管理方式進行迴歸分析的結果列於表 4。發行價對每股營業現金流量與裁決性應計項目的迴歸分析結果，兩者的迴歸係數都顯著為正數，調整後 R^2 為 0.211；如果單獨以每股盈餘為自變數，則調整後 R^2 高達 0.491。每股盈餘對於發行價的解釋能力遠高於現金流量與績效配比裁決性應計項目，因此也證明無論裁決性或非裁決性應計項目對於公司獲利能力表達的重要性。當再加入股市狀況與公司風險特質等控制變數，裁決性應計項目對於發行價仍具有顯著關連，甚至，將盈餘積極提高與盈餘平穩的交互項納

初次上市前盈餘管理的資訊內涵

入，亦沒有改變上述的結論（請分別參見表中第四與第五欄）。然而，由表中第六欄之實證結果顯示，上市前盈餘平穩對於發行價高低並無顯著影響；同樣地，第七欄中將盈餘積極提高與盈餘平穩的交互項納入，所獲得的結論相同。最後一欄則是將此兩項指標同時納入迴歸式中，結果仍然沒有改變前述關於盈餘積極提高與盈餘平穩對於發行價影響的結論；亦即，藉由提升績效配比裁決性應計項目可以提高發行價，但是，盈餘平穩與否卻與發行價無顯著關連。

表 4 發行價對盈餘管理之迴歸分析

本表列出取對數後之發行價分別對上市前盈餘提高程度與盈餘平穩程度的迴歸分析結果，以檢驗上市前盈餘管理對於發行價（直接價格）訂定的影響。

	應變數：發行價 ($\text{Log}(P_0)$)						
	3.649 ^a	3.349 ^a	-0.821	0.811	-0.821	0.720	-0.796
常數項							
上市前成立年限			-0.007	-0.003	-0.007	-0.003	-0.007
承銷商聲譽			0.040	-0.010	0.040	-0.035	0.056
會計師聲譽			0.159	0.150 ^c	0.159	0.149 ^c	0.134
董監事持股比率			0.002	0.003	0.002	0.003	0.002
機構投資人持股比率			-0.003 ^b	-0.002	-0.003 ^b	-0.002	-0.004 ^b
股市狀況			0.000	-0.002	0.000	-0.001	0.000
發行金額			0.362 ^a	0.299 ^a	0.362 ^a	0.300 ^a	0.340 ^a
上市前一年營業額			-0.017	-0.096 ^c	-0.017	-0.089 ^c	-0.003
每股營業現金流量	0.071 ^a		0.037 ^a		0.037 ^a		0.038 ^a
前一年裁決性應計項目 (盈餘積極提高指標)	1.144 ^b		1.258 ^a		1.261 ^b		1.305 ^a
前一年每股盈餘		0.154 ^a		0.111 ^a		0.109 ^a	
盈餘平穩指標				0.057		0.000	0.084
盈餘平穩與提高之 交互項					-0.003	0.086	
Adj-R ²	0.211	0.491	0.487	0.612	0.483	0.615	0.496

a：表示達 1%的顯著水準； b：表示達 5%的顯著水準； c：表示達 10%的顯著水準。

上述分析中，裁決性應計項目對於發行價有正的顯著影響，然而，當裁決性應計項目的使用是在使發行價能反應其參考同業價格乘數所計算的相對價

格時，則裁決性應計項目與發行價價值比之間就不會具有顯著性的關連，而此項關連性的驗證結果列於表 5。

表 5 發行價之溢(折)價率對盈餘管理之迴歸分析-以淨銷貨收入為價值計算基礎

本表列出以發行價之溢(折)價率對上市前盈餘提高程度與盈餘平穩程度的迴歸分析結果，以檢驗上市前盈餘管理對於發行價溢(折)價的影響。

	應變數：發行價之溢(折)價率 $\text{Log}\left(\frac{P_0}{V}\right)_{\text{Sales}}$				
上市前一年營業額	-0.512 ^a	-0.534 ^a	-0.515 ^a	-0.533 ^a	-0.502 ^a
每股營業現金流量	0.004		0.003		0.004
前一年裁決性應計項目 (盈餘積極提高指標)	0.940		1.165		0.973
董監事持股比率	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
機構投資人持股比率	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
股市狀況	-0.001	-0.002	-0.001	-0.001	-0.001
發行金額	0.441 ^a	0.424 ^a	0.442 ^a	0.424 ^a	0.426 ^a
常數項	3.501 ^a	3.954 ^a	3.522 ^a	3.942 ^a	3.519 ^a
上市前成立年限	-0.006	-0.005	-0.006	-0.005	-0.006
承銷商聲譽	-0.160	-0.141	-0.160	-0.144	-0.149
會計師聲譽	-0.153	-0.163	-0.153	-0.164	-0.170
前一年每股盈餘		0.018		0.017	
盈餘平穩指標		0.051		0.044	0.059
盈餘平穩與提高之 交互項			-0.336	0.011	
Adj-R ²	0.259	0.253	0.253	0.247	0.259

