

投資人如何評價現金增資企業的短視 管理政策

廖俊杰·陳家好*

(收稿日期：97 年 3 月 18 日；第一次修正：97 年 5 月 6 日；
接受刊登日期：97 年 8 月 13 日)

摘要

由於資訊不對稱 (information asymmetry) 的存在，經理人會運用私有資訊，透過一般公認會計原則所賦予之裁量權操弄盈餘，減少長期支出來溢列當期盈餘，Stein (1989) 稱此種管理當局利用增加短期盈餘來影響投資人決策的手段，是一種訊息干擾 (signal jamming) 的舉動，Porter (1992) 則稱之為短視管理 (myopic management)。本研究以現金增資 (seasoned equity offering, SEOs) 作為短視管理的情境，為了確認哪些廠商存在短視行為，我們同時考慮廣告及研究發展 (research and development, R&D) 支出，訂出各公司各年各項決策變數的真實值和預測值，以兩者比較用來判斷公司是否從事短視行為。研究探討了三項主題：投資人如何評價增資時期操弄盈餘的短視公司，短期的股價效應如何？長期而言，短視公司相對於標竿 (benchmark) 組合，各年是否存有正的超額報酬？實證結果為：短視策略在短期確能達成拉高股價，但是就長期而言股價終會反轉下修。本研究認為公司應重視無形資產的累積，公司經理人也不應將廣告及 R&D 支出做為盈餘操弄的工具。

關鍵詞彙：短視管理，現金增資，訊息干擾，日曆時間投資組合迴歸分析法，資訊不對稱

壹· 緒論

企業經理人在決策上經常存有「重短期、輕長期」的行為誘因，會以犧牲長期績效、換取當期經營成果，因為企業經理人面對財務收入的季節性壓力，其薪資高低與職位能否穩固，都與企業績效密切相關。Graham, Harvey & Rajgopal (2005) 針對美國企業財務長 (chief financial officer, CFO) 進行大規模訪談及問卷調查，結果顯示：80% CFO 表示當面對季盈餘目標壓力時，會採取縮減裁決性支出 (如：廣告支出、R&D 支出)，55% 表示會延緩企業創新方案的推動，犧牲公司長期價值，39% 表示會採取具誘因的行銷策略，使顧客

* 作者簡介：廖俊杰，中國文化大學國際貿易系助理教授；陳家好，淡江大學財務金融研究所博士生。

增加當季支出。上述研究指出，經理人會以操弄盈餘來達成特定的短期目標，而付出的代價是干擾正常的營運程序、傷害企業未來的現金流量。

關於企業盈餘管理的研究，不論學術及實務界均已累積相當成果，Schipper (1989) 將盈餘管理分為兩種類型，其一為人為盈餘管理，指的是利用應計基礎所提供的彈性，透過選擇會計程序，藉以影響所提報之會計盈餘；另一類型則為實質盈餘管理，涉及實質經濟活動，如：投資理財交易時點之控制、廣告支出或 R&D 支出的增減，影響財務報表的結果，Porter (1992) 將此種減少長期且無形投資計畫，以達提高短期盈餘目標之行爲，稱之為短視管理。過去的文獻，主要聚焦在裁決性應計項目 (discretionary accruals)，探討經理人如何操弄盈餘¹；至於短視管理的實證研究則相對較少²。然而 DuCharme, Malatesta & Sefcik (2004) 認爲經理人較偏好實質支出的改變，原因有二，一則是因盈餘擴張的程度受限於現行會計原則，二則是因盈餘操弄可能導致訴訟，此一研究缺口亟需彌補。

企業短視管理的研究，若依所採用之工具，包括：R&D 支出改變³ (Jacobs, 1991；Dechow & Sloan, 1991；Bushee, 1998)、廣告支出改變 (Roychowdhury, 2006)⁴、處分固定資產或投資 (Bartov, 1993；Penman & Zhang, 2002)、衍生性金融商品運用 (Barton, 2001；Pincus & Rajagopal, 2002)、影響營業現金流量之實質交易操作 (Roychowdhury, 2006)。本研究擬以同時縮減 R&D 支出及廣告支出者，作為短視管理的類型，原因是兩者均具有「目前支用、未來獲得報酬」的特性⁵。然而過去研究仍無法釐清，究竟 R&D 及廣告支出的運用，是不是一種策略性的資金移轉？例如：公司可能在追求技術突破、面臨市場新機會、產品生命週期的末端時，將廣告支出減少，移轉到 R&D 項目 (Bayus, Erickson & Jacobson, 2003)；又如當公司致力於技術的突破，或面臨市場的新機會，或其核心金牛產品走到產品生命週期的末端，都可能產生廣告減少、R&D 增加的政策組合。若單純探討其一，可能無法建構策略全貌，且 R&D 及廣告活動在公司長期策略中是緊密相連的，R&D 可透過創造新產品、改善

¹ 探討裁決性應計項目的變動是否與紅利計畫所提供的誘因一致 (Healy, 1985；DeAngelo, 1986；Holthausen, Larcker & Sloan, 1995 等)。

² 國內僅 6 篇碩士論文以短視管理爲主題，均以相鄰兩年研發改變量作爲短視管理的代理變數。

³ Jacobs (1991) 及 Dechow & Sloan (1991) 也提出經理人會在退休前的最後一年，採用減少 R&D 支出以迎合短期盈餘目標之行爲；Bushee (1998) 發現法人持股比例越高的公司，管理層更傾向以減少 R&D 支出來應付當期盈利的下降。

⁴ Roychowdhury (2006) 的研究發現，公司會在面臨零盈餘標竿時，以提供價格折扣的方式提高短期銷售額，並擴大盈餘。

⁵ 其他如：建立顧客制度 (Shugan, 2005)、產品品質創新 (Mitra & Golder, 2006) 也有類似特性。

內部營運效率、創造公司價值，而廣告活動則可透過為產品尋找新市場、建立顧客關係、提高模仿障礙，進而創造公司價值，兩項功能均不可或缺，但在企業生命週期中，有不同功能，及不同的價值含義，將兩者同時納入短視管理的範疇探討，乃本研究動機及主要特色之一。

短視管理的理論基礎主要是延伸「代理理論」及「訊號理論」，Grant, King & Polak (1996) 檢視了理論文獻並做出整理，提出兩項解釋短視管理的方式：隱藏行動模型 (hidden action models) 和隱藏訊息模型 (hidden information models)。Stein (1989) 指出，市場投資者會以企業現有的盈餘推估未來的盈餘，管理者在市場壓力下，容易發生短視的投資決策，放棄長期有利的投資專案。過去相關研究多未以特定情境探討短視管理，主要以各公司在相鄰年度是否增減 R&D 支出、行銷支出或廣告支出，用以歸類企業之短視與否⁶，卻忽略企業各項財務決策不同的特性。

為了清楚勾勒出資本市場面對短視管理的長短期反應，本研究擬聚焦在企業的 SEOs 政策。以國內資本市場而言，邱正仁、周庭楷與翁嘉伶 (2004) 發現台灣公司上市後再次回到資本市場籌資的機率頻繁⁷，究其原因，國內企業初次上市為例，大多是老股承銷，投資人資金多由大股東收取，企業會在上市後儘快辦理 SEOs，以支應資金需求；再者，在所得稅的考量下，公司可利用 SEOs 產生的溢價作為配股的基礎，這也連帶提高了公司辦理 SEOs 的可能性與壓力。因此本研究選擇 SEOs 作為分析情境，思考企業如何透過減少 R&D 及廣告支出，美化財報資訊，透過 SEOs 宣告的訊號效果，是否達成刺激股價上漲的目的，進而擴大公司所能募集到資本的數量。

DuCharme et al. (2004) 及 Kim & Park (2005) 均證實 SEOs 鄰近期間，存在顯著較高的異常裁決性應計數。當上述現象的確存在時，意謂金融市場被短視經理人所愚弄，也就是短視公司在增資時其價值被高估，只有將期限拉長，這些公司後續的財務績效開始惡化，股票市場才開始反向反應，導致短視管理公司的長期股價下跌。此外，為了確認哪些廠商存在短視行為，我們訂出各公司各年各項決策變數 (廣告及 R&D 支出) 的「真實值」和「預測值」，將兩者加以比較，用來判斷公司是否從事短視行為⁸，期能更準確的將企業短視予以歸類，此乃本研究動機及主要特色之二。

⁶ 同註 2。

⁷ 在 1991 年至 2000 年間掛牌上市的公司中，有 73% 的公司會在上市後三年內進行首次 SEO 的動作，其中，更有超過半數的公司上市後九個月內即辦理 SEOs。

⁸ Mizik & Jacobson (2007) 提出類似作法。

本研究以 Stein (1989) 的訊號干擾模型 (signal-jamming model) 為短視管理的理論基礎，選擇 Rangan (1998) 和 Teoh, Welch & Wong (1998b) 所提之 SEOs 時期金融市場誤訂價為研究情境，並將企業短視的定義，採用同時考慮獲利性、R&D 及廣告支出的三構面模式⁹。在異常股票報酬衡量上，標竿組合的選擇，採用三組標竿選擇的方法，欲探討：資本市場在 SEOs 宣告之時，如何評估短視公司的價值，是否產生正的股票超額報酬？事件後的各年，投資人如何修正預期？長期而言，對企業股價有何影響？並思考短視管理中，股東、經理人如何扮演抑制企業短視行為的角色。

