

營業外淨利增額資訊內涵之研究

The Incremental Information Content of the Components of Non-operating Income

陳育成 *Yu-Cheng Chen**

靜宜大學

Providence University

蔡秀麗 *Shiow-Li Tsai*

勤業會計師事務所

Andersen Worldwide

摘 要

本研究探討營業外淨利在台灣資本市場之資訊內涵，測試營業外淨利與報酬間之關聯性，以瞭解台灣資本市場對營業外淨利的反映。此外，亦探討營業外淨利組成項目是否具增額資訊內涵，以瞭解投資人是否只關注最終盈餘數字，而忽略盈餘的組成項目。主要結論如下：

一、營業淨利、營業外淨利與報酬之間皆具有關聯性。

二、依季別分組，各季營業淨利與報酬間皆具關聯性，營業外淨利在第二季及第四季達到 1% 的顯著水準，第三季只達到 10% 的顯著水準，且第一季的營業外淨利與報酬無關聯性。顯示半年報及年報之營業外淨利較具資訊內涵。

三、即使公司營業淨利為負數，營業外淨利與報酬間仍存有顯著相關。顯示公司的本業即使虧損，營業外淨利仍是投資人重視的資訊。

四、營業外淨利佔正常所得比重愈大，其營業外淨利與報酬間之關聯性亦愈大

* 作者感謝兩位匿名評審委員及千禧年會計理論與實務研討會中，諸位先進提供寶貴的意見。

，反之，營業外淨利佔正常所得比重小，則與報酬間之關聯性亦低。

五、若將營業外淨利細分成利息淨收益、投資淨收入、處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益及其它淨收入後，較未細分前，對報酬解釋力增加 20.03%，即營業外淨利之組成項目具增額資訊內涵。

關鍵字：盈餘組成項目、資訊內涵、股價關聯性、季營業淨利、季營業外淨利。

Abstract

This study examines the association between security returns and non-operating income, and whether components of non-operating income have incremental information content. Since the prior accounting research has not focused on the impacts of non-operating income, the main purpose of this study is to explore the information content of security prices with quarterly non-operating income in the Taiwan security market.

Samples of this study include 303 companies, listed in Taiwan Stock Exchange from 1996 to 1998. The main results are as follows :

1. Both operating income and non-operating income are associated with security returns significantly.
2. In the second and fourth quarter, companies utilize non-operating income to window dress their financial statements.
3. In spite of operating losses, non-operating gains are significantly associated with security returns.
4. The association in result 1 is positively related to the percentage of non-operating income to normal income.
5. The association between security returns and components of non-operating income is stronger than result 1. Adj-R2 increase 20.03% , indicates the components of non-operating income have incremental information content.

Keywords: Earnings component, Information content, Security returns, Operating income, Non-operating income.

壹、導 論

營業外淨利的組成項目，由於其持續性(persistence)較低，屬於暫時性(transitory)盈餘，對資本市場所傳遞的訊息，向來較不受重視。而企業損益來源隨著業務的拓展及經營環境的改變而日趨多元化，例如轉投資所認列的投資收益、因匯率變動所造成的匯兌損益等，均是經常出現的會計科目，有時營業外淨利的比重還高過營業淨利，營業外淨利若比重過高，還可能拖垮本業；87、88年國內地雷股陸續引爆，其中便不乏本業體質良好，但轉投資失敗的案例(如台中精機)。營業外淨利的重要性，實不容忽視。在大眾傳播媒體上亦常見到上市公司藉由業外活動美化盈餘數字的報導；公司常利用投資收益、處分投資及資產來提高盈餘¹。惟相對於營業損益，投資人對業外損益的反映究竟如何？過去文獻較少探討，亦少有針對營業外淨利組成項目資訊內涵作深入實證者。

會計盈餘反映係數(Earnings Response Coefficient)之相關研究，多將盈餘分成持續性高(或謂具有永久性)與持續性低(或謂較具暫時性)兩大類。一般而言，營業淨利之持續性高於營業外淨利，故其與股價之關係亦應較高(如 Strong and Walker, 1993; Barth, Beaver and Wolfson, 1990; Collins and Kothari, 1989)。台灣股市或因法人機構投資者所佔比重較低，個別投資人較易受操弄(只看本期淨利)，企業為達本期淨利目標，往往透過業外交易；如買賣有價證券損益、買賣固定資產損益、匯兌損益等，以與本業損益產生調節互補作用。若市場有效率，應能洞悉此一企圖，營業外淨利與股價之關係應不明顯。但近年來，台灣經濟蓬勃發展，新一代企業家莫不積極轉投資他企業，以擴張版圖²，或大舉運用資金介入股、匯市或不動產市場，若此種轉投資比重過大，投資人可能將買賣有價證券損益、買賣固定資產損益、匯兌損益等營業外淨利項目列入評估企業經營績效或企業價值的重要因素，進而提昇營業外淨利的持續性。因此，營業外淨利及其組成項目是否具有資訊內涵，實為值得探討之實證問題。

本研究目的在測試營業外淨利與股票報酬之關聯性，並探討將營業外淨利組成項目(分成投資淨收入、利息淨收益、處分資產淨損益、處分投資淨損益、

¹ 如工商時報 87 年 5 月 4 日之報導：「美化帳面，上市公司處分股票比高下，南港每股賺 6.6 元最拉風，國豐 5.5 元居次」。經濟日報 86 年 8 月 30 日之「半導體業上半年靠業外撐場面，多數處分轉投資股票挹注，旺宏、矽統光靠本業成績相形差」。

² 不論擴張的策略為水平整合、垂直整合、或多角化經營 (Conglomerate)，通常均以控股方式影響被投資公司，而投資損益在會計上屬營業外損益。

匯兌損益及其他淨收入等六個組成項目)是否具有增額資訊內涵,以瞭解台灣資本市場對盈餘品質的要求,是否只關注公司的最終盈餘數字,或亦重視營業外淨利及其組成項目所傳遞的資訊意涵,若營業外淨利組成項目具有增額資訊內涵,表示營業外淨利資訊是攸關的資訊,評估企業價值時應予考慮。

貳、研究背景

會計盈餘與股價間關聯性之研究,過去文獻已有熱烈的討論;國外如 Ball & Brown(1968)、Beaver, Clarke & Wright(1979)、Chambers & Penman(1984)、Beaver, Lambert & Ryan(1987)、國內如李華玉(民 81 年)及陳志愷(民 81 年)等研究,皆支持年度盈餘具有資訊內涵;May(1971)、曾建勝(民 82)及喬慧雯(民 84 年)亦實證發現季盈餘具有資訊內涵。

Lipe(1986)首先將盈餘分成銷貨毛利、管理費用、折舊、利息費用、所得稅及其他項目,發現這些項目均具增額資訊內涵。Barth, Beaver and Wolfson(1990)以金融業為樣本,探討營業淨利、證券買賣損益與股價間的資訊內涵,發現營業淨利與股價間呈顯著關聯,而證券買賣損益與股價間的關係則不明顯。Strong and Walker(1993)針對一般產業,將盈餘分成營業內淨利、營業外淨利與非常損益,發現營業淨利與股價間的關係最顯著,非常損益最不顯著。理論上,盈餘持續性愈高,盈餘反映係數(Earning Response Coefficient)亦愈顯著。