a：表示達 1%的顯著水準。

表 5 中，發行價價值比（發行價相對價格）係以淨銷貨收入為基礎，分析結果顯示裁決性應計項目對於發行價價值比並無顯著影響；同樣地，上市前盈餘平穩程度亦與發行價價值比無顯關連。而且，即便將考量盈餘積極提高與盈餘平穩的交互項或同時納入盈餘平穩指標為控制變數，裁決性應計項目的係數

亦未達顯著水準。至於各項迴歸分析之常數項都為正數且具顯著性，則是顯示發行價相較於同產業對比公司明顯存在偏高定價的現象，此一結果如同 Purnanandam & Swaminathan (2004) 對美國的研究發現。另外，分別以息前稅前暨折舊攤提前盈餘、非常損益前盈餘為比價基準所衡量之發行價價值比進行分析，實證結果並未改變上述的結論，基於篇幅考量未列出這些分析內容。此一結果符合上市前裁決性應計項目具有盈餘相關的資訊內容的臆測，不過，是否真正反應未來較佳獲利，則於後面進一步驗證。

(二) 上市前盈餘管理對上市初期股票評價之影響

上市初期的股票是否受裁決性應計項目或上市前盈餘平穩與否的影響而有錯誤評價，我們以上市初期報酬率對上市前一年裁決性應計項目與各項盈餘平穩指標進行分析，如同過去研究所採用的方式，本文以上市初期市價與發行價格比取對數後 ($\text{Log}(\frac{P_5}{P_0})$) 作為上市初期報酬率的衡量。基於研究期間初次上市股票上市初期仍受股價漲跌停限制，上市當日股價恐無法完全反應投資人的評價，因此以上市後第五個營業日收盤價 (P_5) 取代 (註¹⁶)。自變數中，除了上市前一年績效配比裁決性應計項目 ($ABAC_{-1}$) 與上市前盈餘平穩指標 (VR) 等盈餘管理指標外，控制變數有公司風險特質 (ID)、股市狀況 (MC) 及投資人情緒 (IS)，以迴歸式表示如下：

$$\text{Log}\left(\frac{P_5}{P_0}\right) = \beta_0 + \beta_1 ABAC_{-1} (\text{或} VR) + \beta_2 MC + \beta_3 ID + \beta_4 IS + \beta_5 Intersect + \varepsilon \quad (13)$$

上式中，公司風險特質與之前所界定的相同，股市狀況則以自上市起同期間市場累積日報酬率來表示，另外以新股申購中籤率作為投資人情緒 (註¹⁷)

註¹⁶：本研究另外亦以上市後第三十個交易日的收盤價代表上市初期市價進行分析，獲得的結論大致相同。

註¹⁷：中籤率係代表投資人對於新股的需求強弱，依據 Rock (1986) 資訊不對稱論點的推論，在獲有情報者 (the informed) 既定下，當有越多未獲情報者 (the uninformed) 加入對新股的需求，將使得需求量增加、中籤率降低，此時雜訊交易的情況會越嚴重。而中籤率則參照 Amihud et al. (2003) 的建議方式進行調整。本研究樣本之初次上市承銷方式，除公開申購外，採詢價圈購或競價拍賣者都搭配公開申購，因此都具有中籤率資料。由於不同承銷方式下中籤率對於

