《育達科大學報》
第5期，民國100年6月
Yu Du Academic Journal
Vol.5, June 2011

台灣上市公司盈餘持續為負之研究

謝美緞*

慈濟技術學院會計資訊系助理教授*

摘要

本文基於 Hayn（1995）在檢視盈餘與股票報酬時加入負盈餘公司樣本後，使得盈餘與股票報酬關係薄弱，引起對公司產生負盈餘是暫時現象或持續發生之興趣。台灣近年來公司發生負盈餘相當普遍，故就暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司探討其資訊內涵，並區分不同負盈餘持續程度下之分布情形。結果顯示暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司具有不同的資訊內涵，暫時性負盈餘公司較持續性負盈餘公司具資訊內涵，而負盈餘公司之資訊內涵會隨持續負盈餘的年度延長而增強。

關鍵字：持續性、負盈餘、資訊內涵

《育達科大學報》
第5期，民國100年6月
Yu Du Academic Journal
Vol.5, June 2011

Study on the Persistence of Negative Earnings in the Listed Companies

Mei-Tuan Hsieh*

Assistant Professor
Department of Accounting Information
Tzu Chi College of Technology

Abstract

Hayn（1995）found that the inclusion of firms with negative earnings in the samples had led to underestimate the correlation between earnings and security returns. There are more and more firms negative earnings recent years in Taiwan, it is warranted to investigate the information content of negative earnings, especially transitory negative earnings or persistent negative earnings. The study provides supportive evidence for the information content of transitory negative earnings differs from that of persistent negative earnings. In addition, the information content of transitory negative earnings is more than that of persistent negative earnings. The information content of negative earnings would be stronger along with the year to year.

Key Words: Persistence, Negative earnings, Information Content

壹、緒論

盈餘資訊代表一家企業於特定期間內的營運成果，被視爲衡量管理者經營的良窳，亦被做爲預測企業未來的所得與現金流量，可協助使用者評估企業的價值。Ball and Brown（1968）證實盈餘與股票報酬間具正相關，且根據 Hayn（1995）研究損失公司的資訊內涵發現公司報導的盈餘在某一水準之上時，盈餘與公司價值間會存在高度相關；當公司報導的盈餘在某一水準之下時，盈餘與公司價值間關係趨於零。過去文獻大多強調負盈餘公司較無資訊內涵，且 Hayn（1995）在檢視盈餘與股票報酬時，樣本中加入負盈餘公司樣本，會使得盈餘與股票報酬間的關係變得薄弱，這是因爲投資人將負盈餘視爲是暫時性的現象，投資人若不願意承受企業有負盈餘的情況時，則可以隨時將公司清算。但由於負盈餘公司不一定會執行清算選擇權，導致負盈餘可能是一種暫時性現象，也有可能會持續發生。Chambers（1996）指出投資人在公司獲利情況欠佳時，可能會放棄該公司以獲取其清算價值，因此負盈餘公司在處於虧損狀態時是不具有持續性的。

過去文獻指出負盈餘公司較正盈餘公司無資訊內涵，若以企業發生負盈餘的機率來看，Hayn（1995）的實證研究指出平均約有 19.6%的公司發生負盈餘，黃正誠（1999）指出 1998 年前 3 季有 22.56%的負盈餘發生比率，因而對負盈餘公司的研究有其必要性。Chambers（1996）研究負盈餘的資訊內涵，以及資訊內涵與負盈餘持續性間的關聯性，雖然以往文獻多是探討正盈餘與負盈餘間資訊內涵具有顯著差異(金成隆、鄭丁旺,1999)，而且負盈餘的資訊內涵較正盈餘少，Chambers 認爲該差異很可能是因爲正盈餘與負盈餘二者的預期持續性有所差異所致，因而從單年負盈餘期間而來的初次負盈餘較多年持續性負盈餘而來的初次負盈餘有更少的資訊內涵，而且初次負盈餘會較後續負盈餘明顯有更多的資訊內涵，對於具有不同程度的初次持續性負盈餘公司間也會有顯著的資訊內涵差異。Collins, Pincus and Xie（1999）研究權益帳面價值亦是預期未來公司有正盈餘的攸關資訊，或是預期未來公司持續有負盈餘的放棄價值。

本文在探討暫時性負盈餘公司的資訊內涵是否異於持續性負盈餘公司的資訊內涵，以及暫時性負盈餘公司是否較持續性負盈餘公司具資訊內涵，再利用各種不同負盈餘持續性之盈餘反應係數是否具顯著差異，以證實各種不同負盈餘持續程度之負盈餘具有不同程度之資訊內涵。

貳、文獻探討與假說發展

財務報表中的損益表所報導的盈餘數字是代表一家公司所經營的成果，盈餘的數字若爲正，表示該公司在衡量期間內是獲利的；反之盈餘的數字若爲負，則表示該公司在衡量期間內是沒有獲利的。故盈餘的數字爲正或負對投資人而言是有用的，乃因其能夠幫助投資人對公司的營運表現做預測（Barnhart,2009），進而決定買進或出售持有的股票。Hayn（1995）提到投資人可以決定是否執行清算選擇權，Subramanyan and Wild（1996）則提出公司清算的可能性愈高則該公司的資訊內涵愈低，Collins, Maydew and Weiss（1997）延續Hayn（1995）的研究，將樣本分成正盈餘與負盈餘二組，發現負盈餘公司的盈餘資訊之增額解釋能力遠低於帳面價值之解釋能力，且在解釋負盈餘與股價關係時，財務報表中的資產負債表之權益帳面價值較盈餘更具有解釋跟股價關聯的能力(彭火樹,2005)。

