

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

上市（櫃）與閉鎖期盈餘管理之關聯性

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC93-2416-H-032-009-

執行期間：93年08月01日至94年07月31日

執行單位：淡江大學會計學系

計畫主持人：黃志仁

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 94 年 9 月 26 日

附件一

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

(計畫名稱)

上市(櫃)與閉鎖期盈餘管理之關聯性

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC - - - - -

執行期間：93年8月1日至94年7月31日

計畫主持人：黃志仁

成果報告類型(依經費核定清單規定繳交)：精簡報告

本成果報告包括以下應繳交之附件：

赴國外出差或研習心得報告一份

赴大陸地區出差或研習心得報告一份

出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份

國際合作研究計畫國外研究報告書一份

處理方式：除產學合作研究計畫、提升產業技術及人才培育研究計畫、列管計畫及下列情形者外，得立即公開查詢

執行單位：淡江大學

中華民國 94 年 9 月 30 日

上市（櫃）與閉鎖期盈餘管理之關聯性

摘要：公司於首次上市（櫃）時，內部人大部分持股會受到兩階段「閉鎖期」的限制。本研究目的，在於針對我國上市（櫃）公司「上市（櫃）期間」至「閉鎖期結束」整段期間之盈餘管理作整體性的探討。研究結果發現：1.公司傾向於 IPO 當季開始利用裁決性應計項目進行盈餘管理，一直持續至第一階段閉鎖期結束的下一季，且第二階段閉鎖期結束當季也有明顯進行盈餘管理的現象；2.IPO 和第一階段閉鎖期盈餘管理程度呈負相關；3.公司於 IPO 和閉鎖期所使用的盈餘管理工具存在差異性：第一階段閉鎖期為半年之樣本公司傾向於 IPO 期間運用裁決性預付款及裁決性應付帳款來操縱盈餘，而裁決性應收帳款、裁決性存貨及裁決性預收款則於閉鎖期期間使用。而第一階段閉鎖期為一年之樣本公司傾向於 IPO 及閉鎖期期間運用裁決性應收帳款來操縱盈餘，而裁決性預付款則於第二階段閉鎖期期間使用。

關鍵字：首次上市櫃、閉鎖期、盈餘管理、內部人

The Relation of Earning Management behavior between Initial Public Offering and Lock-up Periods

Abstract： A large proportion of insiders' stocks is constrained to a two-stage lock-up stipulation when carrying out an initial public offering (IPO) in Taiwan. The purpose of this study is to investigate the pattern of earning management (EM) during the period around IPO and lock-up. The study result indicates: first, significant positive discretionary accruals begin from the IPO quarter to the quarter right after first-stage unlocked. Furthermore, the discretionary accruals on the quarter of second-stage unlocked are also significantly positive. Second, the magnitude of EM in first-stage unlocked is negatively related to that around IPO. Third, there is a major difference in the implement of EM instruments between IPO and lock-up period.

Key words: Initial public offering, Lock-up, Earning management, Insider.

一、研究動機

公司於首次上市(櫃)(Initial Public Offering, IPO)時,內部人持股會受到兩階段「閉鎖期(lock-up)」之限制。民國86年11月證期會針對上櫃股票訂定兩個階段的閉鎖時間,分別定為六個月及兩年。民國87年3月,亦將所有上市公司納入規範。民國90年3月,證期會認為第一階段六個月不夠長,將所有IPO公司之第一階段時間由六個月提高至一年。由於閉鎖期的規定,使公司內部人大部分股票的流動性受到限制,因此在此期間內出售股票的需求將累積至閉鎖期結束後集中反應。Field and Hanka (2001)發現閉鎖期間結束後,平均而言成交量增加約40%。Bradley, Jordan, Roten, and Yi (2001)、Brav and Gompers (2003)、徐燕山(2002)等研究亦觀察到類似情況,顯閉鎖期屆滿後內部人的確明顯增加賣出的動作。

國內外許多實證指出,公司在IPO當期和前一期的裁決性應計項目有顯著增加的現象。即使裁決性應計項目具有迴轉的特性,但黃惠君(1995)及Teoh, Wong, and Rao(1998)等研究卻發現,公司IPO當年和下一年仍有顯著較高的裁決性應計項目。本研究認為,閉鎖期的相關規定可能是造成此現象的關鍵因素。