本研究之架構編排如下，第壹節為緒論，第貳節為文獻探討，第參節為研究方法及假說形成，第肆節為研究設計，第伍節為實證結果與分析，第陸節為研究結論及管理意涵。

貳· 文獻探討

一、短視管理的目的及型態

Healy & Wahlen (1999) 將盈餘管理定義為「管理者利用財務報表及交易結構的可裁決性，掩飾公司的實際績效。其目的在於誤導利害關係人 (stakeholders) 對公司實際績效的了解；或者影響相關契約，如經營管理者的紅利計劃或債務契約」。盈餘管理是經由人為操控、更改盈餘的結果，可透過不同會計估計、會計方法選擇、營運資金管理、支出時點選擇、建構交易等方式，對盈餘結果加以修飾。此種人為操控財務資料的方式，可使帳面上盈餘增加，但公司內部現金流量並不會因此增加。除上述方法外，Fudenberg & Tirole (1995) 及 Dechow & Skinner (2000) 指出某些營運決策 (operational decisions) 亦可達成盈餘操弄的目的，例如：加速銷售、更改船運時程、延緩 R&D 支出及維修支出等。本研究擬聚焦在「實質支出的改變」的盈餘操弄類型，也就是 Schipper (1989) 所稱的實質盈餘管理，依據 Bruns & Merchant (1990) 及 Graham et al. (2005) 的研究，企業之 CFO 偏好此種決策，並付出了傷害企業長期股價的代價，其原因可能有二，一為應計數的改變較易引起審計人員或管理當局的監督，其二則為應計數的操弄風險較高。

⁹ Mizik and Jacobson (2007) 利用盈餘及研發的殘差估計，將樣本分為四群，並分別觀察其事件日後的股價變化；但本研究僅選擇符合「短視」定義的樣本，並透過樣本配對，觀察「短視」與「非短視」樣本在 SEO 之後的股價變動差異，更能比較兩群樣本的差異。

以實質支出的改變操弄盈餘，即為 Porter (1992) 所稱的短視管理。現有短視管理的文獻，以討論 R&D 支出的減少為主，Bens et al. (2002) 發現部份經理人以刪減 R&D 支出來融通重購回所需資金；Dechow & Sloan (1991) 則提出，經理人會在退休前夕減少 R&D 支出，藉以拉高短期獲利水準；Baber, Fairfield & Hagard (1991) 及 Bushee (1998) 的實證研究也都認為企業會以 R&D 支出的減少來達成盈餘的目標。

除 R&D 支出外，其他同樣具有「近期支出、長期才獲取報酬」者，還有：建立顧客制度 (Shugan, 2005) 以及產品品質創新 (Mitra & Golder, 2006) 等。Aaker (1991) 指出企業通常會降低品牌建立的支出 (如：廣告)，因為品牌權益的下跌，短期不易觀察，經理人反而大量採用促銷活動 (sales promotion)，著眼於其具有立即產生量化結果的特性；Pauwels, Silva-Risso, Srinivasan & Hanssens (2004) 的研究也指出，汽車製造商使用促銷活動，長期對企業價值有負向影響；Lehmann (2004) 則強調企業通常過度關心短期績效，該研究認為可藉使用多元化績效衡量指標來矯正此一短視現象。

二、短視管理的理論基礎：訊息干擾模型

Jensen (1986) 認為效率市場中，投資人及經理人具有相同的資訊，投資人知道若企業虛增盈餘，就會放棄可使企業價值提高的長期投資，因此不會系統性地被企業的盈餘操弄所欺騙，短視管理的結果可能反而會使公司的股價下跌。

Stein (1989) 持不同看法，提出「訊號干擾模型」，前題是資訊是不對稱的，誘使擁有訊息優勢的經理人從事短視行為。該研究提出四項假設，第一，股價是預期未來收入的函數，第二，當期股價是經理人效用函數的成分之一，第三，當期收益可以作為長期績效的訊號 (也就是：當期收益包含了未來收益的訊息)，在這三個假設下，短視管理者的誘因並不存在；Stein (1989) 的第四個假設是經理人有能力進行跨期的收益分配，而投資人因資訊不對稱，無法分辨短期盈餘的提高，背後隱含的是未來營收的提高？或者是付出未來利潤下跌的代價？

企業經理人面對未來投資方案的評估，除考慮預期未來現金流量外，也會考量所採用的折現率，而折現率所扮演的正是目前與未來收益間適當的平衡角色。在完全訊息 (perfect information) 流通及效率誘因契約的假設下，折現率僅決定於資金成本，且經理人依照企業所有者的利益制定決策；但觀諸現實，

企業經理人具有訊息優勢，其誘因機制與企業所有者不一致，經理人因過度強調短期成果，通常會提高有效折現率，進而導致無效率的決策，具體的情境，如：面對盈餘壓力（資本市場會因企業盈餘不佳而給予股價下跌的懲罰）、無法達到分析師預期的目標、經理人個人動機（生涯發展的考量）及薪酬結構（退休前夕或股票選擇權薪酬屆臨履約日）。也就是在資訊不對稱的假設下，管理折現率（managerial discount rate）不僅由資金成本所決定，當企業經理人越重視當前股票價格，或投資人越重視當前收益對未來利潤的訊號效果，則折現率會更高，甚至高於資金成本。企業經理人有誘因專注在這些利用擴大當期收入的跨期資金分配，嘗試愚弄資本市場投資大眾，形成對企業未來遠景的正向預期，進而拉高公司股價。

Stein (1989) 認為在效率市場中，投資人不會被企業盈餘操弄所欺騙，但是企業經理人仍有盈餘操弄的動機。投資人根據公司目前的盈餘來預測未來盈餘水準，當公司當期盈餘水準較高，市場也會預期公司未來盈餘水準較高，一旦投資人察覺企業的盈餘操縱行為，會對企業未來的盈餘打折扣 (downgrade)，因為投資人認為公司的盈餘是被膨脹過的，公司也會因為投資人有這種想法所以不得不從事短視的舉動，原因在於企業經理人與市場投資人間落入了「企業說謊話（亦即膨脹盈餘的操縱行為），市場不相信公司」「囚犯困境 (prisoners' dilemma)」，而較佳的「企業說真話，市場相信公司」的策略組合，將不可能維持。當公司與投資大眾沒有互相信任時，囚犯困境的情況可能會一再發生，造成整個社會成本的增加。

Bizjak, Brickley & Coles (1993) 認為經理人越重視當期股價，就越可能進行訊息干擾；Fischer & Verrecchia (2000) 則認為當市場對經理人引導盈餘偏誤的誘因越存有不確定性，則更無法對未進行盈餘操弄者重新建構預期。

上述觀點是基於市場無效率的假設，但所有與效率市場不一致的研究都會被質疑：「何以誤定價的異常現象，沒有被套利所平衡？」，最常見的解釋是市場缺乏股票的有效替代品 (Pontiff, 1996)，以致從事誤定價的股票套利存有風險，也導致了市場的無效率性持續存在，也呼應 Kenyes (1936) 的警語「股市持續非理性時間之長，足以令投資人（放空者）破產」。

三、現金增資與短視管理

Healy & Wahlen (1999) 根據盈餘管理相關文獻，歸納出管理階層操縱盈餘的三項動機：「資本市場誘因」(capital market motivation)、「合約誘因」及

「管制誘因」。其中資本市場誘因指的是市場投資者及分析師，通常使用財務報表的會計資訊評估公司股票價值，並作為投資決策的參考，因此管理階層可能為了符合市場預期、維持股價或顯示公司未來前景等誘因，進行盈餘管理。而公司進行盈餘操弄的可能情境包括了：管理買下 (Perry & Williams, 1994)、首次公開發行 (initial public offerings, IPOs) (Teoh et al., 1998a)、SEOs (Teoh et al., 1998b; Shivakumar, 2000)、股權併購 (Erickson & Wang, 1999; Louis, 2004)。許多研究也指出，長期異常報酬與異常應計項目呈負相關 (Sloan, 1996; Xie, 2001)，且事件後的長期股價可能正是導因於事件前的盈餘管理 (Teoh et al., 1998a, 1998b; Louis, 2004)。

關於盈餘管理與資本市場回應的相關研究，國內外已累積了相當多的研究成果。其中 SEOs 是強調當期股價重要性的極佳情境，因為 SEOs 所能募集到的資金數量，取決於發行日的股價，企業經理人有足夠的誘因去擴大收入，來使 SEOs 所能募集到的資金數量極大化。

首先就 SEOs 的宣告效果而言，Mikkelson & Partch (1986) 指出美國公司在宣告 SEOs 時，會出現平均-2%到-4%的異常報酬，Eckbo & Masulis (1995) 也證實 SEOs 宣告的負價格反應現象。究其原因，Myers & Majluf (1984) 的逆選擇模型提出解釋，假設管理者具資訊優勢，且管理者依原股東財富最大化的目標進行投資與融資決策，因此當管理者認為公司股價被低估時，將不會發行新股籌資，以免損害原有股東的財富，反之，當公司宣告 SEOs 時，即釋放出公司現有資產被市場高估的訊號給外部投資者，股價因而下跌。然而我國的實證結果則恰好相反，發現公司 SEOs 宣告時會出現顯著的正超額報酬 (楊朝成與林貞吟, 1994; 徐中琦與崔逸華, 1994; 王元章, 1998; 陳安琳、黎萬琳與陳振遠, 2001)，Ambarish, John & Williams (1987) 提供了 SEOs 正宣告效果的理論基礎，在既定股利下，若資訊不對稱的來源為現有資產，則 SEOs 發行的宣告報酬為負，若資訊不對稱來自投資機會時，SEOs 宣告的報酬為正。

其次，思考台灣 SEOs 宣告的特殊制度與市場結構差異。國內公司 SEOs 通常為折價發行 (李春安, 1998; 楊棋材, 2002)，SEOs 宣告提供了原股東或投資者一個短期套利的機會 (羅順傑與后祥雯, 2003)。可預期承銷價折價幅度愈大，在增資除權日前後的正向股價反應將愈明顯，代表公司原有投資者正式取得預期價差。另外，台灣股市自然人投資比重遠高於美國，市場參與者組成差異可能也是造成增資宣告反應不同的原因 (陳淑姿, 1998)。

至於 SEOs 後的長期績效，Rangan (1998) 提出股票市場會暫時地高估 SEOs 公司的股價，之後因預期盈餘管理的逆轉效果，而導致 SEOs 後公司股