公司股東擁有放棄選擇權（abandonment option）或清算選擇權（liquidation option），在以預期未來的盈餘估計公司價值且公司價值低於所要放棄選擇權的執行價值時，該盈餘資訊對於投資人而言已經不再是攸關的資訊，導致當公司有負盈餘存在時盈餘與報酬的關聯性程度就會降低，而影響負盈餘公司的盈餘反應係數不顯著的因素，除放棄選擇權的價值外，負盈餘表示極端值與高度風險等因素，故亦可能干擾負盈餘公司的盈餘反應係數，不過 Hayn（1995）認爲後者因素不足以解釋該現象，甚至也發現只要正盈餘低至足以引起執行放棄選擇權時，盈餘與報酬的關係變得極爲薄弱。

Hayn（1995）利用股東擁有放棄選擇權，說明爲何負盈餘並非公司評價的攸關資訊，正盈餘公司的盈餘資訊內涵會高於負盈餘公司的盈餘資訊內涵，主要是因爲股東擁有放棄選擇權的關係所致。Burgstahler and Dichev（1997）、Collins et al.（1999）發現若將正負盈餘公司混合做研究時，會降低盈餘對股價的解釋力。因此，Burgstahler and Dichev（1997）、Collins et al.（1999）與 Hayn（1995）對公司清算價值提出當投資人判斷公司未來發展時有二種方式，一爲當公司有獲利時投資人會以較公司清算價值還高的價值做爲公司的經營價值，另一爲當公司無獲利(即虧損狀態)時投資人會以公司的清算價值做爲公司的經營價值，所以只要公司的股價高於清算價值則股東就不會清算公司資產。當公司由負盈餘轉爲正盈餘時表示公司價值高於清算價值，故盈餘對股價有影響，因此盈餘資訊能提高公司的解釋力，亦即代表具有資訊內涵，此時的公司價值不應只是反映帳面價值或清算價值，而是能反映出與盈餘的關聯性。

Joos and Plesko（2003）[1]提到投資人面對損失時會預期公司是否迴轉爲正盈餘而評估公司的當年盈餘。當公司迴轉機率大時，投資人執行清算選擇權的機率較小，然過去文獻卻在迴轉機率較小的樣本中發現該樣本的盈餘反應係數爲負，且

[1] Joos and Plesko（2003）發現損失迴轉公司多數上年度來自營運現金流量大於零。

其持續性損失多數與研發費用的大量投入有關，因而進一步將盈餘由應計項目與現金流量再區分爲特別項目與研發費用，以探討投資人是否給予研發費用負向評價，亦即研發費用的投入是投資人執行清算選擇權的指標。Joos and Plesko（2003）發現當損失隱含清算選擇權極有可能發生時則盈餘反應係數不顯著，當清算選擇權執行機率較低時則盈餘反應係數會顯著大於零。因而發展出一套預測迴轉機率的模式，並將樣本分爲持續損失（persistent loss group）與可轉換損失（transitory loss group）[2]，誠如所預期市場報酬反映出持續性損失樣本的資訊。接著 Joos and Plesko（2005）依 Hayn（1995）結果分析損失公司盈餘的組成項目，發現投資人認爲可轉換盈餘公司的損失爲暫時現象，是非攸關的資訊，因而發展出損失迴轉預測模型，認爲投資人對正負盈餘，甚至對持續性的負盈餘與轉換的負盈餘之應計項目的評價均不同(林嬌能,2000)，進而將負盈餘公司區分爲持續性損失、可轉換損失二類的損失樣本，探討其對應計項目的評價；其結果與 Hayn（1995）研究一致，正盈餘公司的盈餘持續性大於負盈餘公司，盈餘持續性與盈餘反應係數的差異顯示其對應計項目的評價也有不同，此外正盈餘公司的應計項目持續性大於負盈餘公司。因此，本文提出假說：

假說一：暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司具有不同的資訊內涵。

假說二：暫時性負盈餘公司較持續性負盈餘公司具資訊內涵。

假說三：負盈餘公司之資訊內涵，隨持續負盈餘的年度延長而增強。

参、研究方法

一、資料來源

研究期間從 1992 年至 2007 年共 16 年，會計年度須爲 1 月 1 日至同年 12 月 31 日。樣本爲台灣證券交易所的一般產業股票上市公司，須具備完整上年度的股價、當年度每股盈餘、股價報酬等資料，並排除金融、保險、證券業。爲消除公司規模差異，故先平減（除以期初股價 P_{t-1}）。由於探討的對象爲暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司的樣本公司，故所選取的負盈餘公司樣本須爲具有完整的上年度每股盈餘資料與下年度每股盈餘資料，以辨別出負盈餘是否具有暫時性或持續性。每股盈餘與盈餘資料係取自台灣經濟新報社「TEJ Finance 資料庫」中的「上市公司財務資料（累一般）」資料庫中；股價、股票報酬與市場報酬的資料選取自「TEJ Equity 資料庫」中的「調整後股價」資料庫。因此，本文樣本以 1992 年至 2007 年台灣上市公司爲主，剔除金融、保險、證券業外，尚剔除資料不足之樣本，共有 167 公司符合條件，全部樣本數爲 2,672 筆資料。