國內文獻也有相關的研究;黃秀珍(民 84 年)將盈餘劃分為毛利、所得稅及一般銷管費用與營業外淨利,實證結果亦發現盈餘組成項目具有增額資訊內涵。徐淑卿(民 82)則發現營業外淨利具增額資訊內涵,惟該研究期間含跨台灣股市較不理性的階段;孫幸琪(民 82)亦發現營業淨利、稅後淨利、綜合淨利與股價間之關聯性無顯著差異。張仲岳(民 87)探討盈餘對股價的解釋力,考慮投資淨收益後,盈餘對股價的解釋力因之提昇。

營業外淨利對股價有一定的的解釋力,甚至有時與營業淨利不相上下,其原因或許是營業外淨利中,有些項目在現今經營環境下,或許隱含著相當重要的資訊,如利息收入、投資收益及處分資產利得等;利息收入的變動表示企業理財成本的改變,對分析企業理財績效及流動性分析有其重要意義³;投資收

³ 利息保障倍數(淨利加利息費用,除已利息費用),便是運用利息費用與營業淨利求算企業獲利能力的重要財務比率。

益在現今轉投資風氣盛行，甚至部分企業須靠業外投資收益以維持股價的情形下，投資收益所傳遞的訊息若仍被定位在持續性不高的暫時性項目(transitory components)，實難令人信服，張仲岳(民 87)之研究便可佐證；而處分資產利得則對分析企業所隱含的帳面值低估情形，有其不可抹滅的價值。再分析企業價值時，若忽略這些項目的資訊內涵，可能將造成嚴重的偏誤。

本研究以台灣上市公司季盈餘資料，實證探討下列事項：

1. 營業淨利、營業外淨利與報酬間是否存有顯著關聯性？
2. 基於盈餘操縱可能集中在某一季（或某幾季）的懷疑，探討每一季的營業外淨利項目與報酬間的關聯性是否有差異？
3. 公司的營業淨利為負數，但同季的營業外淨利為正數時，資本市場的反應為何？
4. 營業外淨利對報酬的解釋力，是否與營業外淨利佔總所得的比重呈正相關？
5. 營業外淨利組成項目是否具增額資訊內涵？
6. 營業淨利、營業外淨利與報酬間之關係，是否受產業因素的影響？

參、研究設計

一、假說建立

營業淨利是企業從事經常性營業活動所產生，可視為公司的業內所得，相對而言，營業外淨利可視為公司的業外所得，理論上，這二種利益的持續性有很大的不同。所謂持續性是指該科目的金額，在可預見的未來，可能再發生的機率，機率愈高代表持續性愈高，過去文獻多認為，營業淨利的持續性高於營業外利益，但隨著經濟環境日益複雜及企業經營策略的多角化，在分類上，部分營業外損益項目的持續性不見得低，其對報表使用者所隱含的意義也不容忽視。例如轉投資在台灣上市、上櫃公司是極普遍的現象，有時轉投資的獲利甚至可能超越本業獲利，然現今損益表的分類卻將投資收益列為營業外損益，在考慮營業外淨利亦可能隱含重要資訊內涵的懷疑下，發展出假說一：

【假說一】季營業淨利、季營業外淨利與股票報酬間具有關聯性，即營業淨利、

營業外淨利皆具有資訊內涵。

管理當局，在前三季較難預知年度盈餘及經營結果，於是比較可能在第四季會基於美化年度帳面盈餘的目的，進行業外活動以增加營業外淨利，藉此拉抬當年度的淨利以影響股價。尤其當前幾季業內經營績效不佳時，管理當局亦常藉由大眾媒體報導業外收入，以掩飾業內經營的困境。

過去文獻亦發現，公司管理當局在第四季藉由營業外活動以美化淨利的情形特別明顯（劉啓群，民 88）。若市場有效率，投資人應可洞悉管理當局的企圖，第四季業外損益與報酬間的關聯性不應有別於其他三季；反之，若第四季業外損益與報酬間的關聯性異於其他三季，則顯示市場容易受管理當局所操弄，或謂不具效率性。本研究擬依季別，檢視第四季營業淨利、營業外淨利與報酬之間的關聯性，是否異於其他三季。因此發展出假說二：

【假說二】營業淨利、營業外淨利與報酬之間的關聯性，第四季高於前三季。

如果營業外淨利有明顯之第四季效應⁴，代表公司管理當局可能會依本身行業特性或營運需要等因素，在第四季從事較多的營業外活動，以達影響股價的目的，且市場無法看透。

一般而言，營業淨利與股價間的關聯性會高於營業外淨利，但是近年來，台灣許多上市公司卻因過份重視業外活動，忽略本業經營，導致營業淨利不佳，造成營業虧損，營業外淨利反成為企業獲利的主要來源。當公司的營業淨利為負數時，資本市場若有效率，且基於營業淨利有較高的持續性，此時就算持續性低的營業外淨利為正數，投資人亦將洞悉公司操縱盈餘的動機，營業外淨利的資訊內涵應不會強過營業淨利，於是建立假說三：

【假說三】當公司營業淨利為負數，而營業外淨利為正數時，則營業外淨利與報酬間的關聯性仍較營業淨利與報酬間的關聯性不顯著。

營業外活動在台灣上市公司極為普遍，甚至有時營業外淨利金額還高過營業淨利⁵，顯示營業外淨利對公司整體獲利具有舉足輕重的影響力。而營業外淨利佔總所得比重的高低，表示其與營業淨利的相對重要性。為測試營業外損益佔整體損益比重不同，是否影響營業外損益與報酬間之關聯性，本研究將樣

⁴ 由於第四季報（年報）的發布時間與次年度第一季報的發布時間往往十分接近，故第四季報或許會受次年第一季報資訊的干擾。

⁵ 如統一在 85 年第 1 季、聯電在 86 年第 4 季、國建在 86 年第 3 季皆營業外淨利較營業淨利高。

本公司，依營業外淨利佔正常所得的比重分組，測試營業外所得對報酬的解釋能力，是否受其佔正常所得比重的影響，建立假說四：

【假說四】營業外淨利對報酬的解釋能力，與營業外淨利佔正常所得比重具有正相關。

如果營業外淨利對股票報酬的解釋能力，與營業外淨利佔正常所得比重具有正相關，則顯示營業外淨利為投資者的重要資訊。然而營業外淨利主要是由投資淨收入、利息淨收益、處分資產淨損益、處分投資淨損益、匯兌損益及其它淨收入等六個項目所組成，各個項目是否皆具有資訊內涵？亦為值得探討的實證問題，為探討個別項目是否具有增額資訊內涵，建立假說五：

【假說五】相對於營業淨利，營業外淨利中的投資淨收入、利息淨收益、處分資產淨損益、處分投資淨損益、匯兌損益及其它淨收入項目，對報酬的解釋，均具增額資訊內涵。

二、證模型、變數定義與樣本選取

(一)實證模型與變數定義

為測試假說一至假說四，建立模式 1 如下：

$$RET = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon \quad (\text{模式 1})$$

為測試假說五，建立模式 2 如下：

$$RET = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_{21} X_{21} + \beta_{22} X_{22} + \beta_{23} X_{23} + \beta_{24} X_{24} + \beta_{25} X_{25} + \beta_{26} X_{26} + \beta_3 X_3 + \varepsilon \quad (\text{模式 2})$$