公司使用裁決性應計項目進行盈餘管理之後,其迴轉所需的時間長短並無定論,因此很難藉由觀察「閉鎖期結束前後盈餘管理程度的變化」,便直接作「IPO之後盈餘管理行為與閉鎖期有直接關聯」的有效推論。台灣的樣本特性則提供一個有效驗證此議題的絕佳機會。本研究將觀察事件區分為90年3月前後兩個樣本,觀察IPO之後對應於各階段閉鎖期之盈餘管理行為的變化。

於IPO時高度利用裁決性應計項目進行盈餘管理的公司,應較無能力在閉鎖期再進行類似的盈餘操作,因此IPO和閉鎖期盈餘管理程度可能呈現負相關。本研究亦將針對常用的裁決性應計項目(詳述於文獻及研究方法),比較兩期間盈餘管理工具使用的差異性。

二、研究假說、實證模型及變數定義

假說1：公司在閉鎖期期間會進行盈餘管理。

本研究盈餘管理程度的衡量採用Modified Jones Model,參考Kasznik(1999)橫斷面模式,利用簡單t檢定來驗證各季盈餘管理程度的平均值是否顯著異於零。

假說2-1：閉鎖期盈餘管理程度與閉鎖期結束內部人可領回股票張數呈正相關。

假說 2-2：閉鎖期盈餘管理程度與閉鎖期結束後內部人實際轉讓比例呈正相關。

假說 2-3：閉鎖期盈餘管理程度與 IPO 期間盈餘管理程度呈負相關。

根據上述研究假說，建立以下實證模型：

$$ULIEM_i = \theta_0 + \theta_1 * ULICS_i + \theta_2 * ULCCS_i + \theta_3 * IPOEM_i + \theta_4 * IPOSIZE_i + \theta_5 * IPOAGE_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$ULIEM_i = \gamma_0 + \gamma_1 * ULIICS_i + \gamma_2 * ULIICCS_i + \gamma_3 * IPOEM_i + \gamma_4 * IPOSIZE_i + \gamma_5 * IPOAGE_i + \gamma_6 * ULIEM_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

被解釋變數為(3)式求得之 IPO 公司閉鎖期盈餘管理程度，以季為單位。台灣將閉鎖期訂為兩個階段，因此被解釋變數也分為兩種。第一階段盈餘管理程度 (ULIEM, model (4)) 以第一階段閉鎖期結束日之前一季和當季為計算基礎。同樣的，分別針對第一階段閉鎖期為半年或一年兩個樣本進行模型估計。第二階段盈餘管理程度 (ULIEM, model (5)) 以第二階段閉鎖期結束日之前一季和當季。

假說 2-1 及 2-2 之解釋變數為閉鎖期結束後內部人可領回之股票張數 (ULCS) 及轉讓比例 (ULCCS)。可領回張數為閉鎖期結束當季；轉讓比例為閉鎖期結束當季及下一季內部人轉讓張數除以閉鎖期結束時董監事可領回之張數。預期與被解釋變數呈正相關。假說 2-3 之解釋變數為 IPO 當季及前一季之盈餘管理程度 (IPOEM)。預期與被解釋變數呈負相關。

模型中另加入兩個控制變數，包括 IPO 當季之規模以及 IPO 成立。在(5)式中增加第一階段盈餘管理程度 (ULIEM)，預期與被解釋變數呈負相關。

假說 3：IPO 公司會在 IPO 及閉鎖期期間利用不同的盈餘管理工具使盈餘平穩化。

本研究針對裁決性應計項目中，較常被使用的工具進行分析：裁決性應收帳款、裁決性存貨、裁決性預付款、裁決性應付帳款、裁決性預收款。以裁決性應收帳款 (NDAR) 為例，同樣採 Modified Jones Model (1995) 估計。

研究期間及資料來源

為了有效擷取 IPO 之後兩年的閉鎖期資料，有效樣本必須為民國 87 年至 90 年間完成 IPO 的公司，因此所需的財務資料期間為民國 85 年至民國 92 年。

各公司 IPO 日期及設立日期取自『JET Company DB—上市(櫃)基本資料』資料庫；繼續營業部門淨利、營業活動現金流量、銷貨額及總資產取自『JET Company DB—上市(櫃)財務(單季)--一般產業』資料庫。根據台灣規定，內部人必須於每月 5 日之前將上個月相關的取得、轉讓資訊呈報證期會。本研究內部人取得、轉