的代理變數，至於，交互項(*Intersect*)則如(12)式之說明。

以(13)式進行迴歸分析的結果列於表 6。第二欄之實證結果顯示納入各項控制變數之下，上市前一年績效配比裁決性應計項目的係數亦仍具顯著性，其中，代表投資人情緒的變數（中籤率）也具顯著性，且係數符號亦符合投資人出現過度樂觀的現象。第四欄則是另將盈餘提高與盈餘平穩交互項的影響獨立出來，結果與上述大致相同，不過卻更提高上市前盈餘積極提高變數對於上市初期報酬率影響的顯著水準，同時，而由交互項係數為負數且具顯著性來看，顯然上市前盈餘平穩會抑制上市前盈餘積極提高變數對於上市初期報酬率的影響。至於第三欄的結果則顯示，當不納入盈餘積極提高變數時，上市前盈餘越平穩，上市初期報酬率越低，其係數顯著水準達 10%；然而，第五欄中進一步將盈餘提高與盈餘平穩交互項納入，則盈餘平穩指標的顯著水準提高至 5%，且交互項亦具顯著性，只是其係數為正數，可見當考量盈餘積極提高變數時，會抑制盈餘平穩指標對於上市初期報酬率的影響。這也就是如最後一欄所呈現之實證結果，當迴歸式同時納入盈餘提高與盈餘平穩變數時，裁決性應計項目的係數亦仍具顯著性，然而，盈餘平穩指標之係數則不再具顯著性。相較於前述盈餘平穩不會顯著影響發行價價值比，因此，上市前盈餘越平穩，上市初期報酬率越低，表示上市初期之投資人對於上市前盈餘較平穩的公司較不會產生過度預期而有過高的評價；不過，當上市公司同時有積極提高盈餘時，則上市初期之股價最終則會受此變數所支配。由此可觀察到，上市初期投資人對於上市前一年裁決性應計項目與上市前盈餘平穩的錯誤評價與上市初期存在雜訊交易者的現象係同時存在。

投資者情緒之代表性或有不同，經由在迴歸分析時採用代表承銷方式的虛擬變數（本研究樣本所採用的承銷方式包括公開申購與價竟拍賣）或承銷方式虛擬變數與中籤率之交互項，所獲得的結論相同。

表 6 上市初期股票評價對盈餘管理之迴歸分析

本表列出上市初期報酬率分別對上市前盈餘提高程度與盈餘平穩程度的迴歸分析結果，以檢驗上市前盈餘管理如何影響上市初期投資人對於初次上市公司股票的評價。

	應變數：上市初期報酬率 $\text{Log} \left(\frac{P_5}{P_0} \right)$				
常數項	-0.274	-0.247	-0.185	-0.251	-0.296
上市前成立年限	-0.001	-0.001	-0.001	-0.002	-0.001
承銷商聲譽	-0.020	-0.015	-0.018	-0.031	-0.025
會計師聲譽	-0.010	-0.002	-0.012	-0.001	-0.003
董監事持股比率	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
機構投資人持股比率	0.000	-0.001	0.000	0.000	0.000
發行金額	0.025	0.039	0.025	0.036	0.033
上市前一年營業額	0.006	-0.008	-0.001	-0.004	0.001
中籤率	-0.025 ^a	-0.027 ^a	-0.025 ^a	-0.027 ^a	-0.026 ^a
市場報酬率	0.006 ^a	0.005 ^a	0.006 ^a	0.006 ^a	0.006 ^a
前一年裁決性應計項目 (盈餘積極提高指標)	0.400 ^b		1.017 ^a		0.379 ^b
盈餘平穩指標		-0.031 ^c		-0.063 ^b	-0.028
盈餘平穩與提高之交 互項			-0.907 ^a	0.048 ^c	
Adj-R ²	0.264	0.250	0.297	0.263	0.274

a：表示達 1% 的顯著水準； b：表示達 5% 的顯著水準； c：表示達 10% 的顯著水準。

三、上市前盈餘管理與長期績效之關連

(一) 上市前盈餘管理與長期獲利績效

為了進一步驗證上市前盈餘管理與未來獲利績效的關連，分別以「營業淨利 ÷ 平均總資產」(總資產盈餘報酬率)與「營業現金流量 ÷ 平均總資產」(總資產現金報酬率)為獲利指標。並以樣本獲利績效減去所屬產業水準得出之產業調整後獲利績效為分析標的，排除產業因素的影響。產業的分類，同樣地亦參照台灣證券交易所的產業別；產業水準的決定，係以上市五年以上同產業公司之獲利績效指標中位數表示。採用營業淨利係為了排除營業外損益對公司營

運獲利能力的影響(註¹⁸)；營業現金流量則是以營業利益減總應計項目得之。由於 Barber & Lyon (1996) 的研究指出，無參數檢定對於超常獲利績效顯著性之檢定力高於參數檢定；因此，本節各項檢定即採 Wilcoxon signed rank 檢定。其中，各分組獲利績效是否顯著異於零之檢定乃採用雙尾檢定；至於盈餘提高或平穩分組之獲利績效是否優於對應的分組，則是採用單尾檢定。