本研究所指的盈餘變數為繼續營業部門的損益項目，即正常所得(normal income or ordinary income)，正常所得由營業淨利及營業外淨利所組成，有關盈餘變數資訊。相關變數定義如下：

1. 營業淨利(X_1)：指營業收入減去營業成本及營業費用，乃本期內因經營經常性營業活動所產生的淨利。
2. 營業外淨利(X_2)：指營業外收入減營業外費用，乃本期內非因經常營業活動所發生之收支，主要是由利息淨收益、投資淨收入、處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益及其它淨收入等六個項目所組成。
3. 利息淨收益(X_{21})：係指存放銀行或借入款項所產生之利息淨額。

4. 投資淨收入(X_{22})：將資金運用於購買各種有價證券所得之股息、股利、紅利或債息收入，減去所發生之損失。
5. 處分投資淨損益(X_{23})：出售長短期投資所獲取之淨損益。
6. 處分資產淨損益(X_{24})：出售存貨以外之資產，其售價高於帳面價值減去售價低於帳面價值者，所產生之淨額。
7. 匯兌損益(X_{25})：因匯率變化所產生之外幣交易及外幣換算損益。
8. 其它淨收入(X_{26})：凡不屬於上列各項之營業外淨額者。
9. 公司規模(X_3)：以期初股價乘以期初流通在外之普通股數得之，為控制變數⁶。
10. 應變數--季股票報酬率(RET)：

$$RET = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

P_t = 本季盈餘概估日收盤價⁷。

P_{t-1} = 上季盈餘概估日收盤價。

上述變數 1-9 均以期初總資產為平減數。對於複迴歸模型基本特性的檢驗，本研究以下列方式處理：

1. 常態分配假設：Histogram-Normality test 檢定殘差項是否為常態分配。
2. 共線性假設：自變數間是否存有線性關係存在，本研究是以 VIF 值 (variance inflation factor) 來檢定自變數之間是否有複共線性⁸。
3. 獨立性假設：本研究是以 Durbin-Watson 值檢定殘差項是否符合獨立性假設

⁶ 衡量報酬與盈餘間之關係，理應控制市場報酬 (market return)，本研究不控制市場報酬之原因在於部份文獻 (Fama, 1991) 發現，規模效果 (size effect) 大於系統報酬效果 (systematic risk effect)，故本研究控制規模效果，且市場報酬在觀念上應包含所有資產，定義廣泛，實證上難有一客觀之市場報酬指標，另外，若用市場報酬當控制變數，基本上是假設各樣本公司之系統風險係數 (β) 相同，然各公司由於屬性、經營型態、獲利能力等之差異，不應假設其系統風險係數相等。

⁷ 盈餘概估日是指經會計師簽證或核閱之財務報表正式公告前，盈餘概估數出現在大眾傳播媒體之日期，若市場是有效率，則市場在盈餘概估日便將反映盈餘的資訊內涵，而不必等到盈餘宣告日。

⁸ 本研究各模型自變數 VIF 值皆介於 0 至 2 之間，代表自變數之間複共線性問題並不嚴重。

4. 等變異性（殘差項同質性）假設：迴歸模式無法拒絕變異數同質性時，本研究採取 White Heteroskedasticity-Consistent Covariance 修正變異數，故所有迴歸模式皆已克服變異數異質的問題。

(二)樣本選取

本研究之研究期間為民國 85 年第 1 季至 87 年第 1 季，共九季的資料。選取樣本的標準如下：

1. 須為股票上市公司，但排除變更交易方式的全額交割股及金融保險類的公司。
2. 財務及股票報酬等資料在研究期間內均未中斷。
3. 研究樣本期間內的盈餘概估日，已被收錄於台灣經濟新報資料庫中。
4. 產業分類，主要參考台灣證券交易所對上市股票產業的分類標準⁹，此外，本研究亦分析不在台灣證券交易所八大產業分類標準內的鋼鐵業、運輸業及觀光業等產業。研究樣本之產業分佈情形如表 1。

依據上述標準，符合上述標準的樣本公司共 303 家上市公司，2,604 筆季盈餘資料。

表 1 研究樣本之產業分佈表

產業別	樣本公司數	本研究之產業分類 ¹⁰
水泥業	8	水泥窯製類
玻璃陶瓷業	7	
塑膠業	18	塑膠化工類
化工業	18	
橡膠業	6	

⁹ 依該標準，上市公司分為八大產業：水泥窯製業、塑膠化工業、機電業、食品業、紡織纖維業、造紙業、營造建材業及金融保險業，其中三個分類產業別，即水泥窯製業、塑膠化工業、機電業是由數個產業別所組成，而水泥窯製業是由水泥工業、玻璃陶瓷業組成；塑膠化工業包括塑膠工業、化學工業及橡膠工業；機電業則含電機機械業、電器電纜業及電子工業。

¹⁰ 參考證交所八大產業分類標準，排除其中的金融類，另外加上汽車、鋼鐵、運輸及觀光四種產業。

表 1 研究樣本之產業分佈表 (續)

產業別	樣本公司數	本研究之產業分類 ¹¹
電機機械業	18	機電類
電器電纜業	13	
電子業	56	
食品業	28	食品類
紡織纖維業	49	紡織纖維類
造紙業	7	造紙類
營造建材業	33	營造建材類
汽車業	3	汽車類
鋼鐵業	29	鋼鐵類
運輸業	5	運輸類
觀光業	5	觀光類

肆、實證結果與分析

一、營業淨利、營業外淨利與報酬間的關係

測試營業淨利及營業外淨利兩自變數與報酬間的關係，以驗證第一個假說，實證結果列於表 2。

由表 2 得知，營業淨利、營業外淨利、營業外淨利與股票報酬間皆具有顯著關係（皆達 1% 顯著水準），顯示兩變數皆具有資訊內涵，假設一得到驗證。

二、依季節別分組之實證研究結果

營業淨利與營業外淨利皆是最後淨利的組成項目，當公司欲進行盈餘美化動作時，可以藉由營業外活動來增加營業外利益，提高當年的盈餘所得，依過去文獻之發現，管理當局通常在第四季有較明顯的盈餘操縱行為。故本節將觀察值依季別檢試季營業淨利、季營業外淨利與報酬之間的關聯性，是否各季之

¹¹ 參考證交所八大產業分類標準，排除其中的金融類，另外加上汽車、鋼鐵、運輸及觀光四種產業。

間有何差異。

表 2 營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性之實證結果

$RET = \alpha + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{31}X_3 + \varepsilon$				模式 1.1
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	0.1186	7.0506	0.0001***	0.0001
營業淨利(X_1)	3.1471	6.6003	0.0001***	1.1846
營業外淨利(X_2)	3.5236	2.9313	0.0042***	1.0640
公司規模(X_3)	-0.0558	-3.9829	0.0001***	1.2542
觀察值：2604 F 值：49.9495*** R ² ：0.0544			Adj - R ² ：0.0534 Durbin-Watson stat：2.3116	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 3、表 4、表 5 及表 6 分別列示四個季別的測試結果，在營業淨利、營業外淨利與報酬的關聯性方面，營業淨利在四個季別中皆達顯著水準，營業外淨利只有在第二季及第四季達到 1%的顯著水準，第三季只達到 10%的顯著水準，而第一季的營業外淨利與報酬無關聯性。這些結果或許反映了下列現象：