價下跌；Teoh et al. (1998b) 探討企業經理人嘗試在 SEOs 時，藉操弄所得遞增的應計調整項目，以擴大營收，在 SEOs 前之裁量性應計項目顯著提高，且在 SEOs 後明顯衰退，大量應計項目的 SEOs 公司，長期而言會有負的股票異常報酬。Shivakumar (2000) 則提出管理者回應假說 (managerial response hypothesis)，認為 SEOs 宣告前的盈餘管理，並非要誤導投資者，反而是理性預期模式下的結果，也就是投資大眾預期公司在 SEOs 前必定會從事盈餘管理，而增資公司也確實在 SEOs 宣告前高估盈餘；Kim & Park (2005) 則認為 SEOs 公司事前從事盈餘操弄，並且積極地抬高其股價，導致事後的股價折價現象。

上述文獻均以探討裁決性應計項目之操縱盈餘為主，發現上市公司在 SEOs 前會有盈餘操弄的現象，藉以改變資本市場的反應。至於 SEOs 短視管理與資本市場回應的研究，則仍存有研究缺口。

本研究延續 Rangan (1998) 和 Teoh et al. (1998b) 的觀點，但聚焦在管理制度的改變 (而非會計制度)，Healy & Whalen (1999) 強調公司經理人為了誤導利害關係人對該公司績效的解讀所進行之盈餘管理，大多透過「因時制宜」、「反向資源配置」和「收入認定時點的安排」，但上述行動只影響財務報表中的會計數，而短視管理則會透過實質的行動來影響財務結果，本研究欲探討公司在 SEOs 之時改變支出型態，資本市場對此改變會有怎麼樣的長短期反應。

參· 研究方法及假說形成

一、短視型公司的定義

公司在 SEOs 之時，經理人有足夠誘因從事短視管理以提高當期股價，如 Stein (1989) 的模型所示，經理人對當期報酬的關注越高則短視管理的程度和範圍就越大，據此我們可預測在公司 SEOs 時，可以觀察到公司同時存在下列特性：高於正常水準值的盈餘、低於正常水準值的裁決性支出。

在定義所謂「短視型公司」時，本研究同時考慮了 R&D 支出及廣告支出。以 R&D 支出而言，在公司長期策略上扮演重要角色，可成為短視經理人提高盈餘的工具 (Dechow & Sloan, 1991；Graham et al., 2005；Bushee, 1998)；至於廣告支出，公司可能在實現盈餘的累積增加之時，透過廣告支出的減少，追求最適化 (Bayus et al., 2003)。本研究將同時具有「高於正常獲利水準、低於正

常水準的廣告支出、低於正常水準的 R&D 支出」三項特性者，視為短視管理的證據。如前所述，若未將 R&D 支出及廣告支出一併考慮，則廣告支出減少可能是移轉到 R&D 支出，恐有歸類錯誤的疑慮。

為了確認哪些廠商存在短視行為，首先必須訂出各公司各年獲利性、廣告支出及 R&D 支出密集度的「正常」(或預期) 水準。本研究將 SEOs 時的變數區分為二：真實值和預測值，透過兩者差距的比較用來判斷公司是否從事短視行為。

本研究採用下列三項方程式的固定效果多變量時間序列縱橫混合 (panel) 資料模型，估計獲利性與廣告支出及 R&D 支出序列中的各項變數，獲利性以稅後淨值報酬率 (return on equity, ROE) 衡量；廣告支出密集度 (advertisement expenditure density, ADI) 以 ADI 表示；R&D 支出密集度 (R&D expenditure density, RDI) 以 RDI 表示。

1.ROE 方程式為：

$$\begin{aligned} (ROE_{it} - \overline{ROE}_t) &= \phi_{ei} + \alpha_1 * (ROE_{it-1} - \overline{ROE}_{t-1}) + \alpha_2 * (ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2}) \\ &+ \alpha_3 * (ADI_{it-1} - \overline{ADI}_{t-1}) + \alpha_4 * (ADI_{it-2} - \overline{ADI}_{t-2}) + \alpha_5 * (RDI_{it-1} - \overline{RDI}_{t-1}) \\ &+ \alpha_6 * (RDI_{it-2} - \overline{RDI}_{t-2}) + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

2.ADI 方程式為：

$$\begin{aligned} (ADI_{it} - \overline{ADI}_t) &= \phi_{ai} + \beta_1 * (ROE_{it-1} - \overline{ROE}_{t-1}) + \beta_2 * (ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2}) \\ &+ \beta_3 * (ADI_{it-1} - \overline{ADI}_{t-1}) + \beta_4 * (ADI_{it-2} - \overline{ADI}_{t-2}) + \beta_5 * (RDI_{it-1} - \overline{RDI}_{t-1}) \\ &+ \beta_6 * (RDI_{it-2} - \overline{RDI}_{t-2}) + \zeta_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

3.RDI 方程式為：

$$\begin{aligned} (RDI_{it} - \overline{RDI}_t) &= \phi_{ri} + \gamma_1 * (ROE_{it-1} - \overline{ROE}_{t-1}) + \gamma_2 * (ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2}) \\ &+ \gamma_3 * (ADI_{it-1} - \overline{ADI}_{t-1}) + \gamma_4 * (ADI_{it-2} - \overline{ADI}_{t-2}) + \gamma_5 * (RDI_{it-1} - \overline{RDI}_{t-1}) \\ &+ \gamma_6 * (RDI_{it-2} - \overline{RDI}_{t-2}) + v_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

公式中 ROE_{it} 、 ADI_{it} 及 RDI_{it} 代表的是第 i 家公司在第 t 期的稅後淨值報酬率、廣告支出密集度及 R&D 支出密集度序列變數； ROE_{it-1} 和 ROE_{it-2} ； ADI_{it-1} 和 ADI_{it-2} ； RDI_{it-1} 和 RDI_{it-2} 則是分別落後一期及兩期的 ROE 、

ADI 及 RDI ； \overline{ROE}_t 、 \overline{ADI}_t 與 \overline{RDI}_t 是 ROE_{it} 、 ADI_{it} 和 RDI_{it} 在第 t 期的平均值。

根據公式 1， ROE 序列變數與平均值的離差程度取決於：公司特有的數量、此序列變數在前兩期的離差程度，以及 ADI 和 RDI 在前兩期的離差程度，至於係數 ϕ_{ei} 代表在 ROE 方程式中公司特有的常數，參數 α_1 和 α_2 則用來描述 ROE 序列變數的持續性，參數 α_3 和 α_4 則用來描述 ADI 對 ROE 衝擊的影響，參數 α_5 和 α_6 則用來描述 RDI 對 ROE 衝擊的影響。同理，公式 2 中，係數 ϕ_{ai} 代表在 ADI 方程式中公司特有的常數，參數 β_1 和 β_2 則用來描述 ROE 對 ADI 衝擊的影響，參數 β_3 和 β_4 則用來描述 ADI 序列變數的持續性，參數 β_5 和 β_6 則用來描述 RDI 對 ADI 衝擊的影響。而公式 3 中，係數 ϕ_{ri} 代表在 RDI 方程式中公司特有的常數，參數 γ_1 和 γ_2 則描述 ROE 對 RDI 衝擊的影響，參數 γ_3 和 γ_4 則用來描述 ADI 對 RDI 衝擊的影響，參數 γ_5 和 γ_6 則描述 RDI 序列變數的持續性。

在參數估計上，本研究依循 Anderson & Hsiao (1982)，首先對各式取一階差分消除公司之特有效果。以第 1 式為例，以 $(ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2})$ 和 $(ROE_{it-3} - \overline{ROE}_{t-3})$ 估計 $[(ROE_{it-1} - \overline{ROE}_{t-1}) - (ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2})]$ (工具變數法)，據以描述與誤差項 $(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$ 之相關性，使參數 α 的估計具有一致性，接著求出 $\hat{\phi}_{ei}$ 的估計值¹⁰；其它兩式以同樣的方式估計。

藉由上述三式估計參數後，我們可以形成預測值，將 SEOs 公司之 ROE 預測誤差為正、 ADI 及 RDI 預測誤差為負的公司，定義為「短視型公司」。

二、非短視標竿公司的選擇

在選定短視型公司後，為了比較投資人如何解讀此種管理模式，必須選擇適當的比較標竿 (benchmark)，本研究採用三種選擇標準，第一種觀點是確保短視及非短視公司之財務狀況等值 (equivalence)，因此只選取盈餘為正，但未減少 R&D 及廣告支出者，其立論依據是控制各項構面 (包括財務狀況)，選

¹⁰ 以下式求出 $\hat{\phi}_{ei}$ 的估計值：

$$\begin{aligned} & (ROE_{it} - \overline{ROE}_t) - \hat{\alpha}_1 * (ROE_{it-1} - \overline{ROE}_{t-1}) - \hat{\alpha}_2 * (ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2}) \\ & - \hat{\alpha}_3 (ADI_{it-1} - \overline{ADI}_{t-1}) - \hat{\alpha}_4 (ADI_{it-2} - \overline{ADI}_{t-2}) - \hat{\alpha}_5 (RDI_{it-1} - \overline{RDI}_{t-1}) \\ & - \hat{\alpha}_6 (RDI_{it-2} - \overline{RDI}_{t-2}) \end{aligned}$$

擇標竿基準，使短視及非短視兩群樣本，僅有 R&D 支出及廣告支出的差異，此外，此種選樣方式也考慮 Ball and Brown (1968) 所謂的盈餘宣告後的股價異象 (post-earnings announcement drift anomaly)，也就是：正 (負) 的盈餘宣告後的三季，通常會有極高 (低) 的股票超額報酬，因此盈餘衝擊後，對同樣盈餘為正的公司，其股價會朝相同方向變動。

第二種觀點則認為：藉由刪減 R&D 及廣告支出的短視公司，已達成盈餘為正，對那些未刪減 R&D 及廣告支出者，其盈餘可能為正，也可能為負，因此標竿樣本選取短視公司外的全部公司，而不論其盈餘衝擊之正負。第三種觀點的立論是：短視公司藉減少 R&D 及廣告支出來拉高盈餘，並避免負向盈餘衝擊，因此其比較的對照組選取盈餘為負者。

因上述三項觀點各有優點，本研究擬同時採用三種方式，比較短視與非短視標竿公司的長短期績效差異。

三、短視管理後市場的立即反應

短視型企業擴大了當期的經營成果，導致表面上提高了市場對企業長期展望的預期 (Hayes and Abernathy, 1980; Lavery, 1996)，金融市場暫時地被短視經理人所愚弄，顯示短視企業在 SEOs 時更可能是價值被高估，若將期限拉長，短視企業長期績效不佳開始出現，股票市場才會將之納入股價反應，最後導致短視行銷管理的長期績效顯著較低。