表 7 第一部份，以總資產盈餘報酬率進行分析的結果顯示，就上市前盈餘積極提高與否之分組而言，各分組都呈現產業調整後總資產盈餘報酬率上升，並於上市前一年達最高峰，而於上市後逐漸下降。其中，上市前盈餘積極提高的分組，無論上市前三年或上市五年內的產業調整後總資產盈餘報酬率都顯著異於零，亦即，優於同產業的獲利水準；反觀上市前盈餘未積極提高的分組，雖然上市前總資產盈餘報酬率顯著優於同業，然而上市後則下降至與產業水準相當。盈餘積極提高與否兩分組間獲利績效之差異，由上市前後各年度之檢定結果顯示，大致上支持盈餘積極提高分組在上市前、後之總資產盈餘報酬率都優於盈餘未積極提高分組。不過，因為盈餘積極提高分組上市前以裁決性應計項目進行盈餘管理的關係，該分組上市前總資產盈餘報酬率就會偏高。因此，利用總資產現金報酬率將更能顯示兩分組上市前獲利績效的差異，這也就是本研究同時選擇兩項獲利績效衡量指標的用意。

至於上市前盈餘平穩與否之分組，以盈餘平穩指標一進行分析的結果，兩分組同樣呈現上市前產業調整後總資產盈餘報酬率逐年上升，並於上市前一年為最高，自此呈現下降趨勢。而且，此兩分組在上市前後之總資產盈餘報酬率大致上都顯著優於同業，尤其是上市前。不過，盈餘平穩之分組上市前各年之總資產盈餘報酬率並未優於盈餘不平穩之分組，反而是明顯的較差；上市後五年內，兩組間之總資產盈餘報酬率則是無明顯差異。

表 7 第二部份為總資產現金報酬率分析的結果，整體而言，各項分組上市前後之調整後總資產現金報酬率的變動趨勢與前述總資產盈餘報酬率所呈現的型態類似。其中，盈餘積極提高組別上市前後的產業調整後總資產現金報酬率都為正數，除上市當年與上市後第一年外，其餘年度都具顯著性，不過，仍以上市前獲利表現最佳。至於盈餘未積極提高組別，上市前僅在前一年總資產現金報酬率顯著優於同業，甚至上市前二年此一獲利指標還比同業差；自上市當年，總資產現金報酬率隨即明顯下滑至同業水準。就上市前後各年度，除了

註¹⁸：另行以淨利進行長期獲利績效分析，實證結果與營業利益所進行之分析大致相同。

初次上市前盈餘管理的資訊內涵

上市前一年盈餘未積極提高組別的總資產現金報酬率顯著優於盈餘積極提高組別外（註¹⁹），其餘期間則是以盈餘積極提高組別有顯著較佳的調整後總資產現金報酬率。

表 7 上市前後獲利績效與上市前盈餘管理之關連

本表列出上市前不同盈餘管理方式與程度的公司在上市前後的獲利績效及其比較的結果。

	上市前後年度							
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
一、產業調整後總資產盈餘報酬率（營業利益÷平均總資產）								
盈餘積極提高	0.089 ^a	0.093 ^a	0.105 ^a	0.080 ^a	0.062 ^a	0.044 ^a	0.034 ^a	0.024 ^a
盈餘未積極提高	0.035 ^a	0.047 ^a	0.064 ^a	0.061 ^a	0.021 ^c	0.020 ^b	0.011	0.011
差異	0.054 ^b	0.046 ^b	0.041 ^a	0.019 ^c	0.041 ^b	0.024 ^c	0.023 ^b	0.012
盈餘平穩	0.054 ^a	0.060 ^a	0.074 ^a	0.063 ^a	0.035 ^a	0.028 ^a	0.017 ^b	0.015 ^b
盈餘不平穩	0.091 ^a	0.099 ^a	0.124 ^a	0.093 ^a	0.062 ^a	0.042 ^b	0.042 ^a	0.026
差異	-0.037 ^b	-0.040 ^b	-0.050 ^b	-0.030	-0.027	-0.014	-0.025	-0.011
二、產業調整後總資產現金報酬率（營業現金流量÷平均總資產）								
盈餘積極提高	0.054 ^b	0.064 ^a	0.044 ^b	0.025	0.012	0.034 ^c	0.046 ^a	0.030 ^a
盈餘未積極提高	-0.030 ^c	0.022	0.082 ^a	0.011	-0.017	0.009	0.018	0.034 ^a
差異	0.084 ^a	0.042 ^b	-0.038 ^b	0.014	0.029 ^c	0.025 ^c	0.028 ^c	-0.005
盈餘平穩	0.004	0.035 ^a	0.058 ^a	0.016	-0.004	0.013	0.028 ^b	0.030 ^a
盈餘不平穩	0.049	0.074 ^b	0.078 ^a	0.015	0.010	0.038	0.051 ^b	0.028
差異	-0.045	-0.039	-0.020	0.001	-0.014	-0.025	-0.023	0.002