[2] Joos and Plesko（2005）指出，持續性負盈餘公司是當公司發生損失後下年度回復爲正盈餘的機率低者，轉換性負盈餘公司是當公司發生損失後下年度回復爲正盈餘的機率高者。游淑婷（2006）依循 Nicholas（2005）現金流量二分法，指出持續性負盈餘公司是當期繼續營業部門損益小於零且來自營運現金流量小於零者，轉換性負盈餘公司是當期繼續營業部門損益大於或等於零且來自營運現金流量大於或等於零者。而本文係以負盈餘公司是具有完整上年度每股盈餘與下年度每股盈餘來判斷負盈餘是否爲持續性或暫時性。

二、變數衡量

驗證暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司是否具有資訊內涵方面，主要參考實證模式為 Hayn（1995）檢驗盈餘資訊內涵所採行的模式為 $R_t = a + \beta (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t$，其中 R_t＝公司在會計年度 t 年度 1 月至 t 年 12 月的 12 個月之累積報酬，X_t＝公司在 t 年度的（非常項目前）每股盈餘，P_{t-1}＝公司在 t-1 年最後交易日的股價，ε_t＝誤差項。

由於 Beaver, Lambert and Morse（1980）與 Beaver, Lambert and Ryan（1987）研究發現累積異常報酬與原始報酬之實證結果差不多，故本文以原始報酬與每股盈餘做測試的變數。依據 Hayn（1995）、Lipe, Bryant and Widener（1998）對於以盈餘變動做為正負盈餘公司的定義，只要當年或前一年的每股盈餘為負值時就屬於負盈餘公司，故本文尚以每股盈餘變動數為負值時即屬於負盈餘公司，而每股盈餘變數是以非常項目前的每股盈餘為基準。

驗證暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司是否會進行盈餘操縱方面的比較，則修正 Hayn（1995）的模型而加入虛擬變數，$R_t = a + \beta_0 (X_t / P_{t-1}) + \beta_1 D_1 (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t$，其中 D_1＝虛擬變數（Dummy Variable），樣本公司為暫時性負盈餘時 D_1 等於 1，樣本公司為持續性負盈餘時 D_1 等於 0。

因變數係 Beaver et al.（1980）與 Beaver et al.（1987）研究發現累積異常報酬與原始報酬之實證結果差異不大，故本文係以原始報酬做為股票報酬的變數。$R_t = \{ [P_t (1 + \alpha + \beta) + D] / (P_{t-1} + \alpha \times C) \} - 1$，其中原始報酬 R_t＝公司在會計年度 t 年的年度報酬，P_t＝第 t 期收盤價，α＝當期除權的認購率，β＝當期除權的無償配股率，C ＝當期除權的認購價格，D＝當期發放的現金股利。

自變數係 Easton and Harris（1991）證實盈餘水準與盈餘變動二種形式，對於評估股票的價值均是重要的變數，即均為股票報酬的解釋變數，故本文以盈餘水準與盈餘變動檢驗其關聯性。其中，X_t＝公司在 t 年度的（非常項目前）每股盈餘，ΔX_t＝公司在 t 年度的（非常項目前）每股盈餘變動，即 $X_t - X_{t-1}$。此外，為消除樣本公司間的規模差異，使各樣本公司有一致的比較基礎，本文以公司的期初股價為平減數，使其成為 X_t / P_{t-1} 與 $\Delta X_t / P_{t-1}$。

三、模型建立

為檢定暫時性負盈餘公司較持續性負盈餘公司具資訊內涵，則建立下列模型來檢定假說一：

$$R_t = a + \beta (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$R_t = a + \beta (\Delta X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$R_t = a + \beta_0 (X_t / P_{t-1}) + \beta_1 D_1 (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$R_t = a + \beta_0 (\Delta X_t / P_{t-1}) + \beta_1 D_1 (\Delta X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中，D_1＝虛擬變數，此處討論的暫時性負盈餘 $D_1 = 1$，持續性負盈餘 $D_1 = 0$。

負盈餘持續性(persistence)與股票報酬的關聯係以 Hayn(1995)檢驗盈餘資訊內涵所用的模型爲主，爲進一步檢驗負盈餘持續性的影響，將負盈餘公司區分爲各種不同負盈餘持續程度的負盈餘且以虛擬變數表示各種不同負盈餘持續程度下的負盈餘公司。又由於 Hayn（1995）、Lipe et al.（1998）對於以盈餘變動做爲正負盈餘公司的定義，只要當年或前一年的每股盈餘爲負值時就屬於負盈餘公司；不過，該種方式劃分的負盈餘公司並不存在不具持續性的單期負盈餘公司，因而有關本文中負盈餘持續性與股票報酬的關係，則以盈餘水準爲自變數加以檢驗，其模型如下：

$$R_t = a + \beta_0 D_0 (X_t / P_{t-1}) + \beta_1 D_1 (X_t / P_{t-1}) + \beta_2 D_2 (X_t / P_{t-1}) + \beta_3 D_3 (X_t / P_{t-1}) + \beta_4 D_4 (X_t / P_{t-1}) + \beta_5 D_5 (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (5)$$