根據 Stein (1989)，資訊不對稱誘使經理人從事短視行為，企業經理人進行跨期收入分配，但投資人無法判斷短期收入的提高，背後隱含的是未來收入的提高或者是付出未來利潤降低的代價。企業經理人專注在這些利用膨脹當期收入的跨期借貸行為，嘗試愚弄股票市場的大眾，使他們相信該公司會有更好的未來收入，以至於拉高了該公司股價。據此，本研究提出假說一：

H₁：SEOs 宣告後，短視公司相對於非短視型標竿公司，存有正的短期異常報酬。

假說一的檢定方式，在比較短視公司與標竿公司在 SEOs 宣告後，市場之立即反應是否存有差異，我們建立下列迴歸模式：

$$CAAR_{it} = \rho_0 + \rho_1 * Myopic_{it} + \rho_2 * ELEC_{it} + \eta_{it} \quad (4)$$

其中 $CAAR_{it}$ 是第 i 公司在第 t 年的風險調整 (risk adjusted) 異常報酬， $Myopic_{it}$ 乃類別變數，當歸類為短視公司其值為 1，其餘為 0； $ELEC_{it}$ 為虛擬變數，第 i 公司若屬於電子業為 1，其餘為 0；標竿公司採用三種選樣法；研究預測 $\rho_1 > 0$ 。

四、短視管理後各期的市場反應

因為公司經理人有誘因從事短視行為，投資人會知道這些誘因的存在，因此投資人不會永遠被愚弄。然而實證文獻指出金融市場對於錯誤訂價的修正速度很慢，Eberhart, Maxwell & Siddique (2004) 及 Daniel & Titman (2006) 就認為「投資者在面對管理決策所傳達的訊息時，通常是反應不足的」。

如果金融市場不能夠正確的辨識這些公司正在從事短視管理，我們可以觀察到此類短視公司，在初始時價值是被高估的，但是當 R&D 及廣告支出減少造成長期績效不佳時，才會正確地將此類型策略決策的訊息正確地反應在股價之中。

在資訊不對稱假設下，公司進行 SEOs，金融市場並無法完全辨識短視管理的訊息，必須在會計績效受到負向衝擊後，才會調整並反應在股價，因此短視型公司在 SEOs 之後的各期 (年)，股票報酬會呈現逐步下跌的趨勢。根據這種市場反應延遲的現象，本研究提出假說二，反應金融市場在 SEOs 之後，對短視公司評價的修正程度。

H₂：短視公司在 SEOs 之後的各期 (年)，股票異常報酬相較於非短視型標竿公司呈現下跌趨勢。

為了驗證假說二，必須檢定事件後多年期兩群組公司之 (風險調整) 異常報酬，是否存有差異，本研究建立下列迴歸式：

$$CTPR_{it+k|t} = \theta_{ok} + \theta_{1k} * Myopic_{it} + \theta_{2k} * ELEC_{it} + \eta_{it+k} \quad (5)$$

式中， t 為 SEO 年， $k=1, 2, 3$ 及 4。 $CTPR_{it+k|t}$ 是 i 公司在事件後第 k 期採日曆時間投資組合迴歸分析所計算的風險調整異常報酬，而短視及非短視型標竿公司依第 t 期分群， $Myopic_{it}$ 與 $ELEC_{it}$ 定義與前述相同，依據假說二，我們預測市場對短視公司會進行緩慢的負向調整，其係數應為 $0 \geq \theta_{11} \geq \theta_{12} \geq \theta_{13} \geq \theta_{14}$ 。

五、短視管理的長期累積效果

假說二隱含的意義是投資人無法完全辨別短視公司，且必須在長期才能慢慢矯正原先的價值高估。然而 SEOs 公司的短視管理，有兩股力量拔河，第一股力量是公司短暫地降低 R&D 及廣告支出，對未來績效產生的負向效果，第二股力量是由於降低 R&D 及廣告支出帶給公司更多資金的正向力量，足以購買未來新的投資機會，這兩股力量究竟孰弱孰強？短視管理對於公司長期的含意是什麼？都有待釐清。

為瞭解短視管理之總效果，本研究擬進一步加入 SEOs 當期股票報酬的效應，也就是短視管理的長期總效果，針對各期正負兩股力量加總，我們預期宣告當期股票超額報酬為正，之後加總效果轉為負，且逐年下跌。據此，本研究提出假說三：

H₃：短視公司較非短視型標竿公司，其股票市場各期的累加異常報酬呈現下跌趨勢。

假說三與假說二的差異在於加入了事件當期的考量，其迴歸式如第 6 式：

$$CTPR_{it+j|t} = \phi_{0j} + \phi_{1j} * Myopic_{it} + \phi_{2j} * ELEC_{it} + \eta_{it+j} \quad (6)$$

式中 t 為 SEO 年，j = 0, 1, 2, 3, 4，。Myopic_{it}、ELEC_{it}、與 CTPR_{it} 定義如前述。

假說三考慮了 SEOs 宣告事件的總效果，也就是包括了短期股價的正向效應，及後續投資人的反向修正。本研究預測：事件後未來各期的負向評價調整將使 $\phi_{10} \geq \phi_{11} \geq \phi_{12} \geq \phi_{13} \geq \phi_{14}$ ，且加總正負兩項效果後，未來某一期總效果將為負。

假說三同樣採用三個標竿公司的選樣方式，若本研究所選取的最長事件宣告後期限（第四期），兩群樣本的報酬差異仍非負值（即 $\phi_{14} > 0$ ），則意謂短視公司有較長期限的正向利益。

肆· 研究設計

一、選樣標準及資料來源

本研究的財務資料期間自 1981 年至 2006 年，取自台灣經濟新報社 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 資料庫，SEO 決議日 (作為宣告日之代理日期) 取自上市上櫃公司之公開說明書和公開資訊觀測站。樣本選擇標準如下：

1. 在台灣證券交易所公開上市的公司，於 1984 年至 2002 年止，曾發生過 SEO 宣告的公司。
2. SEO 宣告期間內，無股利宣告、合併購併及其它重大投資宣告等資訊發佈者，俾能隔離 SEO 宣告以外其他因素對股價的影響。
3. 研究期間內營運正常，未曾發生財務危機而列入全額交割或下市者。
4. 金融保險業因其產業特殊性，不列入樣本。
5. 研究期間內有完整的市場交易資料者。
6. 排除樣本公司在樣本期間有多次 SEO，其某次 SEO 歸類為短視公司，但某次 SEO 卻歸類為非短視公司之樣本。

二、變數定義

本研究各項研究變數的定義如下：

1. 稅後淨值報酬率 (ROE)：

$$ROE = (\text{經常淨利} \div \text{平均淨值}) \times 100\%$$

2. 廣告支出密集度 (ADI)：

$$ADI = \text{當年度廣告支出費用 (含促銷費)} \div \text{當年度期末帳面淨值}^{11}$$

3. R&D 支出密集度 (RDI)：

$$RDI = [\text{當年度 R\&D 費用 (不含試驗費)} + \text{製造費用中的 R\&D 費用}] \div \text{當年度期末帳面淨值}$$

4. 短視管理 (Myopic)：

Myopic 為類別變數，當歸類為短視公司時，其值為 1；其餘為 0。

5. 產業特性 (ELEC)：

ELEC 為虛擬變數，當短視與標竿公司屬電子產業，其值為 1，其餘為 0。

¹¹ 當年度期末帳面淨值為當年度股東權益減除特別股股本。

三、事件研究法及日曆時間投資組合迴歸分析法

本研究以事件研究法 (event study methodology) 探討台灣股票市場上市公司 SEOs 宣告對其股票報酬率之影響，短期績效以市場模式計算短期異常報酬，長期績效則以日曆時間投資組合迴歸分析法 (calendar-time portfolio regression, CTPR) 計算長期異常報酬。

(一)事件的衡量期間

- 1.事件日 ($t=0$)：本研究上市公司 SEOs 宣告當日為事件日。
- 2.估計期間：估計期的選擇並沒有一定的標準，惟應避開所探討事件日的可能影響。本研究的參數估計期為從宣告日的前第 300 個交易日至宣告日前的第 100 個交易日止，共 201 個交易日。¹²
- 3.事件期 ($t=-2$ 至 $t=2$)：為了解過去股價是否隱含今日的資產宣告，使事件的效果能完整的包括在分析中，本研究將在宣告日前第 2 個交易日至宣告日後第 2 個交易日間，選取 2 個事件窗口，作為探討 SEOs 宣告對股票市場造成的影響。

(二)短期績效衡量

為檢定上市公司 SEOs 宣告短期報酬率之變化，本研究採用 Sharpe (1963) 之市場模式，以估計 SEOs 宣告之異常報酬，市場模式如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \zeta_{it} \quad (7)$$

式中 R_{it} 為第 i 種證券在第 t 日之報酬率， R_{mt} 為市場投資組合在第 t 日之報酬率， α_i 為第 i 種證券市場模式迴歸式的截距， β_i 為第 i 種證券市場模式迴歸式的斜率， ζ_{it} 為第 i 種證券在第 t 日之隨機誤差項。

本研究估計 SEOs 後異常報酬率的步驟如下：

- 1.以 SEOs 宣告日前 100 天至前 300 天共 201 的日資料來估計市場模式之係數。
- 2.以 SEOs 宣告日前 2 天至後 2 天共 5 個日資料計算市場實際日報酬率。

¹² 估計期間的選取係參考沈中華、李建然之台灣經濟新報文化事業公司-事件研究法暨 β 模組之使用者操作手冊。

3. 將步驟 A 式所推估的 α_i 、 β_i 與步驟 B 所推估的市場實際日報酬 R_{mt} 代入 (7) 式中，以估計每一 SEOs 樣本在事件期內每一交易日的期望報酬率 $E(R_{it})$ ，即