a：表示達 1%的顯著水準； b：表示達 5%的顯著水準； c：表示達 10%的顯著水準。

上市前三年的期間內，盈餘平穩與不平穩兩組別的總資產現金報酬率大致上還算優於已上市之同業，尤其上市前一年；至於上市後五年內，多數期間此兩組的總資產現金報酬率則與同業相當。然而，無論上市前或上市後，盈餘平

註¹⁹：盈餘未積極提高分組於上市前一年具有顯著負的裁決性應計項目，將使得營業現金流量偏高。

穩分組的產業調整後總資產現金報酬率並未顯著優於盈餘不平穩分組。以盈餘平穩指標二進行分析的結果與盈餘平穩指標一所獲得的結論相似。

上述分析中，上市前盈餘積極提高者，不僅藉由裁決性應計項目積極提高盈餘以使得上市前的總資產盈餘報酬率與盈餘未積極提高者有所區別外，不同於總資產盈餘報酬率，總資產現金報酬率係無法藉由積極使用裁決性應計項目以提高此一報酬率，反而因為應計項目的提高以致總資產增加（但卻不能提高營業現金流量），使得總資產現金報酬率偏低。然而，盈餘積極提高組別上市前的總資產現金報酬率都顯著的高於同業及盈餘未積極提高組別，上市後的獲利表現也大致優於同業及盈餘未積極提高組別。因此，上市前盈餘積極提高組別於上市前、後的營運績效都優於上市前盈餘未積極提高組別。此一結果符合資訊傳遞假說；同時，也符合 Chaney & Lewis (1995) 模型的實證涵意，亦即，高價值的公司會採取盈餘提高的做法，而低價值公司則是著重於稅賦降低的盈餘管理策略。至於，盈餘平穩的盈餘管理方式，由上市前後獲利績效的比較，無法認定其所傳達的是與未來獲利績效有關的資訊或是誤導投資人的雜訊。

（二）上市前盈餘管理與長期價格績效

經由檢定本研究樣本各期財富對比的分配，多數期間符合對數常態分配（註²⁰）。因此對於各期價格績效的衡量即採用幾何布朗運動將各時點之價格績效平均數分解成「平均成份」與「波動成份」，並以此「平均成份」表示初次上市股票各期以財富對比衡量之價格績效平均水準。各項分組平均成份與波動成份差異之顯著性檢定，基於各期財富對比之分配多遵從對數常態分配，故先對各期財富對比取對數後方分別進行 t 檢定與卡方檢定。

就上市後價格績效表現而言，如表 8 以上市前盈餘積極提高與否分組比較的結果所顯示，上市後十二個月內任一組別大致具有顯著的超常價格績效，而後至上市後第六十個月的財富對比平均成份則與 1 無顯著差異。兩組上市後之價格績效表現，上市後三年內兩組之價格績效並無顯著差異；不過，第四年至第五年期間盈餘未積極提高分組的價格績效則明顯優於盈餘積極提高分組；至

註²⁰：各項參考投資組合所計算之各期財富對比，以 Kolomogorov D 檢定與 Jarque-Bera 檢定結果上市後各月都不符合常態分配；不過，當各期財富對比取對數後，經由相同的檢定方式所得到的檢定結果顯示，上市後的三十六個月當中有過半月數係符合常態分配。因此，大致而言，各項參考投資組合所計算之財富對比分配傾向於對數常態分配。

初次上市前盈餘管理的資訊內涵

於此兩組間價格績效的波動程度，整個比較期間都以盈餘未積極提高分組顯著高於盈餘積極提高分組。但是，如果以平均成份除以變動成份所衡量之投資績效（如同 Sharpe's ratio (Sharpe, 1966)），整體而言，仍以上市前盈餘積極提高之分組有較佳之長期投資績效。