其中，D_0＝虛擬變數，樣本公司爲不具持續性之單期負盈餘時 D_0 等於 1，其餘爲 0。D_1＝虛擬變數，樣本公司具持續多期負盈餘且初次爲負盈餘時 D_1 等於 1，其餘爲 0。D_2＝虛擬變數，樣本公司具持續多期負盈餘且持續第二年爲負盈餘時 D_2 等於 1，其餘爲 0。D_3＝虛擬變數，樣本公司具持續多期負盈餘且持續第三年爲負盈餘時 D_3 等於 1，其餘爲 0。D_4＝虛擬變數，樣本公司具持續多期負盈餘且持續第四年爲負盈餘時 D_4 等於 1，其餘爲 0。D_5＝虛擬變數，樣本公司具持續多期負盈餘且持續第五年或五年以上爲負盈餘時 D_5 等於 1，其餘爲 0。

虛擬變數係指不存在於原始資料的變數，須經由人工加以定義，虛擬變數可用來替代爲分類性變數，數值只有 0 或 1 兩種形式。當 D＝0 時表示樣本不屬於某組；當 D＝1 時表示樣本屬於某組，若分類性變數共分爲 K 組，則需創造（K-1）個虛擬變數（周文賢,2002）。本文採用虛擬變數來區分負盈餘、負盈餘持續性、負盈餘持續年度不同的公司，檢定不同負盈餘持續性之資訊內涵。

四、統計方法

研究中的盈餘及其組成成份均採未預期金額形式，以隨機漫步[3]模式（random walk）做爲衡量未預期盈餘變數（含盈餘組成成份）的基礎。假設所有公司都是同質性，不過實際上每家公司間的規模有所不同，故必須轉換成相同尺度始能比較，爲消除異質變異數與因公司規模差異所造成的影響，使樣本公司處於同一比較基礎，因而將與盈餘相關的各自變數均用期初每股普通股市價加以平減。

[3] 所謂隨機漫步指前期的盈餘爲當期盈餘的最佳預測值，因而未預期盈餘即是將各變數當期的盈餘金額均減去前期盈餘金額，以做爲差分，形成未預期金額。

肆、實證結果與分析

一、基本敘述統計量

從表 1 彙總各項變數資料的敘述統計量，可以看出集中趨勢的平均數與中位數，衡量變數離散程度的標準差，以及能夠分辨分配形狀的偏態指標。

表 1 各變數之敘述統計量（樣本數 N＝2672）

變數	平均數	標準差	最大值	最小值	中位數	偏態係數
R_t	12.61	53.31	639.13	-91.77	3.04	2.25
X_t	0.87	1.84	12.35	-10.17	0.70	0.77
X_{t-1}	0.85	1.79	11.59	-10.17	0.70	0.58
ΔX_t	0.02	1.51	11.55	-13.31	0.02	-0.90
P_{t-1}	23.78	63.38	108.44	0.72	63.38	14.88
X_t / P_{t-1}	0.07	0.24	3.38	-2.09	0.24	3.38
$\Delta X_t / P_{t-1}$	0.03	0.24	5.49	-1.76	0.24	9.89

二、各年度負盈餘之發生頻率

表 2 是有關各年度負盈餘發生的頻率與分布情況，由表中可發現無論是從盈餘水準或盈餘變動來看，暫時性負盈餘公司所發生的頻率普遍高於持續性負盈餘公司發生的頻率。就盈餘水準而言，暫時性負盈餘公司發生的頻率均強烈高於持續性負盈餘公司發生的頻率；就盈餘變動而言，暫時性負盈餘公司發生的頻率僅 1993 年（49.10%）、1995（37.72%）年、1996 年（41.92%）、1998 年（24.55%）、2000 年（35.93%）、2001 年（39.52%）與 2005 年（45.51%）低於持續性負盈餘公司發生的頻率。

表 2 各年度負盈餘之發生頻率

年度	盈餘水準（X_t）		盈餘變動（ΔX_t）	
	暫時性負盈餘公司	持續性負盈餘公司	暫時性負盈餘公司	持續性負盈餘公司
1993	137 （82.03%）	30 （17.97%）	82 （49.10%）	85 （50.9%）
1994	157 （94.01%）	10 （5.99%）	105 （62.87%）	62 （37.13%）
1995	144 （86.22%）	23 （13.78%）	63 （37.72%）	104 （62.28%）
1996	146 （87.42%）	21 （12.58%）	70 （41.92%）	97 （58.08%）

1997	152 （91.02%）	15 （8.98%）	108 （64.67%）	59 （35.33%）
1998	116 （69.46%）	51 （30.54%）	41 （24.55%）	126 （75.45%）
1999	116 （69.46%）	51 （30.54%）	86 （51.50%）	81 （48.50%）
2000	110 （65.87%）	57 （34.13%）	60 （35.93%）	107 （64.07%）
2001	87 （52.10%）	80 （47.90%）	66 （39.52%）	101 （60.48%）
2002	113 （67.66%）	54 （32.34%）	112 （67.07%）	55 （32.93%）
2003	130 （77.84%）	37 （22.16%）	113 （67.66%）	54 （32.34%）
2004	123 （73.65%）	44 （26.35%）	94 （56.29%）	73 （43.71%）
2005	119 （71.26%）	48 （28.74%）	76 （45.51%）	91 （54.49%）
2006	132 （79.04%）	35 （20.96%）	115 （68.86%）	52 （31.14%）
2007	146 （87.42%）	21 （12.58%）	103 （61.68%）	64 （38.32%）
總計	1928 （76.97%）	577 （23.03%）	1294 （51.66%）	1211 （48.34%）

註：括弧內係暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司各占全部樣本公司之比率

三、不同負盈餘持續性程度之分布與發生頻率

表 3 列示依盈餘水準與盈餘變動形成不同負盈餘持續性程度的分布與發生頻率。不具持續性的單期負盈餘公司平均而言，在盈餘水準上占 76.97%，在盈餘變動上占 51.66%，故普遍高於負盈餘持續一年以上的頻率。