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (8)$$

4. 將 SEOs 事件期內各日之實際報酬率與期望報酬率相減，即可得出各日異常報酬率 (abnormal return, AR) 估計值：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (9)$$

5. 將所有 SEOs 樣本事件期內之日異常報酬率相加後，再除以併購樣本數，即可求出第 t 日之平均異常報酬 (average abnormal return, AAR)

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N AR_{it} / N \quad (10)$$

6. 將每日之平均異常報酬累加，即可求得累積平均異常報酬 CAAR。

$$CAAR_t = \sum_1^t AAR_t \quad (11)$$

(三)長期績效衡量

本研究採用 Fama (1998) 作法，以 CTPR 計算長期異常報酬，控制了 SEOs 活動中產業群聚所產生的橫斷面相依問題，並控制多次 SEOs 者的報酬重疊性。日曆時間投資組合的形成，係於研究期間內之第 t 年第 n 月時，將該月之過去 1 年間曾經發生 SEOs 事件的樣本公司形成一投資組合，且每個月皆須重新形成一組新組合，直到無法再納入最後一個月的樣本為止。例如本研究樣本期間為 1984 年 1 月至 2002 年 12 月，為衡量 3 年的長期異常報酬，於第 t 年 1 月時須選取第 t-3 年 1 月到第 t-1 年 12 月間曾發生 SEOs 事件的公司形成一投資組合，到了下個月 (即 2 月) 時，則必須選取第 t-3 年 2 月到第 t 年 1 月間曾發生 SEOs 事件的公司形成一投資組合。至於日曆時間投資組合報酬，本研究以 Fama-French 三因子模型衡量，公式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + \varepsilon_{pt} \quad (12)$$

式中 R_{pt} 為日曆時間投資組合之月平均報酬； R_{ft} 為第 t 期的無風險利率，以郵匯局一年期定儲機動利率轉化為月報酬率代理之，資料來源為郵匯局之公告； R_{mt} 為第 t 期的台灣集中市場加權指數月報酬率； SMB_t 為第 t 期小型公司投資組合的價值加權平均報酬減去第 t 期大型公司投資組合價值加權平均報酬； HML_t 為第 t 期的高淨值市價比組成的投資組合的價值加權平均報酬減去第 t 期低淨值市價比組成的投資組合價值加權平均報酬；截距 α_p 為估計期間每個投資組合的月平均異常報酬。

伍· 實證結果與分析

本研究蒐集 1984 至 2002 年間，曾發生過 SEOs 宣告的公司，共 763 個觀察值。¹³而利用本研究之公式 1 至公式 3，取得短視型公司樣本數為 323 個。至於非短視型標竿公司，模式 1 組成為 SEOs 宣告樣本中其 ROE 預測誤差為正的公司，但未減少 R&D 及廣告支出者，共計取得樣本數 89 個；模式 2 非短視型標竿公司組成為 SEOs 宣告樣本扣除短視公司外的全部公司，不論其盈餘衝擊之正負，共計取得樣本數 440 個；模式 3 非短視型標竿公司組成為 ROE 預測誤差為負的公司，樣本數為 351 個。

一、SEOs 宣告樣本之產業分佈

本研究以 TEJ 中第一級產業分類區分，此與目前證交所規定「上市公司產業類別」一致。TEJ 中第一級產業分類，將產業類型劃分為 18 種（金融保險因行業性質特殊，財務資料結構與一般行業不同，予以排除）。¹⁴

研究樣本產業分佈情況見表一，就第一級產業分類而言，SEOs 公司家數以資訊電子產業（181 家）最多，紡織纖維（35 家）次之；而 SEOs 宣告次

¹³ 本研究原始取得 1307 個 SEOs 宣告樣本，後排除(1)392 個 SEOs 宣告期間有股利宣告、合併併購及其它重大投資宣告等資訊發佈之樣本；(2)91 個金融產業樣本；(2)24 個研究期間無完整財務資料之樣本；(4)37 樣本在樣本期間有多次 SEO，其中某次 SEO 宣告時為短視型公司，某次 SEO 宣告時為非短視型公司，經上述樣本排除後，共計取得 763 個 SEOs 宣告樣本。

¹⁴ 本研究以「台灣經濟新報資料庫」對行業的分類來區分公司的產業別，第一級共分 18 大類（排除金融產業），另資訊電子工業再依「台灣經濟新報資料庫」對第二級行業的分類分為 8 類，故本研究之產業分類共 26 類。此分類方式與證交所公布之「上市公司產業類別劃分及調整要點」相似。

數亦以資訊電子產業 (317 次) 最多，紡織纖維 (106 次) 次之；進一步以資訊電子產業中之分類，其 SEOs 公司家數與宣告次數以電腦及週邊設備類股最多。

表二為 SEOs 宣告公司整體樣本相關變數之敘述統計。SEOs 宣告公司的 ROE 介於-16.2361%與 36.2633%間，平均的 ROE 為 8.9314%；ADI 介於 0.0003 與 0.0354 間，平均的 ADI 為 0.0077；RDI 介於 0.0011 與 0.1007 間，平均的 RDI 為 0.0274；Myopic 之平均值為 0.4233；ELEC 之平均值為 0.5037。SEOs 宣告公司宣告時，其宣告期間累積平均異常報酬之平均數皆為正值，顯示投資者認為 SEOs 宣告公司未來將增加其公司價值。

表一 上市公司進行 SEOs 宣告樣本及其產業分佈狀況

	SEOs 公司家數	SEOs 宣告總次數
水泥工業	2	3
食品工業	9	19
塑膠工業	9	10
紡織纖維	35	106
電機機械	18	32
電器電纜	9	35
化學生技醫療	19	48
玻璃陶瓷	2	5
造紙工業	2	11
鋼鐵工業	16	28
橡膠工業	2	6
汽車工業	1	1
資訊電子工業	181	317
半導體類股	(24)	(47)
電腦及週邊設備類股	(39)	(52)
光電類股	(30)	(43)
通訊網路類股	(19)	(40)
電子零組件類股	(31)	(50)
電子通路類股	(10)	(27)
資訊服務類股	(4)	(10)
其它電子類股	(24)	(48)

建材營造	21	56
航運業	7	27
觀光事業	2	9
貿易百貨	5	17
其他產業	14	33
總計	354	763

說明：資訊電子工業類股包括半導體類股、電腦及週邊設備類股、光電類股、通訊網路類股、電子零組件類股、電子通路類股、資訊服務類股及其他電子類股等。

表二 SEOs 宣告公司整體樣本敘述統計

	Mean	Std.	Min.	Med.	Max.
ROE (%)	8.9314	3.4215	-16.2361	9.6126	36.2633
ADI	0.0077	0.0004	0.0003	0.0010	0.0354
RDI	0.0274	0.0009	0.0011	0.0098	0.1007
Myopic	0.4233	0.3893	0.0000	0.4186	1.0000
ELEC	0.5037	0.4821	0.0000	0.4851	1.0000
CAR (-1,+1) (%) 市場模式	17.0261	43.2612	-89.2631	15.2173	127.2631
CAR (-2,+2) (%) 市場模式	17.3506	37.2739	-102.6382	16.2837	132.7384
CTPR (t=SEO年) (%)	16.1286	33.6484	-93.6735	16.6324	125.3686
CTPR (t=SEO+1年) (%)	13.0213	31.2063	-95.2177	12.1827	105.2635
CTPR (t=SEO+2年) (%)	12.1247	28.936	-96.2832	11.8926	98.2667
CTPR (t=SEO+3年) (%)	12.0748	30.2734	-86.1283	11.9124	103.263
CTPR (t=SEO+4年) (%)	10.8923	32.3815	-98.1026	9.2837	95.2836
觀察值	763	763	763	763	763

二、短視型公司樣本

表三 多變量縱橫資料預測模型 (SEOs 公司)

	ROE 方程式	ADI 方程式	RDI 方程式
$ROE_{it-1} - \overline{ROE}_{t-1}$	0.0784** [2.17]	0.0002* [1.83]	0.0115* [1.94]
$ROE_{it-2} - \overline{ROE}_{t-2}$	0.0052 [1.61]	0.0001 [1.62]	0.0002 [1.57]
$ADI_{it-1} - \overline{ADI}_{t-1}$	0.1957** [2.41]	0.1183** [2.24]	0.1104 [1.51]

$ADI_{it-2} - \overline{ADI}_{t-2}$	0.1142* [1.88]	0.1013 [1.55]	0.1125 [1.45]
$RDI_{it-1} - \overline{RDI}_{t-1}$	0.2165** (2.11)	0.0097 [1.63]	0.2118** [2.31]
$RDI_{it-2} - \overline{RDI}_{t-2}$	0.1227** [2.03]	0.0014 [1.58]	0.1316 [1.61]
樣本數	763	763	763
F 值	78.12	95.73	92.04

說明：方括號為 t 值。***表示 t 值達 1%的顯著水準；**表示 t 值達 5%的顯著水準；*表示 t 值達 10%的顯著水準，雙尾檢定。

針對公式 1 至公式 3，其估計結果呈現於表三。ROE、ADI 及 RDI 呈現顯著的定態，一階自我落差 (the first-order own lags) 分別為 0.0784、0.1183 和 0.2118，達顯著水準；二階自我落差均不顯著，三變數均無單根 (unit roots) 現象，且不會立刻發散，所估計出的定態係數意謂此時間序列資料會在數期之後收斂到某一固定值，也就是特定年度的偏離值包含著未來各期的訊息。此外，ADI 對 ROE 的長期效果具有顯著的正向影響，第一年效果為 0.1957，第二年效果為 0.1142，據此可宣稱廣告支出對企業績效具有影響力；而 RDI 對 ROE 長期效果亦有顯著正向影響，第一年效果為 0.2165，第二年效果為 0.1227，顯示 R&D 支出對企業績效具有影響力。

在公式 2，ROE 對 ADI 也有相同的迴饋效果，而遞延兩期的係數接近 0，遞延一年的 ROE 則對 ADI 則具統計顯著性。同理，公式 3 中 ROE 對 RDI 也有相同的迴饋效果，而遞延兩期的係數亦接近 0，遞延一年的 ROE 則對 RDI 具統計顯著性。

