

出售固定資產決策之決定與影響

林淑惠
國立彰化師範大學

趙雅儀
國立高雄第一科技大學

卓翠月
國立台中科技大學

鄭資蓉
豐泰企業

摘要

本文的研究目的是在探討影響企業出售固定資產活動多寡的因素，以及分析出售固定資產活動與公司表現間的關聯性。本文以 1996-2005 年的台灣上市公司為研究對象，探討經理人的盈餘管理動機、企業的融資限制，以及營運效率三種因素對公司出售固定資產活動多寡的影響。實證結果顯示，經理人透過實現處分固定資產利益，來改善公司盈餘數字的盈餘管理操作，是公司進行較多固定資產出售活動的重要原因。另外，公司融資能力受限程度高的公司和營運效率不佳的公司，皆會進行較多的出售固定資產活動。本文亦發現，公司出售固定資產之市場評價效果，會受到公司出售固定資產的原因，以及使用資金的方式影響。

關鍵詞：出售固定資產、盈餘管理、融資能力、營運效率、公司表現



Determinants of Fixed Asset Sales and Its Impact on Performance

Shu-Hui Lin

National Changhua University of Education

Ya-Yi Jhao

National Kaohsiung First University of Science and Technology

Cuei-Yue Jhuo

National Taichung University of Science and Technology

Zih-Rong Jheng

Feng Tay Group

Abstract

In this study, we investigate the determinants of fixed asset sales and examine the relationship between fixed asset sales and firm performance. Our sample includes all non-financial listed companies during the 1996-2005 periods in Taiwan. The results show that managing reported earnings is an important reason that firms sell more fixed assets. We also find that firms with poorer operating efficiency and facing greater financing constraints sell more fixed assets. Our investigation also shows that there is a significantly relationship between fixed asset sales and firm market value performance, and the relationship is affected by why firms sell fixed assets and how firms use their capital.

Keywords: *Fixed asset sales, Earnings management, Financing constraints, Operating efficiency, Firm performance*



壹、前言

出售固定資產是多數企業在營運的過程中，都需面對的決策。根據本研究的統計，1996 至 2005 年間，每年平均約有近九成¹的台灣上市公司有進行出售固定資產活動。另一方面，上市公司出售固定資產活動每年亦使大量的資金與資源進行重新配置。在 1996 年，全體上市公司總出售固定資產金額約為 168 億元；時至 2005 年，總出售固定資產金額已達 446 億元。在這十年間，上市公司出售固定資產的活動雖時有消長，但上市公司總出售固定資產金額的年度成長率平均約為 14%。不論就該活動執行的普遍性，或其牽涉資源（和資金）的規模，公司出售固定資產活動都是一個值得深入探討的議題。

雖然出售固定資產活動普遍存在於企業的營運過程中，但企業進行固定資產出售的原因卻不盡相同，且出售固定資產的程度（金額多寡）亦有很大的差異。美化盈餘數字、取得資金挹注，以及改善營運效能等理由都曾見諸報章，被指稱是公司出售固定資產的原因。然而，這些理由是否確實是影響公司出售固定資產多寡的重要因素，以及出售固定資產多寡對公司價值（或表現）所產生的影響為何？這些皆是攸關投資人權益、投資人實際關切的問題。

過去，學者各從不同的角度探討公司進行資產出售的原因。有一部份學者著重於資產出售與盈餘管理的關聯性（例如：Bartov 1993; Poitras, Wilkins and Kwan 2002; Herrmann, Inoue and Thomas 2003）²；有學者則從營運效率的角度，審視公司固定資產出售決策（例如：Hite, Owers and Rogers 1987; Maksimovic and Phillips 2001; Warusawitharan 2008）；另外，亦有部分學者專注於固定資產出售與公司融資限制的關係（例如：Lang, Poulsen and Stulz 1995; Pulvino 1998）。然而，就我們所知，鮮少文獻對於影響公司出售固定資產活動多寡之因素進行分析。

國內關於固定資產之研究，多以公司對固定資產「投資」之資本支出決策為出發點，探討資本支出決策與企業價值關係及其影響因素（如林家輝 2005；楊朝旭與黃潔 2004；金成隆、林修葳與邱煒琚 2005；林雨欣 2008；斜志斌 2007）。針對固定資產「出售」決策影響因素之研究很少，且多單獨探討某單一構面的影響因素，例如林淑莉與陳富祥（2003）是探討負債比例對我國企業出售資產行為之影響；部份文獻則主要著重在盈餘管理論點的分