1. 過去文獻多認為，營業淨利來自於經常性營業活動，持續性高，盈餘反映係數應較顯著，故不論是哪一季的營業淨利皆和報酬間，具有顯著的關聯性。
2. 管理當局編制第二季報表時，面臨半年報的公告及申報，若上半年度的業內所得表現不佳，則經理人或會利用業外活動來創造較佳的盈餘數字。
3. 編製第四季報表時，管理當局面臨年報的公告及申報，若前三季的業內所得表現不佳，則公司管理當局或會利用業外活動來創造較佳的年度盈餘數字。
4. 第四季業外活動加劇（不論是實際或帳面操縱），市場給予較顯著之反映，此亦反映市場無法洞悉管理當局借業外損益以影響最後淨利的行為。

表 3 第一季營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性之實證結果

$RET = \alpha + \beta_{12}X_1 + \beta_{22}X_2 + \beta_{32}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.2
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	0.0112	1.9848	0.0475***	0.0001
營業淨利(X1)	0.7122	4.6006	0.0001***	1.2829
營業外淨利(X2)	0.2524	1.5675	0.1174	1.0349
公司規模(X3)	-0.0122	-2.9702	0.0031***	1.3209
觀察值：864 F 值：7.7508*** R2：0.0263			Adj - R2：0.0229 Durbin-Watson stat：1.6972	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 4 第二季營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性之實證結果

$RET = \alpha + \beta_{13}X_1 + \beta_{23}X_2 + \beta_{33}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.3
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	-0.1112	-4.3588	0.0001***	0.0001
營業淨利(X ₁)	5.0793	4.9537	0.0001***	1.2286
營業外淨利(X ₂)	2.4963	2.9709	0.0031***	1.0806
公司規模(X ₃)	0.0527	2.4958	0.0128**	1.3177
觀察值：574 F 值：33.4687*** R ² ：0.1497			Adj - R ² ：0.1452 Durbin-Watson stat：1.8346	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 5 第三季營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性之實證結果

$RET = \alpha_4 + \beta_{14}X_1 + \beta_{24}X_2 + \beta_{34}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.4
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	0.067	5.2423	0.0001***	0.0001
營業淨利(X ₁)	1.4227	2.1909	0.0289**	1.1259
營業外淨利(X ₂)	0.8035	0.5827	0.0528*	1.0698
公司規模(X ₃)	-0.0963	-10.8593	0.0001***	1.1961
觀察值：581 F 值：51.1069*** R ² ：0.2099			Adj - R ² ：0.2058 Durbin-Watson stat：2.2795	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 6 第四季營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性之實證結果

$RET = \alpha_5 + \beta_{15}X_1 + \beta_{25}X_2 + \beta_{35}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.5
	係數	T 值	Prob	VIF
截距項	0.4923	10.3762	0.0001***	0.0001
營業淨利(X_1)	4.0627	3.7435	0.0001***	1.1529
營業外淨利(X_2)	9.6358	2.3173	0.0028***	1.0958
公司規模(X_3)	-0.1179	-3.1915	0.0015***	1.2556
觀察值：585 F 值：43.6115*** R ² ：0.1837			Adj - R ² ：0.1795 Durbin-Watson stat：1.8422	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

第四季存在盈餘管理動機的原因，或許因為公司管理當局在前三季較難預知年度盈餘及經營結果所得，所以在第四季易進行業外活動的動作較大，以增加營業外利益，拉抬當年的盈餘所得。蔡郁仁(民 87)與劉啓群(民 88)均研究盈餘管理季節性，發現公司會傾向在第四季進行實質的盈餘管理。若我們懷疑營業外損益亦為盈餘操縱的工具，則應進一步測試第四季與其他三季之差異，延續先前的結果，我們進一步將觀察值依季別加以分組，即第一、二、三季合為「前三季組」，第四季則為「第四季組」，加以分析探討之。

表 7 為前三季的迴歸結果，從表 6 及表 7 的結果，可發現營業外淨利與報酬的關聯性，第四季(達 1%顯著水準)明顯高於前三季(達 5%顯著水準)，並且迴歸模式在第四季有較佳的解釋力(模式 1.5 之 Adj - R² = 0.1795，而模式 1.6 之 Adj - R² = 0.0334)。

表 7 前三季營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性之實證結果

$RET = \alpha_6 + \beta_{16}X_1 + \beta_{26}X_2 + \beta_{36}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.6
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	0.0148	1.2349	0.2170	0.0001
營業淨利(X_1)	2.2139	6.1655	0.0001***	1.1992
營業外淨利(X_2)	0.6936	1.7258	0.0845*	1.0537
公司規模(X_3)	-0.0345	-3.6175	0.0003***	1.2579
觀察值：2019 F 值：24.2749*** R ² ：0.0348			Adj - R ² ：0.0334 Durbin-Watson stat：2.0181	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

三、業淨利為負數且營業外淨利為正數之實證結果

營業外損益若果真是管理當局操縱損益的工具，則當公司發生營業虧損，管理當局或許更加倚賴業外損益對最後淨利的影響。基於此懷疑，作者進一步將營業淨利為負數，且營業外淨利為正數的觀察值篩選出來¹²，探討當公司本業收入不佳時，投資人是否將洞悉公司操縱盈餘的動機，而不理會為了美化盈餘所產生的營業外淨利。

本研究資料中，同季營業淨利為負，但營業外淨利為正者，總計共有 376 筆資料¹³。表 8 實證結果發現，即使公司季營業淨利是虧損的，營業外淨利與報酬之間仍存有明顯的關聯性，且營業淨利與報酬間之關聯性變成不顯著，此現象或可認為，台灣股市投資人將營業外淨利視為重要的考量因素，尤其當本業營收不理想時，投資人更倚重營業外損益，以評估公司的價值。

四、營業外淨利佔正常所得比重分組之實證結果

模式 1.7 之測試結果，顯示投資人在特定情形下（營業淨利為負數），較倚賴營業外損益的資訊內涵，然僅以業內、外盈餘正負數作區隔測試並推論，或嫌武斷。若將營業外損益佔正常所得的比重，視為營業外損益的相對重要性，

¹² 資料中，共有 24.88%的營業淨利觀察值為負數，將近四分之一。

¹³ 研究期間內，季營業淨利(OI)為負且季營業外淨利(NOI)為正數之樣本公司分布

季別數	樣本公司
共 9 季	福益
共 8 季	上曜、歌林
共 7 季	新紡、正道、英群
共 6 季	聯華、國喬、宏洲、裕豐、建大、麗正
共 5 季	農林、中日、台苯、南染、廣豐、凱聚、清三
共 4 季	大飲、統一、順大裕、遠紡、新纖、大同、東鹼、中纖、士紙、華紙、高興昌、廣宇、精英、宏福、宏暉
共 3 季	味全、味王、台鳳、益華、源益、台達、普大、東華、民興、利華、大魯閣、中福、象典、台光、燁隆、聚亨、神達、碧悠、茂矽、全坤、龍邦、中工、長億、宏總、緯城、國賓
共 2 季	嘉食化、尚德、聯成食、合發、達新、嘉裕、勤益、立益、宏和、皇帝龍、大將、楊鐵、川飛、聲寶、羅馬、台紙、永豐餘、一銅、春源、國產車、台達電、金寶、東訊、致福、華邦電、源興、華升、潤建、新建、長谷、大陸、皇普、三采、尖華、華國
共 1 季	愛之味、泰山、福壽、久津、惠勝、佳格、華夏、華隆、中紡、東和、潤泰、新燕、中和、南紡、大東、宏益、嘉畜、聯發、東雲、中興電、太電、三洋、中化、南僑、葡萄王、三晃、榮成、友力、燁興、豐興、嘉益、志聯、厚生、裕隆、誠洲、大眾、中強、亞瑟、智邦、力捷、美格、國揚、寶建、仁翔、華建、春池、志信、中樞