由表三的估計結果，我們計算出預測值，本研究將 SEOs 公司之 ROE 預測誤差為正，且 ADI、RDI 預測誤差為負的公司，定義為「短視型公司」，取得 323 個樣本。

表四為 SEOs 短視型公司之產業分佈狀況，其 SEOs 宣告次數以資訊電子產業 (165 次) 最多，紡織纖維 (34 次) 次之；進一步以資訊電子產業中之分類，其 SEOs 宣告次數以電腦及周邊類股最多。

表五為 SEOs 短視公司相關變數之敘述統計。SEOs 短視公司的 ROE 介於 -13.2639%與 35.1621%間，平均的 ROE 為 9.2614%；ADI 介於 0.0003 與 0.0236 間，平均的 ADI 為 0.0051；RDI 介於 0.0011 與 0.0972 間，平均的 RDI 為 0.0117；ELEC 之平均值為 0.5167。SEOs 短視公司宣告時，其宣告期間累積平均異常報酬之平均數皆為正值，顯示投資者認為 SEOs 短視公司未來將增加

其公司價值，但宣告後 1 年至後 4 年之累積平均異常報酬則反轉為負值，顯示市場並未認同短視公司的盈餘操弄，只有在長期負面效應浮現，市場才開始將公司的股價重新考量。

表四 SEOs 短視型公司之產業分佈狀況 (1984-1993)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
水泥工業								1		
食品工業						1	1			1
塑膠工業										
紡織纖維	1	1	1	1	2	2	3	3	2	2
電機機械						1	1		1	
電器電纜		1		1	1	1	1	1	1	
化學生技醫療	1				1		1	1		2
玻璃陶瓷										
造紙工業								1		
鋼鐵工業							1	1	1	1
橡膠工業			1							
汽車工業										
資訊電子工業			1	1	2	2	2	1	2	1
半導體類股			(1)	(1)		(1)			(1)	
電腦及週邊類股					(1)		(1)			(1)
光電類股								(1)		
通訊網路類股						(1)				
電子零組件類股										
電子通路類股							(1)			
資訊服務類股									(1)	
其它電子類股					(1)					
建材營造	1	1				1	1	1		
航運業					1	1				1
觀光事業								1		1
貿易百貨				1					1	
其他產業	1					1		1		
總計	4	3	3	4	7	10	11	12	8	9

表四 SEOs 短視公司產業分佈狀況 (續) (1994-2002)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	合計
水泥工業				1						2
食品工業	1		1	1	1			1		8
塑膠工業			1	1		1	1		1	5
紡織纖維	2	1	2	4	2	1	2	2		34
電機機械	1	1	1	3	1	2	1		1	14
電器電纜	1	1	1	2	2	1			1	16
化學生技醫療	1	1		2	1	1	1	1	1	15
玻璃陶瓷				1			1			2
造紙工業				1	1					3
鋼鐵工業	1	1	1	1	1	1	1			11
橡膠工業										1
汽車工業				1		1				2
資訊電子工業	4	5	11	16	32	34	31	14	6	165
半導體類股	(2)	(1)	(3)	(3)	(6)	(5)	(8)	(3)	(1)	(36)
電腦及週邊類股		(1)	(2)	(4)	(8)	(9)	(11)	(3)	(2)	(43)
光電類股	(1)		(2)	(3)	(6)	(4)	(5)	(2)	(1)	(25)
通訊網路類股		(1)		(1)	(3)	(5)	(2)	(1)	(1)	(15)
電子零組件類股			(1)	(2)	(3)	(5)	(2)	(1)	(1)	(15)
電子通路類股	(1)		(1)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)		(12)
資訊服務類股		(1)		(1)	(2)	(2)	(2)	(2)		(11)
其它電子類股		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)				(8)
建材營造	1	2	1	2	1	2	1		1	16
航運業		1		1	1	1			1	8
觀光事業				1	1			1		5
貿易百貨	1		1	1					1	6
其他產業		1		2	1	1	1	1		10
總計	13	14	20	41	45	46	40	20	13	323

表五 SEO 短視公司樣本敘述統計

	Mean	Std.	Min.	Med.	Max.
ROE (%)	9.2614	4.1728	-13.2639	9.1463	35.1621
ADI	0.0051	0.0005	0.0003	0.0015	0.0236
RDI	0.0117	0.0006	0.0011	0.0083	0.0972
ELEC	0.5167	0.4759	0.0000	0.3672	1.0000
CAR (-1,+1) (%) 市場模式	19.2518	41.2739	-89.2631	17.2835	125.2714
CAR (-2,+2) (%) 市場模式	20.2632	38.1026	-102.6382	18.2731	126.1273
CTPR (t=SEO 年) (%)	-1.2036	21.2731	-93.6735	-0.9273	51.2738
CTPR (t=SEO+1 年) (%)	-2.0253	23.3639	-95.2177	-1.4732	52.3747
CTPR (t=SEO+2 年) (%)	-2.8391	22.3792	-96.2832	-2.0368	50.6823
CTPR (t=SEO+3 年) (%)	-3.2385	20.3756	-86.1283	-2.8936	49.2938
CTPR (t=SEO+4 年) (%)	-4.7251	21.6382	-98.1026	-3.4757	45.2613
觀察值	323	323	323	323	323

三、假說一驗證：短視管理後市場的短天期立即反應

表六 短視管理後市場的立即反應-短視公司與非短視標竿公司的差異

$CAAR_{it} = \rho_0 + \rho_1 * Myopic_{it} + \rho_2 * ELEC_{it} + \eta_{it}$						
	模式 1		模式 2		模式 3	
	(-1,+1)	(-2,+2)	(-1,+1)	(-2,+2)	(-1,+1)	(-2,+2)
Intercept	0.0237*** (3.14)	0.0725*** (2.92)	0.0361*** (2.89)	0.0827** (2.03)	0.0724*** (3.28)	0.1025*** (3.41)
Myopic	0.9014** (2.11)	0.9523** (2.25)	0.8814** (2.27)	0.9162** (2.02)	0.9152** (2.35)	0.9723** (2.26)
ELEC	0.0031** (2.51)	0.0046*** (3.17)	0.0045 (1.27)	0.0032 (1.14)	0.0041** (2.03)	0.0034** (2.28)
Adj R ²	0.1063	0.1168	0.1132	0.1137	0.1036	0.1269
N	412	412	763	763	674	674

說明：1. $CAAR_{it}$ 是第 i 公司在第 t 年的風險調整異常報酬，異常報酬以市場模式衡量； $Myopic_{it}$ 乃類別變數，當歸類為短視公司其值為 1，其餘為 0； $ELEC_{it}$ 為虛擬變數，當短視公司或標竿公司為電子產業時，其值為 1，其餘為 0。

2. 括號內為 t 值，***表示 t 值達 1% 的顯著水準；**表示 t 值達 5% 的顯著水準；*表示 t 值達 10% 的顯著水準，雙尾檢定。

經由前述短視公司的樣本篩選後，接著本研究採用三種標竿選取的方式，找出對應的「非短視公司」，並比較兩類型公司在 SEOs 宣告後，市場反應的差異。

迴歸結果呈現於表六，由表六可知，模式 1 $Myopic_{it}$ 虛擬變數的迴歸係數均為正且具顯著性，顯示短視公司相對於非短視型標竿公司，存有正的短期超額報酬，支持假說一。短視型企業擴大了當期的經營成果，導致表面上提高了市場對企業長期展望的預期，此與 Hayes and Abernathy (1980) 及 Laverty (1996) 研究結論一致。模式 2、模式 3 之迴歸結果與模式 1 類似，均支持企業短視管理在 SEOs 事件宣告後的短天期窗口，確能迷惑投資大眾，產生股價上揚的操弄。至於 $ELEC_{it}$ 的迴歸係數，在模式 1 及模式 3，均為正具顯著性，顯示電子產業相對於非電子產業，存有正的短期超額報酬；而在模式 2， $ELEC_{it}$ 的迴歸係數雖為正但不具顯著性。

四、假說二驗證：短視管理後的各期績效

接著，我們想要驗證的是：投資人會不會永遠被短視管理所愚弄？此種初始時企業股價高估的現象，當造成長期績效不佳時，投資人是否正確地將此類型策略決策的訊息正確地反應在股價之中？本研究利用公式 5，檢定 SEOs 宣告後各年期兩群組（短視公司與非短視標竿公司）之風險調整異常報酬，迴歸結果呈現於表七。

由表七可知，不論在模式 1、模式 2 及模式 3， $Myopic_{it}$ 的迴歸係數均為負值具顯著性，且隨著宣告時間的拉長，負值越大，短視公司在 SEOs 時確實沒有被正確評價。觀察 SEOs 之後四年的異常報酬差異，以模式 1 為例：SEOs 之後的第一年，與非短視型標竿公司相比較，績效為-12.19%，第二年更達-25.53%，第三年為-34.89%，第四年為-45.72%，以上數據均達統計顯著性，顯示相對於對照的非短視標竿公司，短視公司在 SEOs 之後呈現更嚴重的長期績效不彰現象，市場並未認同短視公司的盈餘操弄，只有在長期負面效應浮現，市場才開始將公司的價值重新考量；另一方面也表示投資者在面對管理決策所傳達的訊息時，通常是反應不足的，與 Eberhart, Maxwell & Siddique (2004) 及 Daniel & Titman (2006) 研究結論一致，支持假說二，模式 2 及模式 3 之迴歸結果與模式 1 分析均類似，不再贅述。至於 $ELEC_{it}$ 之迴歸係數，在模式 1，均為正具顯著性，顯示電子產業相對於非電子產業，存有正的超額報酬；而在模式 2 及模式 3， $ELEC_{it}$ 的迴歸係數雖為正但不具顯著性。