表 8：上市後各期間價格績效與變異之比較

本表列出上市前不同盈餘管理方式與程度的公司在上市後價格績效的表現。

	上市後月數							
	3	6	9	12	24	36	48	60
1. 財富對比平均成份								
(a) 按上市前盈餘積極提高與否分組								
盈餘積極提高	1.13 ^a	1.12 ^a	1.13 ^a	1.07 ^b	1.12	1.10	0.94	1.00
盈餘未積極提高	1.13 ^a	1.16 ^b	1.16 ^b	1.16	1.05 ^c	1.03	1.22	1.20
差異	0.00	-0.05	-0.04	-0.09	0.07	0.07	-0.28 ^b	-0.20 ^b
(b) 按上市前盈餘平穩程度分組								
盈餘平穩	1.11 ^a	1.12 ^a	1.15 ^a	1.12 ^b	1.12	1.11 ^c	1.11	1.10
盈餘不平穩	1.21 ^a	1.20 ^a	1.15 ^a	1.09 ^c	1.03	1.11	1.37	1.45
差異	-0.10	-0.08	-0.01	0.03	0.09	0.00	-0.26	-0.35
2. 財富對比波動成份								
(a) 按上市前盈餘積極提高與否分組								
盈餘積極提高	1.05	1.09	1.12	1.14	1.30	1.37	1.64	1.48
盈餘未積極提高	1.09	1.18	1.33	1.28	1.49	1.98	2.19	2.29
差異	-0.04 ^a	-0.08 ^a	-0.21 ^a	-0.14 ^a	-0.19 ^a	-0.61 ^a	-0.56 ^a	-0.81 ^a
(b) 按上市前盈餘平穩程度分組								
盈餘平穩	1.08	1.11	1.15	1.16	1.28	1.39	1.57	1.56
盈餘不平穩	1.04	1.21	1.44	1.40	1.68	2.22	2.44	2.47
差異	0.03 ^a	-0.11 ^a	-0.29 ^a	-0.23 ^a	-0.40 ^a	-0.83 ^a	-0.87 ^a	-0.91 ^a

a：表示達 1% 的顯著水準； b：表示達 5% 的顯著水準； c：表示達 10% 的顯著水準。

根據前述實證顯示上市前藉由裁決性應計項目積極提高盈餘以提高發行價，然而盈餘積極提高分組的公司長期投資價值並未比上市前盈餘未積極提高

分組遜色，而且前者於上市後的獲利績效亦優於後者，如此可佐證上市前藉由裁決性應計項目以提高盈餘乃是在反應未來較佳的營運獲利以訂出較高的發行價，所以更能支持此項做法具有未來盈餘相關的資訊內涵。

以上市前盈餘平穩與否進行分組比較，兩分組上市後十二個月內也是大多具有顯著的超常價格績效，之後則下降至與參考投資組合之價格績效相當。此兩分組在上市後五年內之價格績效表現相當，不過，上市前盈餘不平穩分組的價格績效波動程度則遠高於對應組別。同樣地，當以平均成份除以變動成份所衡量之投資績效顯示，上市前盈餘平穩之分組於上市後普遍具有較佳的投資績效，據此也可以認定上市前盈餘不平穩分組所獲取的每一單位報酬承擔較高的風險。以盈餘平穩指標二進行分析所獲得的結論大致相同，不另行贅述。

由前述分析顯示，上市前盈餘較平穩者上市前獲利績效表現明顯較差，但是兩分組上市後五年內之獲利績效則是相當。不過，以上市前盈餘較平穩者上市後明顯有較低的價格績效波動（變異數）看來，意味著上市前盈餘平穩之盈餘管理操作隱含未來投資風險較低的資訊內涵，以致上市前盈餘較平穩者之發行價，無論是直接價格或相對價格都不因其上市前獲利績效較差而有較低的定價。

伍、結論

上市前，發行公司與投資人間存在著嚴重的資訊不對稱；在此情況下，盈餘管理是被用來傳遞與公司真實價值有關的私有資訊，或是投機性地操縱盈餘以誤導投資人產生錯誤評價？不僅理論上各有支持，實證結果也存在爭議，而須進一步加以探討。

由於盈餘提高與盈餘平穩涉及盈餘分佈的一級動差（first moment）與二級動差（second moment），為盈餘分佈的統計敘述；因此，對於上市前盈餘管理是否具有資訊內涵的探討，實有必要同時涵蓋這兩種盈餘管理方式。本研究採用 Ball & Shivakumar (2008) 的裁決性應計項目估計方法，同時參考 Kothari et al. (2005) 之建議進行績效配比以控制績效對裁決性應計項目估計之影響，並以上市前為盈餘管理的認定時點，所獲得的實證結果支持上市前盈餘管理具