讓資料取 JET 的「董監事持股狀況資料庫」，以及「證券暨期貨管理月刊」。

三、結論

經實證分析，獲得以下結論：

- (一) 公司傾向於 IPO 當季開始利用裁決性應計項目進行盈餘管理，一直持續至第一階段閉鎖期結束，且第二階段閉鎖期結束當季也有明顯進行盈餘管理的現象，顯示 IPO 公司盈餘管理行為確實會受到閉鎖期之影響。
- (二) 而在盈餘管理程度與內部人持股關聯性部分，兩群樣本均無明顯相關性；但在第一階段閉鎖期為半年之樣本中，第一階段閉鎖期盈餘管理程度與 IPO 盈餘管理程度呈顯著負相關。這可能是因為第二階段閉鎖期距離 IPO 及第一階段閉鎖期的時間較長（第一階段閉鎖期為半年之樣本分別為兩年及一年半；第一階段閉鎖期為一年之樣本各為一年），因此盈餘管理的限制程度降低所致。
- (三) 最後在裁決性盈餘管理工具方面，第一階段閉鎖期為半年之樣本公司向於 IPO 期間運用裁決性預付款及裁決性應付帳款來操縱盈餘，而裁決性應收帳款、裁決性存貨及裁決性預收款則於閉鎖期期間使用。而第一階段閉鎖期為一年之樣本公司傾向於 IPO 及閉鎖期期間運用裁決性應收帳款來操縱盈餘，而裁決性預付款則於第二階段閉鎖期期間使用。因此兩群樣本在不同期間所利用的盈餘管理工具，確實存在著差異。

本研究首度結合 IPO 與閉鎖期兩公司理財的重要議題，針對期間內盈餘管理程度變化、盈餘管理工具以及內部人持股轉讓進行中長期觀察，相信有助於投入了解公司於 IPO 之後至閉鎖期結束期間盈餘管理的狀況。

參考文獻

1. 吳明儀，1996，「管理當局股權結構與盈餘管理相關性之研究」，國立中興大學會計學系碩士論文。
2. 徐燕山，2002，「強制集保對股價的影響 - 以台灣為例」，國科會專題研究計劃成果報告。
3. 連靜仙，1993，「新上市公司盈餘管理之研究」，國立政治大學會計研究所碩士

論文。

4. 黃惠君, 1995, 「公司上市前後盈餘操縱與上市後盈餘績效及盈餘操縱動機之關聯性研究」, 國立台灣大學會計研究所碩士論文。
5. Aharney, J., C.J. Lin, and M.P. Loed, 1993, Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management, Contemporary Accounting Research, Vol. 10, pp. 61-81.
6. Bartov, E., 1992, Timing of Asset Sales and Earnings Manipulations, The Accounting Review, pp. 840-855.
7. Bradley, D., B. Jordan, I. Roten, and H. Yi, 2001, Venture capital and IPO lock-up expiration: an empirical analysis, Journal of Financial Research 24, 465-492.
8. Brav, A., and P. A. Gompers, 2003, The role of lock-ups in initial public offerings, Review of Financial Studies 16, 1-29.
9. DeAngelo, L.E., 1986, Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders, The Accounting Review, Vol.61, pp. 400-420.
10. Dechow, P.M., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney, 1995, Detecting Earnings Management, The Accounting Review, Vol. 70, pp. 193-225.
11. Field, L. C., and G. Hanka, 2001, The expiration of IPO share lockups, Journal of Finance 56, 471-500.
12. Friedlan J.M., 1994, Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings, Contemporary Accounting Research, Vol. 11, pp. 1-31.
13. Healy, P.M., 1985, The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision, Journal of Accounting and Economics, Vol. 7, pp. 85-107.
14. Hepworth, S.R., 1953, Smoothing Periodic Income, The Accounting Review, Vol. 28, pp. 32-39.
15. Jones, J., 1991, Earnings Management During Import Relief Investigations, Journal of Accounting Research, Vol. 29, pp. 193-228.
16. Kasznik, R., and M.F. McNichols, 2002, Does Meeting Earning Expectation Matter? Evidence form Analyst Forecast Revisions and Share Prices, Journal of Accounting Research, Vol. 40 (3): 727-759.
17. McNichols, M., and P. Wilson, 1988, Evidence of Earnings Management From the Provision for Bad Debts, Journal of Accounting Research, pp. 1-31.
18. Phillips, J., M. Pincus, and S.O. Rego, 2003, Earnings Management : New Evidence

Based on Deferred Tax Expense, The Accounting Review, Vol. 78, pp. 491-521.

19. Teoh, S.H., T.J. Wong, and G.R. Rao, 1998, Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings? Review of Accounting Studies, pp. 175-208.