¹ 本研究以 1996-2005 年的台灣上市公司為研究對象。在排除資料不全的樣本後，共得到 3,981 個樣本，其中有 3,518 個樣本是有進行出售固定資產的公司，佔全部樣本的比例為 88.4%。詳細的各年度比例可參閱表一。

² Bartov (1993)、Poitras et al. (2002) 及 Herrmann et al. (2003) 的研究並非針對固定資產出售，而是合併固定資產與長期投資性資產的出售活動進行分析。

析³（管夢欣 1993；林陣蒼 2005；張文瀅與黃惠專 2005）。

另一方面，對於出售固定資產活動對經營績效的影響，文獻主要是從股價對出售資產宣告的反應來進行探討（例如：林炯垚與沈中華 1996；Brown, James and Morradian 1994；Lang et al. 1995）。從宣告日股價的反應，可以瞭解市場（或投資人）對公司出售資產活動的評價；不過，出售資產對公司市場績效表現的影響亦應是另一個值得投資人關注的議題⁴。

在公司主要揭露母子公司合併報表資訊之現況下，母公司與營運相關之長期股權投資已多由投資科目沖銷轉入母公司之資產、負債、營業收入、營業成本，而合併報表上之投資性資產主要為投資性而非營運性之股票及債券。因此，投資性資產出售決策主要涉及公司之盈餘管理與融資兩個構面，與企業的營運效率較未有直接的關聯性⁵。相對的，出售固定資產決策不但可能與公司融資與盈餘管理活動有關，亦會涉及公司的營運層面。故有別於過去部分文獻合併固定資產與投資性資產進行討論，本研究將針對企業出售固定資產活動進行分析，以期能更全面的瞭解公司營運、盈餘管理，與融資三個構面，對出售資產決策之影響。

本研究以 1996-2005 年的台灣上市公司為研究對象，探討影響公司出售固定資產活動多寡的因素。實證結果顯示，盈餘管理、融資限制和改善營運效率三因素皆對公司出售固定資產多寡有顯著的影響力。研究發現，當出售固定資產有利益產生時，經理人會出售較多固定資產，俾以實現出售固定資產利益，來達到改善盈餘數字的目的。另外，我們也發現，融資能力受限程度高的公司會進行較多的出售固定資產活動。此結果支持 Lang et al. (1995) 的論點，即對融資能力受限程度高的公司而言，出售資產是一個相對較容易取得資金的籌資管道。實證結果亦顯示，營運表現不佳的公司會從事較多的出售固定資產活動。穩定性分析顯示，以上的實證發現並不受出售固定資產金額的影響。

在出售固定資產與公司市場評價（股價）表現方面，本研究以出售固定資產當年度年底之 Tobin's q 衡量公司市場績效表現，實證結果顯示，平均而言，從事越多出售資產活動，公司市場評價表現越差。此一發現可能與公司出售固定資產後無法有效提升運作效率有關（Lang et al. 1995；Maksimovic and Philips 2001；Datta, Iskandar-Datta and Raman 2003；Shin 2008；Yang 2008）。不過，實證亦發現當公司是基於融資需求和改善營運效率而進行固定資產出售時，市場評

³ 林嬪娟和官心怡（1996）雖亦有探討出售資產與盈餘管理間的關係，不過，該篇文章主要是以分析經理人盈餘預測與盈餘操縱間的關聯性為目的。

⁴ 本文是以出售固定資產當年度之 Tobin's q 年底值來衡量公司的市場績效。

⁵ 出售投資性資產與管理當局盈餘管理活動的關聯性，已獲得相當多實證文獻的支持。

價（股價）表現相對較佳；另外，出售固定資產且亦進行債務償還的公司，亦會有相對較佳的市場評價（股價）表現。過去文獻指出，出售固定資產原因和資金使用用途是影響市場對公司出售資產宣告反應的重要因素(Hite et al. 1987; Lang et al. 1995; Bates 2005)。本研究的實證發現佐以過去學者的論點，可確認出售固定資產原因和資金使用用途，是在探討出售固定資產影響時，不可忽略的重要面向。