有資訊內涵。其中，上市前藉由裁決性應計項目以積極提高盈餘，乃是在顯示未來長期的較佳獲利能力，因而得以提高發行價至符合根據同業價格乘數推算的相對價格。至於，上市前盈餘提高會推升上市初期股價，則與上市初期投資人普遍產生過度反應有關。上市前盈餘平穩的公司之上市前獲利績效比盈餘不平穩的公司差，不過，兩者上市後長期之營運績效與價格績效則不分軒輊，但是上市前盈餘平穩的公司長期價格績效的波動明顯較小，顯示上市前盈餘平穩隱含未來有較低的投資風險，這也就是為何在上市前獲利績效較差的情況下，上市前盈餘平穩的公司之發行價和投資人評價並沒有因此明顯偏低。

參考文獻

- 李建然、羅元銘，2002，「初次上市公司上市後營運績效衰退原因之探討」，財務金融學刊，10卷1期：23~52。
- 洪振虔，2008，「雜訊交易、報酬變異與初次上市股票價格績效」，台大管理論叢，19卷1期：269~298。
- 張文瀾，2001，「審計品質對上市公司盈餘管理之影響」，當代會計，2卷2期：195~214。
- 黃惠君，1995，公司上市前後盈餘操縱與上市後營運績效及盈餘操縱動機之關聯性研究，台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- Amihud, Y., Hauser, S., and Kirsh, A., 2003, "Allocation, adverse selection, and cascades in IPOs: evidence from the Tel Aviv Stock Exchange," **Journal of Financial Economics**, Vol. 68, No. 1, 137-158.
- Ball, R. and Shivakumar, L., 2008, "Earnings quality at initial public offerings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, No. 2-3, 324-349.
- Barber, B. M. and Lyon, J. D., 1996, "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics," **Journal of Financial Economics**, Vol. 41, No. 3, 359-399.
- Barber, B. M. and Lyon, J. D., 1997, "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics," **Journal of Financial Economics**, Vol. 43, No. 3, 341-372.
- Barber, B. M., Lyon, J. D., and Tsai, C., 1999, "Improved methods for tests of long-run abnormal returns," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 1, 165-201.
- Barth, M., Cram, D., and Nelson, K., 2001, "Accruals and the prediction of future cash flows," **The Accounting Review**, Vol. 76, No. 1, 27-58.

- Bhojraj, S. and Lee, M. C., 2002, "Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms," **Journal of Accounting Research**, Vol. 40, No. 2, 407-439.
- Black, F., 1986, "Noise," **Journal of Finance**, Vol. 41, No. 3, 529-543.
- Brau, J. and Fawcett, S., 2006, "Initial public offerings: An analysis of theory and practice," **Journal of Finance**, Vol. 61, No. 1, 399-436.
- Chan, K. and Chen, N., 1991, "Structure and return characteristics of small and large firms," **Journal of Finance**, Vol. 46, No. 4, 1467-1484.
- Chaney, P. K. and Lewis, C. M., 1995, "Earnings management and firm valuation under asymmetric information," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 1, No. 3-4, 319-345.
- Chaney, P. K. and Lewis, C. M., 1998, "Income smoothing and underperformance in initial public offerings," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 4, No. 1, 1-29.
- Chen, A., Hung, C. C., and Wu, C. S., 2002, "The Underpricing and Excess Returns of Initial Public Offerings in Taiwan Based on the Noisy Trading: A Stochastic Frontier Model," **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 18, No. 2, 139-159.
- Dechow, P. M. and Skinner, D. J., 2000, "Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators," **Accounting Horizons**, Vol. 14, No. 2, 235-250.
- Dechow, P. M., Kothari, S., and Watts, R., 1998, "The relation between earnings and cash flows," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 25, No. 2, 133-168.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P., 1995, "Detecting earnings management," **The Accounting Review**, Vol. 70, No. 2, 193-225.
- Friedlan, J. M., 1994, "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, No. 1, 1-31.
- Guay, W., Kothari, S., and Watts, R., 1996, "A market-based evaluation of discretionary accrual models," **Journal of Accounting Research**, Vol. 34, Supplement, 83-105.
- Healy, P. M. and Wahlen, J. M., 1999, "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting," **Accounting Horizons**, Vol. 13, No. 4, 365-383.
- Healy, P., 1996, "Discussion of market-based evaluation of discretionary accrual models," **Journal of Accounting Research**, Vol. 34, Supplement, 107-115.
- Hughes, P., 1986, "Signaling by direct disclosure under asymmetric information," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 8, No. 2, 119-142.
- Jain, B. A. and Kini, D., 1994, "The post-issue operating performance of IPO firms," **Journal of Finance**, Vol. 49, No. 5, 1699-1726.
- Jakobsen, J. B. and Sørensen, O., 2001, "Decomposing and testing long-term returns: an application on Danish IPOs," **European Financial Management**, Vol. 7, No. 3, 393-417.