表 3 不同負盈餘持續性程度之分布與發生頻率

年度	年度	單期負盈餘公司	初次爲負盈餘公司	持續第二年爲負盈餘公司	持續第三年爲負盈餘公司	持續第四年爲負盈餘公司	持續第五年或五年以上爲負

							盈餘公司
盈餘水準 X_t	1993	137（82.03%）	12（7.19%）	10（5.99%）	6（3.59%）	1（0.60%）	1（0.60%）
	1994	157（94.01%）	3（1.80%）	3（1.80%）	2（1.19%）	1（0.60%）	1（0.60%）
	1995	144（86.22%）	10（5.99%）	7（4.19%）	4（2.40%）	1（0.60%）	1（0.60%）
	1996	146（87.42%）	8（4.79%）	5（3.00%）	3（1.80%）	3（1.80%）	2（1.19%）
	1997	152（91.02%）	7（4.20%）	3（1.80%）	2（1.19%）	2（1.19%）	1（0.60%）
	1998	116（69.46%）	23（13.76%）	12（7.19%）	8（4.79%）	4（2.40%）	4（2.40%）
	1999	116（69.46%）	25（14.96%）	11（6.59%）	7（4.19%）	5（3.00%）	3（1.80%）
	2000	110（65.87%）	28（16.76%）	11（6.59%）	10（5.99%）	7（4.19%）	1（0.60%）
	2001	87（52.10%）	33（19.77%）	23（13.76%）	11（6.59%）	7（4.19%）	6（3.59%）
	2002	113（67.66%）	24（14.37%）	14（8.38%）	7（4.19%）	5（3.00%）	4（2.40%）
	2003	130（77.84%）	17（10.19%）	8（4.79%）	7（4.19%）	3（1.80%）	2（1.19%）
	2004	123（73.65	22（13.17	11（6.59	6（3.59	4（2.40	1（0.60

	%）	%）	%）	%）	%）	%）
	119	23	12	7	5	1
2005	（71.26	（13.76	（7.19	（4.19	（3.00	（0.60
	%）	%）	%）	%）	%）	%）
	132	19	9	5	1	1
2006	（79.04	（11.36	（5.40	（3.00	（0.60	（0.60
	%）	%）	%）	%）	%）	%）
	146	9	5	2	3	2
2007	（87.42	（5.40	（3.00	（1.19	（1.80	（1.19
	%）	%）	%）	%）	%）	%）

註：括弧內係不同程度持續性負盈餘公司占全部樣本公司之比率

四、相關性分析

在相關係數矩陣中，右上角為 Pearson 相關係數，左下角為 Spearman 相關係數；*表顯著水準為 5%，**表顯著水準為 1%，***表顯著水準為 0.1%。可見變數間的相關係數為正且達顯著水準，而且 Pearson 相關係數與 Spearman 相關係數一致。由表 4 看出變數 R_t 與 X_t / P_{t-1}、D_1（X_t / P_{t-1}）間均呈現顯著正相關。

表 4 相關係數矩陣

	R_t	X_t / P_{t-1}	D_1（X_t / P_{t-1}）
R_t		0.356**	0.187**
X_t / P_{t-1}	0.356**		0.434**
D_1（X_t / P_{t-1}）	0.187**	0.434**	

從表 5 可知 R_t 與 $\Delta X_t / P_{t-1}$、D_1（$\Delta X_t / P_{t-1}$）間亦均呈現顯著正相關。

表 5 相關係數矩陣

	R_t	$\Delta X_t / P_{t-1}$	D_1（$\Delta X_t / P_{t-1}$）
R_t		0.412**	0.187**
$\Delta X_t / P_{t-1}$	0.412**		0.134**
D_1（$\Delta X_t / P_{t-1}$）	0.187**	0.134**	

從表 6 可知 R_t 與 D_1（$\Delta X_t / P_{t-1}$）、D_3（X_t / P_{t-1}）間呈正相關，R_t 與 D_0（X_t / P_{t-1}）、D_2（X_t / P_{t-1}）、D_4（X_t / P_{t-1}）、D_5（X_t / P_{t-1}）間呈負相關。

表 6 相關係數矩陣

$$R_t = a + \beta_0 D_0 (X_t / P_{t-1}) + \beta_1 D_1 (X_t / P_{t-1}) + \beta_2 D_2 (X_t / P_{t-1})$$

$$+ \beta_3 D_3 (X_t / P_{t-1}) + \beta_4 D_4 (X_t / P_{t-1}) + \beta_5 D_5 (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (5)$$

	R_t	D_0（X_t / P_{t-1}）	D_1（X_t / P_{t-1}）	D_2（X_t / P_{t-1}）	D_3（X_t / P_{t-1}）	D_4（X_t / P_{t-1}）	D_5（X_t / P_{t-1}）
R_t		-0.005	0.028	-0.003	0.001	-0.010	-0.051*
D_0（X_t / P_{t-1}）	-0.005		-0.118**	-0.127**	-0.122**	-0.113**	-0.233**
D_1（X_t / P_{t-1}）	0.028	-0.118**		-0.098**	-0.095**	-0.088**	-0.181**
D_2（X_t / P_{t-1}）	-0.003	-0.127**	-0.098**		-0.102**	-0.095**	-0.195**
D_3（X_t / P_{t-1}）	0.001	-0.122**	-0.095**	-0.102**		-0.091**	-0.188**
D_4（X_t / P_{t-1}）	-0.010	-0.113**	-0.088**	-0.095**	-0.091**		-0.174**
D_5（X_t / P_{t-1}）	-0.051*	-0.233**	-0.181**	-0.195**	-0.188**	-0.174**	