本研究以下依下述節次進行：在第二節我們會建立本研究的研究假說，於第三節介紹本研究所使用的樣本及研究方法，並於第四和第五節分敘研究的實證結果和結論。

貳、研究假說

企業經理人可能會透過固定資產出售活動來進行盈餘管理。為了讓報表使用人以為公司是穩定成長的健全公司，公司常會利用各種方法，避免報導損失或盈餘下降的情況。Burgstahler and Dichev (1997) 發現盈餘小額減少及有小額損失的公司家數異常的少，而盈餘小額增加及有小額正盈餘的公司家數異常的多；亦即，經理人有避免盈餘下降 (earnings decreases) 及避免盈餘出現虧損 (avoidance of losses) 的動機。

處分業外損益所產生的損益會直接影響企業繼續營業部門淨利，而投資者之投資決策通常是依據繼續營業部門淨利，因此管理當局可利用業外損益進行盈餘管理來影響投資人的決策。固定資產是以取得成本入帳，其帳面價值會隨著時間經過與市價產生差異，由於經理人可以決定處分資產的時點，其可透過固定資產出售決策而影響公司之盈餘。過去一些研究文獻之結果顯示，企業經理人確實會透過固定資產出售活動來進行盈餘管理。

Bartov (1993) 從平穩盈餘的盈餘管理目的進行分析，發現經理人會藉由出售資產時點的選擇，來實現處分資產損益，藉此達到平穩盈餘波動的目的。Poitras et al. (2002) 以新加坡公司為樣本則發現，當不包含處分資產損益前的盈餘呈現衰退的情形時，出售資產損益與盈餘變動數為負向關係，顯示管理者會出售資產以平穩盈餘。當公司盈餘減少時，會有透過出售資產利得來改善公司當期盈餘數字的現象，並藉此平穩盈餘波動。另外，Herrmann et al. (2003) 從盈餘預測的角度，探討出售資產與盈餘管理之間的關係，發現當公司當期的營收低於經理人之前的預測時，日本企業會透過出售資產的方式來增加當期盈餘。楊朝旭與吳幸蓁(2003)以營業活動現金流量做為操縱前盈餘的代理變數，其實證結果發現，不論以「零」或「前期報導盈餘」為績效門檻，皆與裁決性應計項目呈顯著為正的關係。張文灝與黃惠專(2005)針對台灣地區處分投資、

盈餘平穩化與市場評價進行測試，亦證實處分投資損益經常被用來作為盈餘管理的工具。

Cohen, Dey and Lys(2008)發現，美國企業在沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act, SOX)通過後，應計基礎之盈餘管理 (accrual-based earnings management) 顯著減少，採實際交易之實質盈餘管理 (real earnings management) 顯著增加。Cohen et al. (2008)指出，相較於應計基礎的盈餘管理活動 (accrual-based earnings management)，透過實際交易進行實質盈餘管理 (real earnings management)，對企業而言，雖然操作成本高，但因其有實際交易發生 (而非僅從帳面操弄盈餘)，有較不易被偵測的特性，也因此，當沙賓法案通過、公司內控機制增強時，美國企業會由利用應計基礎操弄會計帳面數字之方式，轉向改採實質交易 (例如出售固定資產損益) 方式影響損益。

綜合過去文獻的發現，我們推論，經理人之盈餘管理動機可能影響企業進行固定資產之出售決策⁶：當公司有避免盈餘下降及出現虧損的向上盈餘管理動機，且有產生固定資產出售利得之機會時，公司經理人會增加固定資產出售活動，以達到相對應之向上盈餘管理目的。因此，我們提出以下假說 1-1 及假說 1-2：