- Jones, J., 1991, "Earnings management during import relief investigation," **Journal of Accounting Research**, Vol. 29, No. 2, 193-228.
- Kaplan, S. N. and Ruback, R. S., 1995, "The valuation of cash forecasts: An empirical analysis," **Journal of Finance**, Vol. 50, No. 4, 1059-1093.
- Kim, M. and Ritter, J. R., 1999, "Valuing IPOs," **Journal of Financial Economics**, Vol. 53, No. 3, 409-437.
- Kothari, S. P. and Warner, J. B., 1997, "Measuring long-horizon security price performance," **Journal of Financial Economics**, Vol. 43, No. 3, 301-340.
- Kothari, S. P., Lenoe, A. J., and Wasley, C. E., 2005, "Performance matched discretionary accrual measure," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 1, 163-197.
- Lee, M. C., Shleifer, A., and Thaler, R. H., 1991, "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle," **Journal of Finance**, Vol. 46, No. 1, 75-109.
- Leuz, C., Nanda, D., and Wysocki, P. D., 2003, "Earnings management and investor protection: an international comparison," **Journal of Financial Economics**, Vol. 69, No. 3, 505-527.
- McCarthy, E., 1999, "Pricing IPOs: Science or science fiction," **Journal of Accountancy**, Vol. 188, No. 3, 51-58.
- McCool, J. H., Koh, S. C., and Francis, B. B., 1996, "Testing for deliberate underpricing in the IPO premarket: A stochastic frontier approach," **The Review of Financial Studies**, Vol. 9, No. 4, 251-1269.
- Meggison, W. L. and Weiss, K. A., 1991, "Venture capitalist certification in initial public offerings," **Journal of Finance**, Vol. 46, No. 3, 879-903.
- Purnanandam, A. K. and Swaminathan, B., 2004, "Are IPOs really underpriced?" **The Review of Financial Studies**, Vol. 17, No. 3, 811-848.
- Ritter, J. R., 1991, "The long run performance of initial public offerings," **Journal of Finance**, Vol. 46, No. 1, 3-28.
- Rock, K., 1986, "Why new issues are underpriced," **Journal of Financial Economics**, Vol. 15, No. 1-2, 187-212.
- Roosenboom, van der, Goot, T., and Mertens, G., 2003, "Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands," **The International Journal of Accounting**, Vol. 38, No. 3, 243-266.
- Schipper, K., 1989, "Commentary on earnings management," **Accounting Horizons**, Vol. 3, No. 4-5, 91-102.
- Sharpe, W. F., 1966, "Mutual fund performance," **Journal of Business**, Vol. 39, No. 1, 119-138.
- Shiller, R. J., 1984, "Stock prices and social dynamics," **The brookings papers on economic activity**, Vol. 1984, No. 2, 457-510.
- Teoh, S. H., Welch, I., and Wong, T. J., 1998b, "Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings," **Journal of Finance**, Vol. 53, No. 6,

1935-1974.

Teoh, S. H., Wong, T. J., and Rao, G. R., 1998a, "Are accruals during an initial public offering opportunistic?" **Review of Accounting Studies**, Vol. 3, No. 1-2, 175-208.

Weisman, S., 1999, "Valuation in initial public offerings" in Hanan, M. and Sheeler, R. (eds.), **Financial Valuation: Business and Business Interests**, First Edition, Boston: Warren Gorham and Lamont, 1-10.

作者簡介

洪振虔

國立中山大學企業管理博士，曾是執業會計師，現為屏東商業技術學院企業管理學系教授。研究興趣為公司理財、行為財務與資本市場相關議題。學術論文曾發表於管理評論、管理學報、臺大管理論叢、中山管理評論、Review of Quantitative Finance and Accounting 與 Journal of Operation Research Society Japan 等期刊。

E-mail: kh@npic.edu.tw