則是否業外損益比重愈重，其與報酬之關聯性愈高呢？基於此懷疑，我們進一步依各產業別之營業外淨利佔正常所得比重(DNI)進行分組¹⁴。DNI 大於該產業 DNI 中位數者，表示營業外淨利對正常所得的影響程度大，反之，當公司 DNI 小於該產業 DNI 中位數時，表示營業外淨利對正常所得影響程度較小。DNI 均已各該產業中位數為比較標準，乃考慮產業特性¹⁵差異，而不應以全體樣本公司的中位數為標準。

表 8 營業淨利為負數且營業外淨利為正數之實證結果

$RET = \alpha_7 + \beta_{17}X_1 + \beta_{27}X_2 + \beta_{37}X_3 + \varepsilon \dots\dots$					模式 1.7
	係數	T 值	Prob	VIF	
截距項	0.0737	1.5691	0.1175	0.0001	
營業淨利(X ₁)	0.4164	0.2812	0.7787	1.0131	
營業外淨利(X ₂)	3.8524	1.8528	0.0641*	1.0205	
公司規模(X ₃)	-0.0759	-1.6169	0.1067	1.0080	
觀察值：376			Adj - R ² : 0.1681		
F 值：26.2597***			Durbin-Watson stat : 2.0902		
R ² : 0.1747					

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

從表 9 及表 10 比較二組的結果，發現營業外淨利佔正常所得比重大者（表 9），其營業外淨利與報酬有顯著關聯性，反之，在營業外淨利佔正常所得比重小的組別（表 10），其營業外淨利與報酬間關聯性不顯著。兩組樣本對報酬解釋能力亦有差異，營業外淨利佔正常所得比重小的，其調整後複判定係數（Adj - R²）為 0.0484，但營業外淨利佔正常所得比重大的組別，其 Adj - R² 達 0.0659，高於前者達 36.16%。季營業外淨利對報酬的解釋能力與季營業外淨利佔正常所得的比重之間呈正相關，此結果驗證假說四，也顯示營業外淨利是台灣股市

¹⁴ DNI 之計算方式如下： $DNI = \frac{|NOI|}{|OI| + |NOI|}$ ，DNI=營業外淨利佔正常所得的比重。

$|NOI|$ =營業外淨利的絕對值。 $|OI|$ =營業淨利的絕對值。

¹⁵ 徐淑卿（民 82）之研究，在進行觀察值依營業外所得對正常所得影響程度分組時，未考慮到產業特性及營運發展，而以整體樣本為分組標準，非依各自產業別來計算分組標準。上市公司產業間特性差異頗大，產業因素應加以控制為宜。

投資者進行投資決策時之重要參考資訊。

表 9 營業外淨利佔正常所得比重大組之實證結果

$RET = \alpha_8 + \beta_{18}X_1 + \beta_{28}X_2 + \beta_{38}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.8
	係數	T 值	Prob	VIF
截距項	0.1132	4.1736	0.0001***	0.0001
營業淨利(X_1)	3.1165	2.0178	0.0438**	1.2597
營業外淨利(X_2)	3.8524	1.8528	0.0641*	1.0346
公司規模(X_3)	-0.0549	-2.2504	0.0246**	1.2985
觀察值：1279 F 值：31.080*** R ² ：0.0681			Adj - R ² ：0.0659 Durbin-Watson stat：2.2043	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 10 營業外淨利佔正常所得比重小組之實證結果

$RET = \alpha_9 + \beta_{19}X_1 + \beta_{29}X_2 + \beta_{39}X_3 + \varepsilon \dots\dots$				模式 1.9
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	0.1119	5.9847	0.0001***	0.0001
營業淨利(X_1)	3.4171	6.2807	0.0001***	1.2693
營業外淨利(X_2)	-1.1113	-0.4860	0.6270	1.0029
公司規模(X_3)	-0.0535	-3.9521	0.0001***	1.2685
觀察值：1280 F 值：22.6885*** R ² ：0.0506			Adj - R ² ：0.0484 Durbin-Watson stat：2.2349	

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

五、營業外淨利組成項目增額資訊內涵之實證

上述實證結果，意謂著營業外淨利對報酬的解釋能力隨著營業外淨利佔正常所得的比重增加而增加，尤其在營業績效不理想的情況下，此一現象更為明顯。營業外損益對投資人傳遞的資訊內涵，其重要性不言而喻。然營業外淨利

一般可分為利息淨收益、投資淨收入、處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益及其它淨收入六個項目，這些項目對公司價值所代表的意義均有所不同，其個別的資訊內涵實有進一步加以探討的必要。為探討這些營業外淨利組成項目的增額資訊內涵，建構了模式 2，結果列於表 11。

表 11 結果顯示，除利息淨收益之外，其餘五個營業外淨利的組成項目與報酬的關係皆達顯著水準，表示投資淨收入、處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益、其它淨收入與報酬之間具有關聯性，而利息淨收益與報酬間不具關聯性。投資淨收入、處分投資淨損益在現今轉投資風氣鼎盛的環境下，對企業價值所代表的意義應十分明顯；此外，匯兌損益與報酬的關係亦呈顯著，以台灣貿易依存度高達 80% 的水準，匯兌損益對企業整體損益，乃至企業價值的影響應有相當重要的影響力。至於其他短期可實現的業外利得，如處分投資淨損益、處分資產淨損益與報酬間存有關聯性，更顯示投資人解讀會計盈餘數字時，會注重短期可實現的業外利得。

表 11 營業外淨利增額資訊內涵之實證結果

$RET = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_{21} X_{21} + \beta_{22} X_{22} + \beta_{23} X_{23} + \beta_{24} X_{24} + \beta_{25} X_{25} + \beta_{26} X_{26} + \beta_3 X_3 + \varepsilon \dots$ 模式 2				
	係數	t 值	Prob	VIF
截距項	0.1084	5.8726	0.0001***	0.0001
營業淨利(X_1)	3.2487	6.5795	0.0001***	1.2134
利息淨收益(X_{21})	1.3174	0.5827	0.5601	1.2446
投資淨收入(X_{22})	2.4170	2.6908	0.0072***	1.0401
處分投資淨損益(X_{23})	4.2562	2.2113	0.0316**	1.0072
處分資產淨損益(X_{24})	3.9452	2.3209	0.0204**	1.0124
匯兌損益(X_{25})	9.0708	6.7967	0.0001***	1.0511
其他淨收入(X_{26})	4.6922	2.1183	0.0342**	1.0082
公司規模(X_3)	-0.0582	-5.2849	0.0001***	1.4356
觀察值：2604			Adj - R^2 ：0.0641	
F 值：23.2958(0.0001)***			Durbin-Watson stat：2.2825	
R ² ：0.0670				