假說 1-1：在其他條件不變的情況下，有避免“盈餘下降”之向上盈餘管理動機且有機會產生固定資產出售利得的公司，會進行較多之固定資產出售活動。

假說 1-2：在其他條件不變的情況下，有避免“盈餘出現虧損”之向上盈餘管理動機且有機會產生固定資產出售利得的公司，會進行較多之固定資產出售活動。

⁶ 除了利用『處分』固定資產產生損益來影響損益外，企業亦可利用認列固定資產『減損損失』影響損益。但根據以下兩個原因，本研究認為『處分』固定資產損益較適合偵測本研究所欲探討的盈餘管理動機。(1) 財務會計準則第三十五號公報「資產減損之會計處理準則」係從 94 年 1 月 1 日開始實施，而本研究之樣本期間為民國 85 年至 94 年。因此本研究長達 10 年之樣本期間中僅有最後一年 (民國 94 年)，經理人可能以認列固定資產減損損失之方法向下盈餘管理，絕大多數樣本期間經理人仍會考慮利用實現處分資產的損益來盈餘管理。(2) 根據財務會計準則第三十五號公報，企業應於資產負債表日評估是否有跡象顯示資產可能發生減損，當有減損跡象存在，即應將資產可收回金額低於帳面價值部分認列為減損損失。續後年度資產價值如有回升，除商譽外，亦可於原認列損失範圍內認列回升利益。換言之，企業雖可利用認列減損損失向『下』管理盈餘，但利用認列回升利益向『上』管理盈餘則會受限於原認列損失之範圍；相對而言，利用處分固定資產損益 (尤其是利益) 管理盈餘較不受限制。因為本研究主要在討論公司避免盈餘下降或避免出現虧損的盈餘動機，其屬向『上』管理盈餘，透過『處分』固定資產進行相對應的盈餘管理，將相對具有較大的盈餘調整空間。

企業出售固定資產亦有可能是為了取得營運所需的資金。Lang et al. (1995) 指出，對於對外融資成本高、舉債不易的公司而言，出售資產是一個相對方便（甚至是便宜）的取得資金方式。因此，當公司所受到的對外融資限制愈高，透過出售資產活動來獲得資金挹注的需求會增加。

公司規模的大小會影響企業對外的融資能力 (Almeida, Campello and Weisbach 2004)。大公司較為市場所熟知且有較多的融資管道，因此對外籌資相對受到的限制較少。另一方面，小公司易因為資訊不對稱及資產規模相對有限的因素，而需承擔較高的舉債成本 (Pettit and Singer 1985; Voulgaris, Asteriou and Agiomirgianakis 2004)。因此，本研究推論，相對於大公司，小公司較可能透過出售固定資產的方式來滿足公司的資金需求。假說 2-1 建立如下：

假說 2-1：在其他條件不變的情況下，規模小的公司會進行較多之固定資產出售活動。

公司負債比率亦會影響企業的融資能力。負債比例高的公司通常無法取得便宜的外部資金：一方面，高負債比率會使公司面臨較高的財務風險，因此當公司對外籌措資金時，投資人將要求較高的報酬以作為風險補貼；另一方面，高負債比率將衍生較嚴重的負債代理問題 (Jensen and Meckling 1976; Myers 1977)，而此代理問題將反映在較高的資金成本上。負債程度較大的公司為了減輕資金成本及避免違反債務契約，有盈餘管理之動機 (Bartov 1993)。過去實證研究發現，公司負債比率與公司處分資產之程度呈正相關 (黃志仁、廖彩伶與陳于格 2009; Bartov 1993; Herrmann et al. 2003)。Chen and Guo (2005) 研究結果顯示，當公司的負債比率較高時，企業會透過資產出售減輕其資金需求。

根據以上文獻，本研究推論：負債比率高的公司因較無法取得便宜的外部資金，其利用出售固定資產來取得資金的需求相對較高，假說 2-2 建立如下：

假說 2-2：在其他條件不變的情況下，舉債比例高的公司會進行較多之固定資產出售活動。

除了公司規模及負債比例外，內部資本市場的大小也會影響企業對外融資的能力及需求。過去有學者指出，擁有較大內部資本市場的企業有較佳的對外融資能力。Doukas and Pantzalis (2003) 發現，公司部門數與長期負債比率有顯著的正向關係。另外，Verschueren and Deloof (2006) 指出，集團企業因為有集團的信用背書，因此有較佳的對外籌資能力。不過，另一方面，有學者認為，擁有較大內部資本市場的公司由於有較佳的內部資金使用彈性，因此，對



外部資金來源的倚賴程度較低 (Matsusaka and Nanda 2002)。總的來說，企業的內部資本市場確實會影響公司對外的融資能力和需求。不論從融資能力或是需求來分析，本研究推論：內部資本市場較小的公司倚賴出售固定資產來取得資金的需求相對較高，假說 2-3 建立如下：

假說 2-3：在其他條件不變之情況下，內部資本市場小的公司會進行較多之固定資產出售活動。

提升生產效率也是企業出售固定資產的重要原因之一。Hite et al. (1987) 指出，資產出售可以讓公司將資源重新配置，使資產的運用更有效率。Warusawitharan (2008) 則進一步指出，公司會在符合投資效率的前提下進行資產的買賣決策，使公司能以最適規模進行營運；換言之，公司的獲利能力和規模會影響其決定購買或出售資產。因此，當公司營運效率不佳時，為改善營業績效，公司會出售無效率的固定資產以提升營運效率。過去學者的研究顯示，公司出售資產後的營運績效會有顯著提升 (林淑莉與陳富祥 2003; Lang et al. 1995; John and Ofek 1995; Hillier, Denis and Shome 2005; Mcolgan and Werema 2009)。