表七 短視管理後的各期績效

$CTPR_{it+k t} = \theta_{ok} + \theta_{1k} * Myopic_{it} + \theta_{2k} * ELEC_{it} + \eta_{it+k}$				
Panel A 模式 1				
	K=1	K=2	K=3	K=4
Intercept	0.0103** (2.07)	0.0152* (1.83)	0.0217* (1.86)	0.0116** (2.08)
Myopic	-0.1219** (-2.08)	-0.2553** (-2.07)	-0.3489** (-2.16)	-0.4572** (-2.25)
ELEC	0.0014** (2.11)	0.0025** (2.07)	0.0046** (2.14)	0.0037** (2.36)
Adj R ²	0.1281	0.1308	0.1332	0.1368
N	412	412	412	412
Panel B 模式 2				
	K=1	K=2	K=3	K=4
Intercept	0.0115** (2.11)	0.0106* (1.87)	0.0124** (2.05)	0.0135** (2.23)
Myopic	-0.1297** (-2.02)	-0.2452** (-2.31)	-0.3568** (-2.14)	-0.4772** (-2.33)
ELEC	0.0030 (1.34)	0.0035 (1.52)	0.0041 (1.43)	0.0039 (1.18)
Adj R ²	0.1132	0.1167	0.1269	0.1335
N	763	763	763	763
Panel C 模式 3				
	K=1	K=2	K=3	K=4
Intercept	0.0104* (1.83)	0.0114* (1.91)	0.0226** (2.04)	0.0172** (2.25)
Myopic	-0.0007* (-1.82)	-0.0021** (-2.01)	-0.0019* (-1.85)	-0.0034* (-1.72)
ELEC	0.0026 (1.53)	0.0034 (1.58)	0.0021 (1.62)	0.0037 (1.48)
Adj R ²	0.1171	0.1303	0.1372	0.1406
N	674	674	674	674

說明：相關符號說明同表六。

五、假說三驗證：短視管理的長期累積效果

表八 短視管理的總效果

$CTPR_{it+j t} = \phi_{0j} + \phi_{1j} * Myopic_{it} + \phi_{2j} * ELEC_{it} + \eta_{it+j}$					
Panel A 模式 1					
	j=0	j=1	j=2	j=3	j=4
Intercept	0.0117** (2.03)	0.0106* (1.84)	0.0127** (2.06)	0.0205** (2.01)	0.0224** (2.25)
Myopic	0.1152** (2.31)	-0.0082** (-2.21)	-0.0148** (-2.15)	-0.1503** (-2.26)	-0.2295** (-2.41)
ELEC	0.0072 (1.25)	0.0081 (1.13)	0.0084 (1.21)	0.0072 (1.26)	0.0085 (1.17)
Adj R ²	0.1181	0.1236	0.1339	0.1441	0.1483
N	412	412	412	412	412
Panel B 模式 2					
	j=0	j=1	j=2	j=3	j=4
Intercept	0.0102** (2.06)	0.0125** (2.24)	0.0106* (1.88)	0.0118** (2.01)	0.0124* (1.92)
Myopic	0.0914** (2.13)	-0.0098** (-2.34)	-0.0215** (-2.22)	-0.1153** (-2.28)	-0.2117** (-2.31)
ELEC	0.0079 (1.54)	0.0085 (1.32)	0.0087 (1.15)	0.0082 (1.18)	0.0074 (1.03)
Adj R ²	0.1124	0.1207	0.1283	0.1329	0.1377
N	763	763	763	763	763
Panel C 模式 3					
	j=0	j=1	j=2	j=3	j=4
Intercept	0.0151** (2.05)	0.0161* (1.85)	0.0126** (2.04)	0.0172* (1.88)	0.0204** (2.23)
Myopic	0.1062** (2.31)	-0.0091** (-2.33)	-0.0184** (-2.27)	-0.1569** (-2.28)	-0.2335** (-2.34)
ELEC	0.009 (1.24)	0.0088 (1.02)	0.0097 (1.13)	0.0094 (1.26)	0.0086 (1.35)
Adj R ²	0.1116	0.1204	0.1292	0.1355	0.1403
N	674	674	674	674	674

說明：相關符號說明同表六。

假說三欲進一步確認 SEOs 公司的短視管理的兩股力量，也就是公司降低 R&D 及廣告支出所產生對未來績效產生的負向效果，與帶給公司更多資金的正向效果，為瞭解短視管理之總效果，以下進一步針對各期正負兩股力量加總，欲探討：在 SEOs 宣告短期所拉高的股票報酬，是否足以彌補往後各年的損失。

本研究利用公式 6，檢定 SEOs 宣告後長期累積效果在兩群組（短視公司與非短視標竿公司）之風險調整異常報酬，分析結果提報於表八，以模式 1 為例，SEOs 當期 $Myopic_{it}$ 的迴歸係數為 11.52% 具 5% 顯著性，但隨著宣告時間的拉長，迴歸係數則反轉為負值，且負值越大，例如：在 SEOs 之後第一年， $Myopic_{it}$ 的迴歸係數為 -0.82%，隨著宣告時間的拉長，在 SEOs 後第四年，已達 -22.95%，支持假說三。模式 2、模式 3 之迴歸結果與模式 1 類似，不再贅述。至於 $ELEC_{it}$ 之迴歸係數，不論在模式 1、2 及模式 3，其均為正惟不具顯著性。

陸· 研究結論及管理意涵

一、結論

本研究探討 SEOs 時經理人的短視管理，其作法是降低廣告支出及 R&D 支出，使當期盈餘提高，藉以誘使資訊不對稱的投資人形成錯誤評價（高估企業價值），以提高公司股價。金融市場因無法在事件宣告後立即正確的評估短視公司，在 SEOs 的短天期宣告效果為正，之後各年異常報酬則成為負值，但因短視管理具有短期利益，經理人仍可能以傷害公司長期股價為代價。

就長期效果及累積效果而言，R&D 及廣告支出的縮減，不利於企業無形資產的累積，最終會傷害股東財富，且後續各年的負向效果遠大於事件宣告對股價的正向效應。

二、管理意涵

過去研究在探討短視管理時，主要選擇 R&D 的異常性刪減作為代理變數，然而 R&D 及廣告支出的運用，可能是一種策略性的資金移轉，也就是公司可能在追求技術突破、面臨市場新機會、產品生命週期的末端時，將行銷支出減少，移轉到 R&D 項目 (Bayus, Erickson, and Jacobson 2003)，兩項科目一

增一減，若單純探討其中之一，可能造成短視與否的誤判 (Mizik & Jacobson, 2007)。且 R&D 及廣告活動在公司長期策略中是緊密相連的，R&D 可透過創造新產品、改善內部營運效率、創造公司價值，而廣告活動則透過為產品尋找新市場、建立顧客關係、提高模仿障礙，來創造公司價值，兩項功能都不可或缺，將兩者同時納入短視管理的探討，更能勾勒出企業在「短期財報窗飾」及「長期無形資產累積」之間兩難的策略意涵。

Rust, Ambler, Carpenter, Kumar and Srivastava (2004) 指出行銷及廣告人員未被賦予提高股東價值的責任，此種權責的缺乏會導致資源分配的不當，也造成了相關經理人的短視近利。本研究顯示短視管理的長期負面效果很大，除非金融市場及經理人真正重視 R&D 及廣告資產，並認知它們在公司價值創造的角色，才有可能矯正此種現象。

要想降低短視管理的現象並非易事，投資人在資訊不對稱的情況下，短期因無法辨識財報資訊品質，以致遭短視管理所誤導，雖長期終將取得充足資訊而修正短期誤定價，然而一則修正時間可能有相當期限，另則站在投資人保護的立場，政府也應戮力改善訊息的透明度，提供一個資訊平衡的資本市場交易環境。首先，必須改善訊息揭露政策，也就是與金融市場溝通內容及方式 (Lev, 1992)，站在經理人立場，若希望金融市場重視 R&D 及廣告資產的投資涵義，就必須更清楚的表達公司的 R&D 及廣告策略 (及其有形或無形成果)。由於企業體沒有明確的生命週期，其價值應同時由當期產出及未來績效共同決定，因此投資人就會有足夠的誘因去重視公司長期獲利的重要性。

其次，公司必須改善內部對 R&D 及廣告資產的管理。越正式化的組織程序就足以抑制管理者的投機主義，Cheng (2004) 指出，若企業除重視會計績效外，也能將 R&D 及廣告資產的價值納入績效體系，則經理人的短視誘因將可有效抑制。

三、研究限制

本研究也存在若干研究限制，首先，我們只考慮了 SEOs 作為研究情境，至於短視管理是否也發生於其它財務決策及其長期效果是否存有差異，Stein (1989) 的模型指出，經理人在下列情況有短視誘因，第一種績效衡量主要考量當期成果，第二種經理人足以進行跨期支出分配且不被發現，因此其他短視管理情境也可能存在，仍有待未來研究繼續探討。

其次，以 SEOs 作為研究短視管理的情境，本研究控制了產業別因子，並在處理長期績效指標 CTPR 時，考量了 Fama & French (1993) 的三因子模式，未來可進一步加入各企業不同的融資限制條件。因為 SEOs 往往涉及公司現金流量的使用不足而執行，此種融資受限的公司與本研究所謂短視公司營造未來投資前景看好的假設，存有差異，可進一步控制此因素，更明確的定義短視公司。

再者，R&D 及廣告支出變數的衡量，未來可嘗試衡量支出增減的幅度，可能得到不同的實證涵義。此外，公司可能存在其他不同的短視管理策略，例如：提供折扣來吸引當期銷售（代價是未來銷售降低），導致了未來獲利的降低 (Pauwels et al. 2004)，這些不同的短視管理型式，若能克服資料不易取得的困境，也有研究的缺口存在。

最後，企圖擴大當期盈餘的公司，除採用本研究提之實質盈餘管理外，也可能同時利用會計制度為基礎的人為盈餘管理，未來研究可考慮將兩者結合，例如納入異常應計項目。而前述之短視管理與盈餘管理，究竟是替代或互補關係？且兩者對公司長期價值的相對效果如何？都仍有待進一步釐清。

參考文獻

- 王元章，「股權結構、槓桿作用與現金增資－台灣股市實證研究」，*亞太經濟管理評論*，第 1 卷第 2 期，1998 年，頁 45-55。
- 李春安，「現金增資新股承銷價格折價成數隱含訊息之研究」，*證券市場發展季刊*，第 10 卷第 1 期，1998 年，頁 123-151。
- 邱正仁、周庭楷、翁嘉伶，「探討上市與增資新股之長期股價績效－檢測後續現金增資決策的影響」，*財務金融學刊*，第 12 卷第 2 期，2004 年，頁 1-41。
- 徐中琦、崔逸華，「台灣股票市場現金增資承銷訊息對股票價格影響之研究」，*證券市場發展季刊*，第 23 卷第 2 期，1994 年，頁 17-33。
- 陳安琳、黎萬琳、陳振遠，「成長潛力、內部人交易與現金增資之宣告效果」，*財務金融學刊*，第 9 期第 1 卷，2001 年，頁 1-25。
- 陳淑姿，「發行動機與宣告效果之相關研究」，國立中正大學財務金融研究所碩士論文，1998 年。
- 楊朝成、林貞吟，「台灣股市現金增資宣告效果再探討」，*證券市場發展季刊*，第 23 卷第 1 期，1994 年，頁 115-139。
- 楊棋材，「增資新股採詢價圈購之評價模式與實證」，國立交通大學經營管理研究所博士論文，2002 年。

羅順傑、后祥雯，「現金增資融券鎖價差之研究」，*證券櫃檯月刊*，第 78 期，2003 年，頁 1-23。

Aaker, D. A., "Managing Brand Equity", The Free Press: New York, 1991.