註：*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

利息淨收益與報酬間的關係不具顯著性的原因，或許是因利息所代表的資本結構或財務槓桿意涵，及其對報酬的關係，大多已由負債等資本結構變數所解釋（林修葺與陳育成，民 86），且利息淨收益是按時認列利息收入及利息費用之淨效果，收支相抵的淨效果，較不能建構其與報酬間之理論關係。而整體模型對報酬的解釋力方面，比較模式 1（表 2）與模式 2（表 11）的修正後複判定係數(Adj - R²)，模式 1（未細分營業外淨利組成項目）的 Adj - R² 為 0.0534，模式 2（將營業外淨利分成六個組成項目）的 Adj - R² 則為 0.0641，增加了 20.03%，所以營業外淨利組成項目具增額資訊內涵。

根據盈餘持續性理論¹⁶，持續性較高的項目與報酬間的關聯性，應高於持續性較低者，但由上述實證結果分析，發現台灣股票市場投資人對盈餘持續性的判別與過去文獻的見解不甚一致，利息淨收益應代表財務槓桿特質，持續性應較處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益等項目來得高，但表 11 的結果顯示，其與報酬間的關係反而不明顯。投資人似乎無法分辨出盈餘組成項目持續性的高低，或者意謂著投資人不能洞察公司管理當局可輕易以短期可實現利益來美化帳面之可能性。

六、依產業別所作之敏感性分析

考慮到產業間經營環境與產業特質之差異，本研究另依產業別進行下列敏感性分析，以檢測前述結果及推論是否因不同產業而有差異：

(一)營業淨利、營業外淨利與報酬的關聯性：

表 12 之各產業的 F 值在造紙、鋼鐵及觀光三個產業別之中並未達到顯著水準，其餘七個產業別的 F 值皆達到顯著水準。營業淨利與報酬間具有關聯性具顯著性的產業有水泥窯製類、機電類、紡織纖維業及營建業；而營業外淨利與報酬具有關聯性的產業是塑膠化工類、機電類、食品業、紡織纖維業及運輸業。此一結果顯示，營業內與營業外淨利與報酬間之關係，在各產業間亦存在差異。

¹⁶ 張仲岳(86)之實證結果顯示：永久性盈餘組成因素與股價之間的關聯性，顯著高於暫時性盈餘組成因素與股價之間的關聯性；投資人似乎能夠區分盈餘組成因素之持續性高低，及對持續性較高者有較熱烈的反應。

表 12 產業別之營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性實證結果

	水泥窯製類	塑膠化工類	機電類
觀察值	133	388	720
F 值	0.0442**	0.0001***	0.0001***
Adj - R ²	0.0387	0.1871	0.0776*
截距項	0.1114 (1.603)	0.0002*** (3.707)	0.0001*** (6.444)
營業淨利(X ₁)	0.0124** (2.536)	0.7517 (0.317)	0.0001*** (5.968)
營業外淨利(X ₂)	0.2294 (-1.208)	0.0001*** (9.158)	0.0014*** (3.211)
公司規模(X ₃)	0.0479** (-1.997)	0.0005*** (-3.513)	0.0001*** (-4.331)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*, **, ***分別為 10%, 5%, 1%顯著水準。

表 12 產業別之營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性實證結果(續)

	食品業	紡織纖維業	造紙業	營建業
觀察值	251	422	63	283
F 值	0.0127**	0.0004***	0.9078	0.0001***
Adj - R ²	0.0312	0.0362	-0.0412	0.1460
截距項	0.0196** (2.349)	0.0004*** (3.538)	0.9529 (-0.059)	0.0001*** (5.057)
營業淨利(X ₁)	0.3612 (0.915)	0.0037*** (2.922)	0.7983 (-0.257)	0.0001*** (6.461)
營業外淨利(X ₂)	0.0017*** (3.176)	0.0070*** (2.708)	0.5185 (-0.650)	0.0934* (1.684)
公司規模(X ₃)	0.3068 (-1.024)	0.0091*** (-2.622)	0.6463 (0.461)	0.0001*** (-4.550)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*, **, ***分別為 10%, 5%, 1%顯著水準。

表 12 產業別之營業淨利、營業外淨利與報酬關聯性實證結果(續)

	鋼鐵業	汽車業	運輸業	觀光業
觀察值	227	25	45	45
F 值	0.5225	0.5833	0.0064***	0.7970
Adj - R ²	-0.0033	-0.0421	0.2025	-0.0472
截距項	0.0263** (2.236)	0.1807 (1.382)	0.0235** (2.353)	0.4608 (0.744)
營業淨利(X ₁)	0.9389 (-0.077)	0.2978 (-1.066)	0.1234 (1.573)	0.4660 (0.736)
營業外淨利(X ₂)	0.3548 (0.927)	0.5819 (0.599)	0.0080*** (2.787)	0.7147 (0.368)
公司規模(X ₃)	0.2245 (-1.218)	0.7368 (-0.340)	0.0228** (-2.367)	0.5434 (-0.613)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

(二)營業外淨利佔正常所得比重大、小二組之迴歸分析：

表 13 結果顯示，營業外淨利佔正常所得比重大者，營業外淨利與報酬間之關聯性達顯著水準之產業有：塑化(達 1%顯著水準)、機電(達 5%顯著水準)、食品(達 5%顯著水準)、紡織(達 1%顯著水準)及運輸(達 5%顯著水準)等產業，而營業淨利與報酬間之關聯性反倒只有塑化與食品業達 10%的顯著水準。表 14 則顯示營業外淨利佔正常所得比重小的組別，營業外淨利與報酬間之關聯性達顯著水準者，僅營建業(5%)，而營業淨利與報酬之關聯性則有塑化、機電、紡織與營建等五個產業。

表 13 或表 14 之結果進一步驗證了先前的推論，即營業外淨利對報酬的解釋能力隨著營業外淨利佔正常所得的比重增加而增加，此一現象在許多產業中特別明顯。

(三)營業外淨利組成項目與報酬的關聯性

表 15 就模式 2 按產業別加以分別測試，以檢測各產業別之營業外淨利組成項目是否具增額資訊內涵，以驗證表 11 之結果是否因不同產業而

有所改變。表 15 之 F 值不顯著的有水泥窯製類、造紙、鋼鐵及觀光四個產業類別，其餘六個產業的 F 值均達顯著水準。分析利息淨收益、投資淨收入、處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益及其它淨收入六個項目組成項目與報酬的關係，發現不同產業間有不同的結果，沒有一項組成項目在所有產業間皆顯著，但是，在 F 值達顯著水準的六個產業中，「投資淨收入」、「處分資產淨損益」及「匯兌損益」與報酬具有顯著性的情形較普遍，台灣上市公司最常藉由轉投資收入及實質處分資產來抬高公司股價的市場傳聞，似乎得到相當的支持。而匯兌損益特別突出的原因，或許與台灣經濟的外貿依存度高，企業資金營收有相當大的比率和外匯有關，匯率變動自然對整體損益有較敏感的作用，而投資人似乎也相當注重匯兌損益的資訊內涵。