五、迴歸分析

在各迴歸式的檢定結果下，包含截距項、暫時性負盈餘公司係數（β_0）、持續性負盈餘公司係數（β_1、β_2、β_3、β_4、β_5）、判定係數 R 平方的結果。經由檢定表中的暫時性負盈餘公司係數（β_0）與持續性負盈餘公司係數（β_1、β_2、β_3、β_4、β_5），可得知暫時性負盈餘與持續性負盈餘是否具有資訊內涵，而檢定虛擬變數迴歸係數（β_0、β_1、β_2、β_3、β_4、β_5）可得知暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司是否具有不同的資訊內涵。

表 7 顯示無論是採用盈餘水準或盈餘變動數，盈餘與股票報酬呈現正相關且具顯著性，同時具有解釋能力，與 Ball and Brown（1968）研究一致。

表 7 負盈餘公司資訊內涵之迴歸分析-全部樣本公司（盈餘水準 X_t）$R_t = a + \beta (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t$（1）

年度	a	β	R 平方
1993	47.30972***	56.24441***	0.30704
1994	17.00051***	31.24938***	0.04220
1995	-29.82030***	23.16430***	0.11912

1996	20.51259***	67.76480***	0.25388
1997	4.82940	146.64320***	0.34261
1998	-26.83210***	168.45580***	0.38916
1999	-22.50020***	253.43920***	0.27262
2000	-42.43050***	97.71429***	0.21854
2001	1.62348	71.27251***	0.20189
2002	40.28472***	94.62708***	0.14642
2003	32.33614***	59.85256***	0.12295
2004	6.80107***	84.95064***	0.23683
2005	-10.05150***	74.30230***	0.12785
2006	61.13056	57.87518*	0.03401
2007	4.77738	65.47516***	0.08572

表 8 顯示無論是採用盈餘水準或盈餘變動數，盈餘與股票報酬呈現正相關且具顯著性，同時具有解釋能力，與 Ball and Brown（1968）研究一致。

表 8 負盈餘公司資訊內涵之迴歸分析-全部樣本公司（盈餘變動 ΔX_t）$R_t = a + \beta(\Delta X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t$（2）

年度	a	β	R 平方
1993	54.76608***	58.83140***	0.28860
1994	17.28469***	108.77690***	0.17317
1995	-27.05860***	32.26385**	0.04360
1996	29.14551***	76.84166***	0.13725
1997	12.77172***	279.56120***	0.31613
1998	-15.78670***	133.32900***	0.13122
1999	-13.29000***	146.31910***	0.12101
2000	-39.10540***	79.77566***	0.15714
2001	0.50404	50.29245***	0.09344
2002	30.37275***	109.88870***	0.43214
2003	32.62019***	56.57356***	0.16027
2004	10.52500***	60.99874***	0.15624
2005	-7.97229***	69.04999***	0.09863
2006	57.04913***	130.43770***	0.13528
2007	9.06230***	5.42242*	0.00173

在表 9、表 10 中，暫時性負盈餘公司的係數爲 β_0，持續性負盈餘公司的係數爲（$\beta_0 + \beta_1$），依據 Hayn（1995）發現持續性負盈餘公司相對於暫時性負盈餘公

司，其盈餘與股票報酬的關係較小。據 Hayn（1995）所述 ERC[4]（R^2）負盈餘公司＜ERC（R^2）正盈餘公司，以本文模型（3）、（4）來看則（$\beta_0+\beta_1$）應小於 β_0，如：模型（3）中的 1993、1994、1997、1999、2000、2001、2002、2003 與 2006 年，模型（4）中的 1994 與 1997 年。也就是說若（$\beta_0+\beta_1$）顯著異於零則表示台灣上市公司的持續性負盈餘具資訊內涵，且若（$\beta_0+\beta_1$）＜β_0則支持 Hayn（1995）的發現；再者若（$\beta_0+\beta_1$）≠β_0則 β_1顯著異於零，故暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司的盈餘之資訊內涵不同，支持假說一。

再者表 9 與表 10 的 R 平方較表 11 高，故迴歸式（3）與（4）有較高的解釋能力，顯示不會因為將負盈餘依不同負盈餘持續程度區分而更能反應盈餘與股票報酬的關係。從表 11 看出 β_1、β_2、β_3、β_4、β_5係數皆顯著異於零，部分也具顯著水準，即使將負盈餘公司依不同程度負盈餘持續程度區分之後，仍能顯示暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司的資訊內涵不同，因而加強假說一的看法。

表 9 負盈餘公司資訊內涵之迴歸分析-區分暫時性與持續性樣本公司（盈餘水準 X_t）$R_t=a+\beta_0(X_t/P_{t-1})+\beta_1 D_1(X_t/P_{t-1})+\varepsilon_t$（3）