綜合以上敘述，我們預測，營運績效差的公司，較會進行固定資產出售，藉此來改善公司的營運效率。

假說 3：在其他條件不變之情況下，營運效率差的公司會進行較多之固定資產出售活動。

參、研究設計

一、樣本選取與資料來源

本研究以台灣上市公司為研究樣本。資料蒐集期間自 1995-2005 年。由於本研究的變數衡量會使用到前期資料，因此實際的研究期間為 1996-2005 年，共計 10 年。於研究期間內，台灣上市公司共有 6,183 筆觀測點，在排除金融類股及資料不齊全的樣本後，剩下 3,981 筆樣本。我們將樣本資料依其年度和出售固定資產的狀況進行分類，並將整理結果列於表一。

在這 3,981 個樣本裡，有 3,518 個樣本在研究期間有進行固定資產出售，佔全部樣本的 88.4%。而在十年的樣本期間，出售固定資產樣本佔年度樣本比重最低的是 2003 年 (85.6%)，比重最高的則為 1999 年的 91.6%。這些數字顯示，多數企業在營運的過程中，確實都曾面臨出售固定資產的抉擇。



表一 1996-2005 年出售固定資產之台灣上市公司年度分佈狀況

年度	樣本數	出售固定資產 公司之樣本數	出售固定資產公司佔各年度 樣本之百分比 (%)
1996	241	217	90.0
1997	282	255	90.4
1998	189	163	86.2
1999	321	294	91.6
2000	400	366	91.5
2001	448	405	90.4
2002	484	420	86.8
2003	540	462	85.6
2004	562	495	88.1
2005	514	441	85.8
合計	3,981	3,518	88.4

另外，我們從樣本公司出售固定資產價款的分佈（見表二）可以發現，各公司出售固定資產價款的總金額，差異甚大。約有近三成（28%）的公司年度出售固定資產價款總額不足一百萬元；不過，也有約四成（42.1%）的樣本，出售固定資產的總價款一千萬以上，甚至有 14.9% 的樣本出售固定資產的總價大於一億元。

表二 1996-2005 年出售固定資產樣本之價款分佈

出售固定資產金額	樣本數	佔有出售固定資產樣本之 百分比 (%)
未滿 100 萬元	987	28.0
100 萬元～1000 萬元	1,052	29.9
1000 萬元～5000 萬元	697	19.8
5000 萬元～10,000 萬元	259	7.4
10,000 萬元～20,000 萬元	204	5.8
20,000 萬元以上	319	9.1

另一方面，我們也將出售固定資產樣本根據其是否有出售利益⁷進行分類，結果列在表三。雖然有出售利益的公司在每年樣本所佔的百分比不盡相同，但表三的數據顯示，在出售固定資產的樣本公司裡，約有近一半的出售固定資產樣本有出售固定資產利益；換言之，約有一半的樣本公司在出售固定資

⁷ 本研究是根據公司現金流量表中的固定資產處分損（益）項目來判斷是否有出售利益。當該年度公司固定資產處分有利益時，我們認定存在出售利益。



產時，有損失發生⁸。

表三 1996-2005 年出售固定資產有利益之樣本年度分配

年度	出售固定資產有利益 的樣本	佔各年度出售固定資 產樣本之百分比 (%)
1996	92	42.4
1997	134	52.6
1998	76	46.6
1999	125	42.5
2000	166	45.4
2001	186	45.9
2002	195	46.4
2003	225	48.7
2004	237	47.9
2005	230	52.2
合計	1,666	47.4

從以上數據，我們可以推知，公司在進行出售固定資產決策時，美化盈餘數字並非公司唯一的考量，但在此，我們並不能排除公司藉由出售固定資產來進行盈餘管理的可能性。整體而言，我們可以發現，上市公司出售固定資產活動相當頻繁，且彼此間存在相當程度的差異性。因此，瞭解造成公司出售固定資產活動差異的因素，便是本文的重要研究目的之一。

本研究所使用的公司財務變數資料皆是取自台灣經濟新報社（TEJ）資料庫。另外，本研究沿用 Doukas et al. (2003) 的方法，使用公司的部門別資訊來衡量公司內部資本市場的大小。本研究則是透過證基會真像王資料庫取得公司股東會年報，並從個別公司年報中整理出所需的部門別資料。