Ambarish, R., John K. & Williams J., "Efficient Signaling with Dividends and Investments," *Journal of Finance*, (42), 1987, pp.321-343.

Anderson, T. W. & Hsiao, C., "Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data," *Journal of Econometrics*, (18), 1982, PP. 47-82.

Baber, W., Fairfield, P. & Haggard, J., "The Effect of Concern About Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development ", *The Accounting Review*, (66), 1991, pp. 818-829.

Ball, R. & Brown P., "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, (Autumn), 1968, pp. 159-178.

Barton, J., "Does The Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions? " *The Accounting Review*, (76), 2001, pp. 1-26.

Bartov, E., "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation", *The Accounting Review*, (68), 1993, pp. 840-855.

Bayus, B. L., Erickson, G. & Jacobson, R. "The Financial Rewards of New Product Introductions in The Personal Computer Industry", *Management Science*, (49), 2003, pp. 197- 210.

Bens, D. A., Nagar, V. & Wong, M. H. F. "The Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises", *Journal of Accounting Research*, (40), 2002, pp. 359-393.

Bizjak, J. M., Brickley, J. A. & Coles, J. L. "Stock-Based Incentive Compensation and Investment Behavior", *Journal of Accounting & Economics*, (16), 1993, pp. 349-372.

Bruns, W. & Merchant, K. "The Dangerous Morality of Managing Earnings", *Management Accounting*, (72), 1990, pp. 22-25.

Bushee, B. J., "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, (73), 1998, pp. 305-333.

Cheng, S. J. "R&D Expenditures and CEO Compensation", *Accounting Review*, (79), 2004, pp. 305-328.

Daniel, K. & Titman, S., "Market Reaction to Tangible and Intangible Information", *Journal of Finance*, (61), 2006, pp. 1605-1643.

DeAngelo, L. "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders", *Accounting Review*, (61), 1986, pp. 400-420.

Dechow, P. & Sloan R. "Executives Incentives and The Horizon Problem", *Journal of Accounting and Economics*, (14), 1991, pp. 51-89.

Dechow, P. & Skinner, D. "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators ", *Accounting Horizons*, (14), 2000, pp. 235-250.

- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H. & Sefcik, S. E. "Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits", *Journal of Financial Economics*, (71), 2004, pp. 27-49.
- Eberhart, A. C., Maxwell, W. F. & Siddique, A. R., "An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases ", *Journal of Finance*, (59), 2004, pp. 623-650.
- Eckbo, E. & Masulis R., Seasoned Equity Offerings: A Survey. In R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba (eds.), *Handbooks in Operations Research*, 1995.
- Erickson, M. & Wang, S-W. "Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers," *Journal of Accounting and Economics*, (27), 1999, pp. 149-176.
- Fama, E. & French, K. R. "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Finance* 33, 1993, pp. 3-56.
- Fama, E., "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, (49), 1998, pp. 283-306.
- Fischer, P. E. & Verrecchia, R. "Reporting Bias ", *The Accounting Review*, (75), 2000, pp. 229-245.
- Fudenberg, D. & Tirole, J. "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents", *Journal of Political Economy*, (103), 1995, pp. 75-93.
- Graham, J. R., Harvey C. R. & Rajgopal, S. "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, (40), 2005, pp. 3-73.
- Grant, S., King, S. & Polak, B. "Information Externalities, Share-Price Based Incentives and Managerial Behaviour", *Journal of Economic Surveys*, (10), 1996, pp. 1-21.
- Hayes, R. H. & Abernathy, W. J., "Managing Our Way to Economic Decline", *Harvard Business Review*, (58), 1980, pp. 67-77.
- Healy, P. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, (7), 1985, pp. 85-107.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. "A review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, (13) 1999, pp. 365-383.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F. & Sloan. R. G. "Annual Bonus Schemes and The Manipulation of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, (19), 1995, pp. 29-74.
- Jacobs, M. "Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia", Boston, MA: Harvard Business School Press, 1991.
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover", *American Economic Review*, (76), 1986, pp. 323-329.
- Keynes, J. M. "The General Theory of Employment, Interest, and Money", New York: Harcourt Brace, 1936.
- Kim, Y. & Park, M. S., "Pricing of Seasoned Equity Offers and Earnings Management", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (40), 2005, pp. 435-463.

- Laverty, K. J. "Economic Short-Termism: The Debate, The Unresolved Issues, and The Implications for Management Practice and Research", *The Academy of Management Review*, (21), 1996, pp. 825-860.
- Lehmann, D. R. "Metrics for Making Marketing Matter", *Journal of Marketing*, (68), 2004, pp. 73-75.
- Lev, B., "Information Disclosure Strategy", *California Management Review*, (Summer), 1992, pp. 9-32.
- Louis, H., "Earnings Management and The Market Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, (74), 2004, pp. 121-148.
- Mikkelson, W. H. & Partch, M. M., "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process," *Journal of Financial Economics*, 15, (1986), pp.31-60.
- Mitra, D. & Golder, P. N. "How Does Objective Quality Affect Perceived Quality? Short-Term Effects, Long-Term Effects, and Asymmetries", *Marketing Science*, (25), 2006, pp. 230-247.
- Mizik, N. & Jacobson., R. "Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context ", *Marketing Science*, (26), 2007, pp. 361-379.
- Myers, S. & Majluf, N., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, (13), 1984, pp.187-221.
- Pauwels, K., Silva-Risso, J., Srinivasan, S. & Hanssens, D. M. "New Products, Sales Promotions, and Firm Value: The Case of The Automobile Industry ", *Journal of Marketing*, (68), 2004, pp. 142-56.
- Penman, S. & Zhang. X., "Accounting Conservatism, The Quality of Earnings and Stock Returns", *The Accounting Review*, (77), 2002, pp. 237-264.
- Perry, S. & Williams, T., "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers", *Journal of Accounting & Economics*, (18), 1994, pp. 157-179.
- Pincus, M. & Rajgopal, S., "The Interaction Between Accrual Management and Hedging: Evidence from Oil and Gas Firms ", *The Accounting Review*, (77), 2002, pp. 127-160.
- Pontiff, J., "Costly Arbitrage: Evidence from Closed-End Funds", *Quarterly Journal of Economics*, (111),1996, pp. 1135-1151.
- Porter, M. E., "Capital Choices: Changing The Way America Invests in Industry ", Boston, MA: Council on competitiveness/Harvard Business School, 1992.
- Rangan, S. "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings ", *Journal of Financial Economics*, (50), 1998, pp. 101-122.
- Riordan, C., "Public and Catholic Schooling: The Effects of Gender Context Policy", *American Journal of Education*, (93), 1985, pp. 518-540.
- Roychowdhury, S., "Earnings Management Through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, (42) 2006, pp. 335-370.

- Rust, R. T., Ambler, T., Carpenter, G. S., Kumar, V. & Srivastava, R. K. "Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions", *Journal of Marketing*, (October), 2004, pp. 76-89.
- Schipper, K., "Earnings Management," *Accounting Horizons*, (3), 1989, pp. 91-102.
- Shivakumar, L., "Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?" *Journal of Accounting and Economics*, (29), 2000, pp. 339-371.
- Shugan, S. M. "Brand Loyalty Programs: Are They Shams?" *Marketing Science*, (24): 2005, pp. 185-193.
- Sloan, R., "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings," *The Accounting Review*, (71), 1996, pp. 289-315.
- Stein, J. C., "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, (104), 1989, pp. 655-669.
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J., "Earnings Management and The Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, (53), 1998a, pp. 1935-1974.
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, (50), 1998b, pp. 63-99.
- Xie, H., "The Mispricing of Abnormal Accruals," *The Accounting Review*, (76), 2001, pp. 357-373.

SEOs Firms' Myopic Management and Reaction of Stock Market

CHUN-CHIEH LIAO, JIA-YU CHEN *

ABSTRACT

Myopic managers focusing on the short-term goals over-emphasize strategies with immediate pay-offs at the expense of strategies with superior but more removed pay-offs. This study is to assess the market's inability to properly value marketing and innovation activity in the face of potential for myopic management. In contrast to past empirical studies, we examine general consequences of cutting support for advertisement and R&D at the time a firm realizes improved profitability (with a three-dimensional metric). The result helps explain the widespread practice of cutting marketing and R&D spending to inflate earnings numbers. We also assess the total financial consequences of myopic management and find that myopia has net negative impact on firm value. These results are consistent across alternative abnormal return measures and alternative benchmarks we use. We discuss the role shareholders, managers, and marketing researchers can play in limiting myopic management practices.

Keywords: myopic management, seasoned equity offering, signal jamming, calendar-time portfolio regression, CTPR, information asymmetry

* Chun-Chieh LIAO, Assistant Professor, Department of International Trade, Chinese Culture University. Jia-Yu CHEN, Ph.D. Candidate, Department of Finance, Tamkang University.