年度	a	β_0	β_1	$\beta_0+\beta_1$	R 平方
1993	49.35513***	56.78725***	-2.63147	54.15578	0.307444
1994	27.41313*	32.76983**	-11.31060	21.45923	0.04599
1995	-34.81810***	20.74063***	6.12918*	26.86981	0.13850
1996	15.28862**	65.64382***	6.22108	71.8649	0.25755
1997	22.08355*	153.00380***	-19.55730	133.4465	0.35452
1998	-33.39440***	140.02180***	11.10243**	151.1242	0.41061
1999	-19.89090**	264.81750***	-4.47880	260.3387	0.27363
2000	-41.51900***	101.59740***	-1.50162***	100.0958	0.21897
2001	45.11254***	102.37450***	-8.33766	94.03684	0.17998
2002	48.20084***	103.81790***	-12.20660	91.6113	0.14999
2003	41.29452***	70.78194***	-12.38100	58.40094	0.13418
2004	3.99658	77.11165***	4.44728	81.55893	0.23925
2005	-18.45790***	50.04546**	12.73507*	62.78053	0.14222
2006	68.08762***	68.85785**	-9.59323	59.26462	0.03615
2007	-4.83693	53.88927**	11.91259	65.80186	0.09469

從判斷係數 R 平方來看，分年樣本的基礎上，以盈餘水準為解釋變數的迴歸式在表 9 與以盈餘變動為解釋變數的迴歸式在表 10 相比較，明顯有較佳的解釋能力且迴歸結果大致相同。在分年樣本的基礎上，暫時性負盈餘公司係數（β_0）皆為正數且均達 1%顯著水準，此意味暫時性負盈餘公司盈餘具資訊內涵，且與股票報酬間存在正向關係；而持續性負盈餘公司的盈餘係數（$\beta_0+\beta_1$）亦為正數且但

[4] Hayn（1995）所述之 ERC（Earnings Response Coefficient,盈餘反應係數），即為本文模型中之 Beta，亦即 β。

較不顯著。所以藉由檢定持續性負盈餘係數（$\beta_0+\beta_1$）是否等於暫時性負盈餘公司係數（β_0），即 β_1是否爲零，來檢視假說，而結果發現 β_1係數皆顯著異於零。此外，表 9 的各年度中，β_0從 1993 至 2007 年均具顯著性，而 β_1僅在 1995、1998、2000 與 2005 年具顯著性，β_0明顯較 β_1更具顯著水準；表 10 的各年度中，β_0從 1993 至 2007 年亦均具顯著性，而 β_1僅在 1995、1996、1998、1999、2000、2001、2004、2005 與 2007 年具顯著性，β_0明顯較 β_1更具顯著水準。依據迴歸結果顯示，暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司的盈餘皆具有資訊內涵，暫時性負盈餘公司的盈餘之資訊內涵高於持續性負盈餘公司的盈餘之資訊內涵，故假說二成立。

表 10 負盈餘公司資訊內涵之迴歸分析-區分暫時性與持續性樣本公司（盈餘變動 ΔX_t）$R_t=a+\beta_0(\Delta X_t/P_{t-1})+\beta_1 D_1(\Delta X_t/P_{t-1})+\varepsilon_1$（4）

年度	a	β_0	β_1	$\beta_0+\beta_1$	R 平方
1993	45.98260***	58.16073***	10.76644	68.92717	0.29578
1994	27.77781**	110.08200***	-11.21570	98.86630	0.17698
1995	-33.94330***	26.42927**	7.96261**	34.39188	0.07709
1996	17.11217**	72.93682***	13.63707*	86.57389	0.15575
1997	22.88685*	284.59390***	-11.18530	273.40860	0.32014
1998	-34.80380***	81.54675***	25.01035***	106.55710	0.27656
1999	-34.50900***	139.71960***	30.01588***	169.73548	0.19081
2000	-47.23610***	70.01066***	11.95539***	81.96605	0.20366
2001	-6.70223*	44.19121***	13.26822**	57.45943	0.12924
2002	23.39759**	108.47090***	10.56485	119.03575	0.43578
2003	32.59304***	56.56215***	0.03576	56.59791	0.16027
2004	-3.21653	50.23166***	18.98812***	69.21978	0.23232
2005	-23.35430***	56.46552***	21.57830***	78.04382	0.17572
2006	49.30001***	129.57420***	9.86561	139.43981	0.13883
2007	-12.19500	2.05215**	24.48387**	26.53602	0.05025

因 Hayn（1995）、Lipe et al.（1998）以當年或前一年的每股盈餘爲負值時即爲負盈餘公司，然該種方式劃分的負盈餘公司並不存在不具持續性的單期負盈餘公司，因而有關負盈餘持續性與股票報酬的關係，則以盈餘水準爲自變數加以檢驗，表 11 是做各不同負盈餘持續程度的迴歸檢定，藉由不同負盈餘持續程度下的係數（β_1、β_2、β_3、β_4、β_5）可得知暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司的資訊內涵。由暫時性負盈餘公司的係數（β_0）、公司持續且單期爲負盈餘的係數（β_1）、公司持續且第二年爲負盈餘的係數（β_2）、公司持續且第三年爲負盈餘的係數（β_3）、公司持續且第四年爲負盈餘的係數（β_4）、公司持續且第五年或五年以上爲負盈餘的係數（β_5），以推論各不同負盈餘持續程度的負盈餘公司之資訊內涵。模型（5）中利用 β_1、β_2、β_3、β_4、β_5五個虛擬變數來區分各盈餘持續程度的公司，β_1、β_2、β_3、β_4、β_5顯著異於零則表示各不同負盈餘持續程度下的負盈餘資訊內涵，且若 β_0同時不同於 β_1、β_2、β_3、β_4、β_5，即 β_0顯著異於 β_1、