表 13 營業外淨利佔正常所得比重大者之實證結果（按產業別區分）

	截距項	營業淨利(X_1)	營業外淨利(X_2)	公司規模(X_3)
水泥窯製類	0.1834 (1.345)	0.2788 (1.093)	0.5234 (-0.642)	0.0404** (-2.093)
塑膠化工類	0.0023*** (3.094)	0.0701* (-1.822)	0.0001*** (8.612)	0.0027*** (-3.043)
機電類	0.0003*** (3.650)	0.110 (2.588)	0.0243** (2.262)	0.1845 (-1.330)
食品類	0.0080*** (2.696)	0.0621* (3.810)	0.0169** (2.423)	0.1358 (-1.501)
紡織纖維類	0.0078*** (2.689)	0.4351 (0.782)	0.0081*** (2.674)	0.0149** (-2.456)
造紙類	0.6871 (-0.407)	0.9794 (0.026)	0.5383 (-0.623)	0.3264 (1.000)
營造建材類	0.0036*** (2.964)	0.4630 (-0.736)	0.1819 (1.342)	0.0091*** (-2.646)
汽車類	0.3369 (1.014)	0.8870 (-0.146)	0.9600 (-0.052)	0.7934 (-0.270)
鋼鐵類	0.1074 (1.623)	0.3971 (-0.850)	0.3811 (0.879)	0.4987 (-0.679)
運輸類	0.1677 (1.441)	0.2533 (1.182)	0.0481** (2.130)	0.0633* (-1.987)
觀光類	0.3264 (1.007)	0.3591 (0.940)	0.8599 (-0.179)	0.3034 (-1.058)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*, **, ***分別為 10%, 5%, 1%顯著水準。

表 14 營業外淨利佔正常所得比重小者之實證結果（按產業別區分）

	截距項	營業淨利(X_1)	營業外淨利(X_2)	公司規模(X_3)
水泥窯製類	0.3179 (1.007)	0.6379 (0.473)	0.8556 (0.183)	0.4337 (-0.788)
塑膠化工類	0.0145** (2.468)	0.0179** (2.390)	0.9010 (0.125)	0.0068*** (-2.738)
機電類	0.0001*** (4.279)	0.0001*** (5.779)	0.2318 (-1.198)	0.0001*** (-3.927)
食品類	0.6586 (0.443)	0.8804 (0.151)	0.5383 (-0.617)	0.8854 (0.144)
紡織纖維類	0.0341** (2.133)	0.0333** (2.142)	0.2757 (1.093)	0.2666 (-1.114)
造紙類	0.7444 (-0.329)	0.7130 (-0.372)	0.4933 (-0.694)	0.8574 (0.181)
營造建材類	0.0001*** (3.962)	0.0001*** (5.232)	0.0165** (2.427)	0.0010*** (-3.355)
汽車類	0.7475 (0.332)	0.3962 (-0.891)	0.4681 (0.758)	0.7348 (0.349)
鋼鐵類	0.1562 (1.428)	0.7363 (0.338)	0.4927 (-0.688)	0.2433 (-1.176)
運輸類	0.0069*** (3.031)	0.5420 (-0.621)	0.2943 (1.079)	0.1039 (-1.708)
觀光類	0.8585 (0.181)	0.5974 (0.538)	0.0894* (-1.795)	0.9365 (0.081)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 15 營業外淨利組成項目之實證結果

	水泥窯製類	塑膠化工類	機電類
觀察值	133	388	720
F 值	0.2274	0.0001***	0.0001***
Adj - R ²	0.0205	0.2964	0.0776
截距項	0.2746 (1.097)	0.2480 (1.157)	0.0001*** (5.574)
營業淨利(X ₁)	0.0322** (2.167)	0.5693 (0.570)	0.0001*** (5.921)
利息淨收益(X ₂₁)	0.4723 (-0.721)	0.0497** (-1.969)	0.2739 (1.095)
投資淨收入(X ₂₂)	0.2199 (-1.233)	0.7380 (-0.335)	0.0001*** (4.049)
處分投資淨損益(X ₂₃)	0.1949 (-1.303)	0.0001*** (12.529)	0.5957 (-0.531)
處分資產淨損益(X ₂₄)	0.7945 (-0.261)	0.8119 (0.228)	0.2263 (1.211)
匯兌損益(X ₂₅)	0.5676 (0.573)	0.2834 (1.074)	0.0001*** (5.076)
其他淨收入(X ₂₆)	0.8144 (0.235)	0.2790** (1.084)	0.9228 (-0.097)
公司規模(X ₃)	0.0811* (-1.758)	0.0963* (-1.667)	0.0001*** (-5.286)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

表 15 營業外淨利組成項目之實證結果(續)

	食品業	紡織纖維業	造紙業	營建業
觀察值	251	422	63	283
F 值	0.0002***	0.0001***	0.9904	0.0001***
Adj - R ²	0.0862*	0.0547*	-0.1158	0.1468
截距項	0.7343 (0.340)	0.0126** (2.505)	0.4557 (0.751)	0.0001*** (5.144)
營業淨利(X ₁)	0.1768 (1.355)	0.0074*** (2.692)	0.7456 (-0.326)	0.0001*** (6.145)
利息淨收益(X ₂₁)	0.1519 (-1.437)	0.8373 (0.205)	0.5080 (0.666)	0.0629* (1.868)
投資淨收入(X ₂₂)	0.1334 (1.506)	0.0508* (1.959)	0.5512 (-0.600)	0.2891 (1.062)
處分投資淨損益 (X ₂₃)	0.7072 (-0.376)	0.4549 (0.748)	0.5515 (-0.599)	0.7026 (0.382)
處分資產淨損益 (X ₂₄)	0.0250** (2.255)	0.0418** (2.042)	0.7276 (-0.350)	0.6447 (0.462)
匯兌損益(X ₂₅)	0.3321 (0.972)	0.0021*** (3.102)	0.6838 (-0.409)	0.5926 (0.536)
其他淨收入(X ₂₆)	0.0001*** (4.465)	0.1332 (1.505)	0.8900 (0.139)	0.0521* (1.951)
公司規模(X ₃)	0.5974 (-0.529)	0.0130** (-2.495)	0.9633 (0.046)	0.0001*** (-4.640)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*, **, ***分別為 10%, 5%, 1%顯著水準。

表 15 營業外淨利組成項目之實證結果(續)

	鋼鐵業	汽車業	運輸業	觀光業
觀察值	227	25	45	45
F 值	0.5010	0.9089	0.0057***	0.6808
Adj-R ²	-0.0029	-0.2407	0.2999	-0.0556
截距項	0.0542* (1.936)	0.1910 (1.362)	0.0175** (2.490)	0.4319 (0.795)
營業淨利(X ₁)	0.9731 (0.034)	0.6655 (-0.440)	0.1881 (1.342)	0.8311 (0.215)
利息淨收益(X ₂₁)	0.3757 (0.888)	0.5166 (0.662)	0.7055 (0.381)	0.7904 (-0.268)
投資淨收入(X ₂₂)	0.5967 (-0.530)	0.6449 (0.469)	0.0526* (-2.004)	0.3599 (-0.927)
處分投資淨損益 (X ₂₃)	0.0383** (2.084)	0.5332 (0.636)	0.1132 (-1.623)	0.7632 (-0.304)
處分資產淨損益 (X ₂₄)	0.8563 (0.181)	0.4782 (0.725)	0.0049*** (3.001)	0.1116 (1.631)
匯兌損益(X ₂₅)	0.5427 (0.610)	0.5952 (0.541)	0.0136** (2.596)	0.2792 (-1.099)
其他淨收入(X ₂₆)	0.5846 (0.547)	0.2589 (1.168)	0.3878 (0.874)	0.8860 (0.144)
公司規模(X ₃)	0.1803 (-1.344)	0.4413 (-0.788)	0.0167* (-2.509)	0.6998 (-0.389)