二、模型設定

為檢驗影響企業出售固定資產決策的因素，本研究設定以下模型來進行分析：

⁸ 本研究係探討台灣上市公司出售固定資產決策之影響因素，公司選擇不出售固定資產亦為決策之一。因此本文研究樣本為所有上市公司。在排除金融類股及資料不齊全的樣本後，剩下 3,981 筆樣本。在 3,981 個總樣本中，有 3,518 個樣本在研究期間有進行固定資產出售，其餘樣本則公司處分固定資產價款（應變數 ASale）為 0。表二與表三係針對有出售固定資產之樣本，分析出售資產樣本之價款分佈及出售資產有利益樣本之利益分佈，故以 3,518 樣本數來計算。表四之後本文之主要研究結果，則皆為 3,981 個總樣本之研究結果。



$$ASale_i = \alpha + \beta_1(EManage)_i + \beta_2(Finance)_i + \beta_3(Efficient)_i + \gamma(ControlVariables)_i + \varepsilon_i$$

其中，因變數 $ASale$ 為公司處分固定資產所得的價款。由於本研究旨在討論公司出售固定資產活動之多寡，是否與公司營運、融資及盈餘管理動機有關。因此，相較於過去盈餘管理文獻所使用的損益變數，使用出售固定資產所得的價款作為分析的因變數，更能檢測本文之研究議題及假說，並反映出售固定資產活動對公司的重要性。

為檢驗經理人之向上盈餘管理動機、公司融資限制，和提升營運效能三因素對公司出售固定資產活動的影響，我們在模型中放入 $EManage$ 、 $Finance$ ，及 $Efficient$ 三組變數，分別代表衡量經理人向上之盈餘管理動機、公司融資限制，和營運效率的變數。 $Control Variables$ 則代表模型中所使用的控制變數，其中亦包含了控制年度和產業效果的虛擬變數。

另外，為了處理可能存在的內生問題 (endogeneity problem)，除了盈餘管理變數外，其他使用財務數字計算的解釋變數，皆使用『前一期』的數值來衡量。例如，為驗證本研究之假說 2-2：「舉債比例高的公司會進行較多之固定資產出售活動」，本文所使用之負債比例為公司出售固定資產『前一期』之負債比例。

三、變數定義

本研究以公司處分固定資產所得的價款來衡量公司出售固定資產活動，並將該價款除以公司該樣本年度年底的權益市值，以平減公司規模的影響。為檢驗本研究三個假說，在此，分別引進變數來衡量經理人盈餘管理動機、公司的融資能力，以及公司的營運效率。相關的變數衡量分述如下。

Burgstahler and Dichev (1997) 及相關實證文獻顯示，經理人有避免盈餘下降的動機，企業之出售資產活動與經理人盈餘管理目的存在關聯性 (Bartov 1993; Poitras et al. 2002)。本研究推論當企業盈餘較前一年度下降時，經理人會透過出售固定資產、實現處分資產的利益來減緩盈餘下降的幅度。若當年度不含出售固定資產損益的盈餘（稅前淨利-(+)固定資產處分利益(損失)）與前一年度稅前淨利相比之盈餘變動小於零（表示公司有避免盈餘下降的動機），且出售固定資產有利益時，我們設 SmoothU 值為 1，否則，值則設為 0。換言之，SmoothU=1 的樣本，是代表經理人有避免盈餘下降動機，且亦有機會透過處分固定資產利得以達到向上盈餘管理目的之公司，本研究預期此類公司會從事較多的出售固定資產活動。



另外，Burgstahler and Dichev (1997) 亦指出，經理人亦有避免出現虧損的盈餘管理動機，即經理人可能會利用實現出售固定資產利益，來避免盈餘出現負數。為捕捉上述經理人的盈餘管理行為，我們設定避免虧損(ALM)變數，當當年度不含出售固定資產損益的盈餘（稅前淨利—(+)固定資產處分利益(損失)）小於零且出售固定資產存在利益時，經理人會有利用出售固定資產來避免虧損的誘因，此時將變數 ALM 的值設為 1，否則，則將值設為 0。ALM=1 的樣本，代表經理人有避免虧損的動機，且亦有機會透過處分固定資產利得來減少或避免虧損出現以達到向上盈餘管理的公司，本研究預期這類公司應相對會從事較多的出售固定資產活動。