β_2、β_3、β_4、β_5，負盈餘資訊內涵隨負盈餘持續與否而不同。結果發現 $\beta_1 < \beta_2 < \beta_3 < \beta_4 < \beta_5$，顯示負盈餘資訊內涵隨負盈餘持續的年度延長而增強，故假說三成立。

表 11 不同負盈餘持續性程度之迴歸分析 $R_t = a + \beta_0 D_0 (X_t / P_{t-1}) + \beta_1 D_1 (X_t / P_{t-1}) + \beta_2 D_2 (X_t / P_{t-1}) + \beta_3 D_3 (X_t / P_{t-1}) + \beta_4 D_4 (X_t / P_{t-1}) + \beta_5 D_5 (X_t / P_{t-1}) + \varepsilon_t$

伍、結論與建議

當公司由負盈餘轉為正盈餘時表示公司價值高於清算價值，故公司的盈餘對股價有影響，因此盈餘的資訊能提高公司的解釋力，亦即代表具有資訊內涵，此時的公司價值不應只是反映帳面價值或清算價值，而要反映出與盈餘的關聯性。可見暫時性負盈餘的公司價值高於持續性負盈餘的公司價值，產生盈餘的資訊提高公司價值的解釋力，也就是說具有資訊內涵。此與 Burgstahler and Dichev（1997）、Collins et al.（1999）、Hayn（1995）的研究結果一致。投資人往往將負盈餘視為一種暫時性的現象，當投資人若不願意承受企業有負盈餘的情況時，則可以隨時將公司清算；然而負盈餘公司不一定會執行清算選擇權，導致負盈餘可能是一種暫時性現象，也有可能會持續發生。由研究發現暫時性負盈餘公司與持續性負盈餘公司具有不同資訊內涵，暫時性負盈餘公司較持續性負盈餘公司具資訊內涵，而負盈餘公司之資訊內涵會隨公司持續負盈餘的年度延長而增強；同時，讓管理當局或投資人對於負盈餘有更深一層的認識跟解讀，以利決策參考跟投資方向的考量。

本文以損益表中的年度盈餘為主，後續研究可以期中盈餘或季盈餘進行探討；也就是本文以財務報表的年報為主，後續研究亦可由期中報表或季報表做相關討論。另外，因以台灣證券交易所上市公司為研究對象，排除金融保險證券產業，往後亦可採用上櫃或興櫃公司進行相似的研究。

參考文獻

1.金成隆和鄭丁旺(1999)，持續與非持續盈餘反應係數之研究。會計評論 31,19-42。

2.林嬌能(2000)，國內報導負盈餘上市公司之評價。正修學報,13,169-176。

3.周文賢(2002)，多變量統計分析。台北市：智勝。

4.黃正誠(1999)、負盈餘研究-以資訊觀點與衡量觀點分析。國立台灣大學碩士論文（未出版）。

5.游淑婷(2006)，應計項目平價分析-區分正負盈餘樣本。國立中山大學碩士論文（未出版）。

6.彭火樹(2005)，股價與盈餘關係之研究：盈餘與權益帳面價值定式問題之考量。會計評論,40,69-90。

7.Ball, R. and Brown, P.(1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research, 6(1), 159-178.

8.Barnhart, Scott W. Giannetti, Antoine(2009). Negative earnings, positive earnings and stock return predictability: An empirical examination of market timing. Journal of Empirical Finance, 16(1),70-86.

9.Beaver, Lambert and Morse(1980).The Information Content of Security Prices. Journal of Accounting and Economics, 2(1), 3-28.

10.Beaver, W. H., Lambert, R. A. and Ryan, S. G.(1987).The Information Content of Security Prices：A Second Look. Journal of Accounting and Economics, 9(2),139-157.

11.Burgstahler, D. and Dichev, I.(1997).Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. Journal of Accounting and Economics, 33(1), 99-126.

12.Chambers(1996).The Information Content of Negative Earnings and its Relation with Initial－Loss Persistence. Working Paper, University of Illinois－Urbana Champaign.

13.Collins D. W., Maydew, E. L. and Weiss, I. S.(1997).Changes in The Value-Relevance of Earnings and Book Values Over The Past Forty Years. Journal of Accounting and Economics,24(December), 39-67.

14.Collins, Pincus and Xie(1999).Equity Valuation and Negative Earnings：The Role of Book Value of Equity. Accounting Review, 74(1), 29-61.

15.Easton and Harris(1991).Earnings as Explanatory Variables for Returns. Journal of Accounting Research, 29(1), 19-36.

16.Hayn, C.(1995).The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics, 20(2), 125-153.

17.Joos, Peter R. and George A. Plesko(2003).Reporting Conservatism, Loss Reversals, and Earnings-Based Valuation. Working Paper, Sloan School of Management.

18.Joos, P. and G. A. Plesko(2005).Valuing Loss Firms. Accounting Review,80(3), 847-870.

19.Lipe, Bryant and Widener(1998).Do Nonlinearity, Firm-Specific Coefficients, and Losses Represent Distinct Factors in the Relation Between Stocks Returns and Accounting Earnings ? Journal of Accounting and Economics, 25(1), 195-214.

20.Nicholas, Dopuch(2005).The Pricing of Accruals for Profit and Loss Firms. Working Paper, Olin School of Business, Washington University.

21.Subramanyan and Wild(1996).Going-Concern Status, Earnings Persistence, and Information of Earnings. Contemporary Accounting Research, 13(1), 251-273.