註：1.為節省篇幅，迴歸係數均不列出，僅列 p 值，括號內為 t 值。

2.*，**，***分別為 10%，5%，1%顯著水準。

為了進一步瞭解將營業外淨利組成項目依產業別進行之分析，是否相對於

未將組成項目分該具有增額資訊內涵，表 16 列示模式 1 及模式 2 之 Adj - R² 比較，分析結果顯示並非所有的產業皆具增額資訊內涵。

排除 Adj - R² 為負¹⁷的產業後，其餘各產業中的模式 2 之 Adj - R² 較模式 1 高的產業有塑膠化工類、食品業、紡織業、營造建材業、鋼鐵業及運輸業。此六個產業別其營業外淨利組成項目具有增額資訊內涵。

表 16 比較模式 1 及模式 2 之 Adj - R²

模式 1 : $RET = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{31}X_3 + \varepsilon$

模式 2 : $RET = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_{21} + \beta_{22}X_{22} + \beta_{23}X_{23} + \beta_{24}X_{24} + \beta_{25}X_{25} + \beta_{26}X_{26} + \beta_{31}X_3 + \varepsilon$

產業別	水泥窯製類	塑膠化工類	機電類
模式 1 Adj - R ²	3.87%	18.71%	7.76%
模式 10 Adj - R ²	2.05%	29.64%	7.76%
Adj - R ² 增減	-1.82	10.93	-
是否具增額資訊	否	是	否

產業別	食品業	紡織業	造紙業	營造建材業
模式 1 Adj - R ²	3.12%	3.62%	-4.12%	14.6%
模式 10 Adj - R ²	8.62%	5.47%	-11.58%	14.68%
Adj - R ² 增減	5.5	1.85	-7.46	0.08
是否具增額資訊	是	是	否	是

產業別	汽車業	鋼鐵業	運輸業	觀光業
模式 1 Adj - R ²	-4.21%	-0.33%	20.25%	-4.72%
模式 10 Adj - R ²	-24.07%	-0.29%	29.99%	-5.56%
Adj - R ² 增減	-19.86	0.04	9.74	-0.84
是否具增額資訊	否	是	是	否

¹⁷ 迴歸模式 Adj - R² 呈現負數，表示該迴歸模式自變數與應變數間的關係並不能推論，所以將不分析 Adj - R² 負數的產業別迴歸結果。

伍、結論及建議

過去文獻一直強調營業淨利的持續性，較不重視營業外淨利所傳達的資訊內涵，本研究實證探討營業外淨利及其組成項目的資訊內涵，結果發現營業淨利、營業外淨利與報酬之間具有關聯性，若將觀察值依季節別分組，營業淨利與報酬間的關係在四季間，皆具顯著的關聯性。而營業外淨利在第二季及第四季達到 1% 的顯著水準，第三季只達到 10% 的顯著水準，第一季的營業外淨利與報酬無關聯性。顯示在半年報及年報的營業外淨利中，較具資訊內涵。

本研究亦發現，當公司發生營業虧損時，營業外淨利與報酬間存有較顯著的關聯性。表示公司的本業獲利不佳時，市場投資人視營業外淨利為重要的考量因素。若依業外所得佔正常所得比重分成二組，則「營業外淨利對報酬的解釋能力」與「營業外淨利佔正常所得的比重」具有正相關，表示營業外淨利隨著其佔正常所得比重的增加而益形重要。

此外，將營業外淨利細分成利息淨收益、投資淨收入、處分投資淨損益、處分資產淨損益、匯兌損益及其它淨收入後，整體模式對報酬的解釋力 (Adj - R²) 提昇了 20.03%，營業外淨利之組成項目具增額資訊內涵。

會計學者過去依損益表的分類方式，認為營業淨利較營業外淨利的持續性高，盈餘反映係數亦應較顯著。本研究發現，營業外淨利亦具資訊內涵，在特定情形下，其重要性甚至超過營業淨利，且部分營業外淨利的組成項目亦具增額資訊內涵。報表使用者若只關注營業淨利，而忽略營業外淨利，則可能產生偏誤的決策。

參考文獻

- 李華玉，1992，台灣股票價格資訊內容之研究，國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- 邱承志，1998，上市公司季盈餘宣告與投信持股比例關係之研究，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 林修葺、陳育成，1997，「資本適足率對國內商業銀行投資人倒閉與流動性風險訊息內涵之實證研究」，會計評論，30 期：181~221。
- 孫幸琪，1994，營業淨利、淨利及綜合淨利於解釋股票報酬有用性之比較，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 陳志愷，1992，盈餘反應係數探索性之研究—台灣股票市場之實證分析，國立

營業外淨利增額資訊內涵之研究

政治大學會計研究所未出版碩士論文。

徐淑卿，1993，台灣股票上市公司營業外所得增額資訊內涵之研究，東吳大學會計研究所未出版碩士論文。

張仲岳，1998，「盈餘持續性與股價之關聯性研究」，逢甲大學會計理論與實務研討會論文集：1-32。

曾建勝，1993，上市公司股票價格的資訊內涵—季盈餘的實證，國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。

黃秀敏，1993，評價模式、盈餘與股票報酬關係之探討—台灣股市之實證研究，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

黃秀珍，1995，盈餘組成因素增額資訊內涵之研究，國立中興大學會計研究所未出版碩士論文。

喬慧雯，1995，上市公司季盈餘宣告資訊內涵之實證研究，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

蔡承奮，1995，盈餘與股價報酬關係再檢定，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

蔡郁仁，1998，盈餘管理季節性之研究，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

劉啓群，1999，「我國金融業會計損益項目季別分析：盈餘管理間接測試法」，會計評論，31卷：64~79。

Ball, R and Brown, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income number. *Journal of Accounting Research*, 159-178.

Barth, M., W. Beaver, and M. Wolfson. 1990. Components of earnings and the structure of bank share prices. *Financial Analysts Journal*, May-June: 53-60.

Beaver, W., Clark, W. H. R. and Wright, W. F. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*, 316-340.

Beaver, W., Lambert, R. and Ryan, S. G. 1987. The information content of security prices- A second look. *Journal of Accounting and Economics*, 139-157.

Chambers, A. E., and S. H. Penman, 1984. Timeliness of reporting and the stock price reaction to earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 21-47.

Collins, W. A., Hopwood, W. S. and Mckeown, J. C. 1984. The predictability of interim earnings over alternative quarters. *Journal of Accounting Research*, 467-479.

Gore, R. and Stott, D. M. 1998. Toward a more informative measure of operating performance in the REIT industry : Net income vs. funds from operations. *Accounting Horizons*, 12: 323-339.

- Lipe, R. 1986. The information contained in the components of earnings. *Journal of Accounting Research*, 24: 37-64.
- May, R. G. 1971. The influence of quarterly earnings announcements on investor decisions as reflected in common stock price changes. *Journal of Accounting Research, Supplement*, 119-163.
- Strong, N., and Walker, W. 1993. The explanatory power of earnings and stock returns. *Accounting Review*, 68: 385-399.