我們引用負債比例 (DEBT)、公司規模 (SIZE)、跨產業數 (INDNO) 三變數來檢驗公司融資能力與出售固定資產活動的關係。公司規模是以公司資產總額取自然對數來衡量。負債比例是以負債除以總資產帳面價值計算。另外，過去學者研究指出（例如：Khanna and Palepu 2000; Lins and Servaes 2002; Doukas et al. 2003），企業可以透過跨足不同產業，來降低各部門間現金流量的相關性，進而擴張公司內部資本市場的規模。因此，我們以沿用 Doukas et al. (2003) 的作法，以公司跨產業數來衡量公司內部資本市場的大小。我們先利用公司每年的股東年報蒐集公司部門別資訊及各部門的營運內容，之後再利用「中華民國行業標準分類」的產業碼來判別各部門所屬的產業類型。最後，我們以產業碼的前兩碼來判斷不同部門是否屬於同一產業，並算出公司的跨產業數。至於，公司的營運績效 (ROA)，我們則是以資產報酬率來衡量 (Warusawitharan 2008)，資產報酬率是以稅前息前折舊前之淨利除以平均資產總額計算。

除了上述變數外，我們還在迴歸式中加入公司成長性 (GROWTH) 和現金持有 (CashHold) 兩個變數作為控制變數。Herrmann et al. (2003) 指出，公司在擴產、成長階段，較不會出售固定資產。在此，我們以營業收入淨額的成長率來衡量公司的成長性。另外，Bates (2005) 指出，公司現金持有多寡會影響公司出售資產的可能性。現金持有少的公司流動性較差，財務危機的可能性相對較高，因此需要透過出售資產來舒緩資金需求的可能性較高。我們以現金、約當現金和短期投資之總和佔總資產的比例來衡量公司的現金持有水準。

肆、實證結果與分析

一、敘述統計分析

變數的敘述統計資料列在表四。從虛擬變數 SmoothU 的平均數 0.2 可得知，在 3,981 個樣本裡，有 20% 的樣本屬“不含出售固定資產損益的盈餘變動小



於零，且處分資產有利益”的狀況；ALM 的平均數 0.11 則顯示，有 11%的樣本為“不含出售固定資產損益的盈餘小於零，且出售固定資產存在利益”。表五為變數間的相關係數分析。ASale 與 SmoothU、ALM、公司負債比例（DEBT）和跨產業數（INDNO）間存在正向關係，而與公司總資產報酬率（ROA）、營收成長率（Growth），及現金持有（CashHold）間有負向的關係。另外，SmoothU 與 ALM 之間的相關係數為 0.48，顯示盈餘減少的公司通常亦伴隨著虧損的發生。

表四 敘述統計

變數	樣本數	平均數	標準差	四分位數		
				Q1	中位數	Q3
ASale(%)	3,981	1.44	5.95	0.01	0.07	0.54
SmoothU	3,981	0.20	0.40	0	0	0
ALM	3,981	0.11	0.31	0	0	0
SIZE	3,981	15.67	1.12	14.87	15.53	16.25
DEBT(%)	3,981	41.29	15.56	30.41	41	51.22
INDNO	3,981	1.72	1.15	1	1	2
ROA(%)	3,981	7.02	9.00	2.22	6.53	11.78
GROWTH(%)	3,981	14.29	82.10	-5.47	6.95	23.28
CashHold	3,981	0.10	0.11	0.03	0.07	0.14

註：變數說明：ASale 為公司處分固定資產所得的債款。當不含出售固定資產損益的盈餘變動小於零，且出售固定資產有利益時，SmoothU 值設為 1，否則，值則設為 0；當不含出售固定資產損益的盈餘小於零且出售固定資產存在利益時，經理人會有利用出售固定資產來避免虧損的誘因，此時將變數 ALM 的值設為 1，否則，則將值設為 0。SIZE 為公司資產總額取自然對數。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。INDNO 為公司的跨產業數。ROA 以稅前息前折舊前之淨利除以平均資產總額計算。GROWTH 為公司營業收入淨額的成長率。CashHold 為現金、約當現金和短期投資之總和佔總資產的比例。

表五 相關係數分析

	ASale(%)	SmoothU	ALM	SIZE	DEBT(%)	INDNO	ROA(%)	GROWTH
SmoothU	0.12***							
ALM	0.23***	0.48***						
SIZE	0.007	0.05***	0.03**					
DEBT(%)	0.18***	-0.008	0.16***	0.16***				
INDNO	0.03*	0.02	0.06***	0.18***	0.07***			
ROA(%)	-0.18***	0.02	-0.25***	0.02	-0.41***	-0.16***		
GROWTH(%)	-0.03**	0.02*	-0.05***	0.04**	0.01	-0.03**	0.16***	
CashHold	-0.10***	-0.04**	-0.15***	-0.09***	-0.37***	-0.17***	0.37***	0.03**

註：1.變數說明：ASale 為公司處分固定資產所得的債款。當不含出售固定資產損益的盈餘變動小於零，且出售固定資產有利益時，SmoothU 值設為 1，否則，值則設為 0；當不含出售固定資產損益的盈餘小於零且出售固定資產存在利益時，經理人會有利用出售固定資產來避免虧損的誘因，此時將變數 ALM 的值設為 1，否則，則將值設為 0。SIZE 為公司資產總額取自然對數。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。INDNO 為公司的跨產業數。ROA 以稅前息前折舊前之淨利除以平均資產總額計算。GROWTH 為公司營業收入淨額的成長率。CashHold 為現金、約當現金和短期投資之總和佔總資產的比例。

2.*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準。

二、迴歸分析

(一) 影響出售固定資產決策之因素

本研究使用迴歸分析，檢驗經理人盈餘管理動機、公司融資限制，及營運效率三因素是否會影響公司出售固定資產活動。迴歸式的被解釋變數為：公司處分固定資產價款除以公司年底的權益市值 (ASale)。我們將實證結果列在表六。在迴歸式(1)和(2)，我們使用虛擬變數小公司 (SMALL) 和低 ROA 公司 (LowROA) 來捕捉公司規模和營運效率這兩個公司特性。當公司規模小於樣本中位數時 (即小於 15.53 時)，變數小公司 (SMALL) 的值設為 1，否則，則值設為 0。當公司的 ROA 屬全樣本 ROA 最低的 25% 時 (即小於第一個四分位 2.22% 時)，則虛擬變數低 ROA 公司 (LowROA) 的值設為 1，否則，則值設為 0。在迴歸式(1)，SmoothU 的迴歸係數顯著為正，表示當經理人有避免盈餘下降的動機，且有機會透過處分資產來達到此目的時，公司會從事較多的出售固定資產活動。此結果支持假說 1-1 之推論，公司出售固定資產活動的多寡與經理人的盈餘管理動機有關，並與 Poitras et al. (2002) 和管夢欣 (1993) 的發現一致。

我們亦使用虛擬變數避免虧損 (ALM) 來檢視出售固定資產活動與盈餘管理動機間的關連性。在迴歸式(2)，虛擬變數 ALM 的迴歸係數顯著為正，表示當經理人有機會利用出售固定資產來達到避免虧損的目的時，公司會從事較多的出售固定資產活動。因此本研究之實證結果顯示，公司出售固定資產活動的多寡與經理人的盈餘管理動機有關，支持假說 1-2。

至於公司融資限制對於出售固定資產活動的影響，迴歸分析顯示，融資能力受限的公司會從事較多的出售固定資產活動。不論是迴歸式(1)或是迴歸式(2)的設定，我們都可以發現虛擬變數小公司 (SMALL) 的係數顯著為正，顯示規模小的公司會從事較多的出售固定資產活動，支持假說 2-1。負債比例 (DEBT) 的迴歸係數也顯著為正，表示負債比例的高的公司亦會從事較多的出售固定資產活動，支持假說 2-2。

不過，我們並沒有發現公司跨產業個數與公司出售固定資產活動間有顯著的關聯性。換言之，若以跨產業個數作為公司內部資本市場的代理變數，則實證結果並未顯示內部資本市場小的公司 (即跨產業個數少的公司) 會進行相對較多的固定資產出售活動。此結果可能與公司跨產業個數除反映公司內部資本市場大小外，亦代表公司營運集中度有關：公司跨產業個數愈多，表示營運集中度愈低。過去文獻 (黃意茵 2006; Steiner 1997; Feng 2003; Chen and Guo 2005) 指出，增加營運集中度以改善經營績效為企業出售固定資產的動機之一，即營



運集中度低的公司，進行出售固定資產的機率與金額將相對較高；換言之，根據營運集中度的觀點，跨產業個數少的公司會進行較少的出售固定資產活動。公司跨產業個數在營運集中度與內部資本市場二面向上，對出售固定資產活動所產生的反向影響，可能是造成其在實證上，與出售資產活動沒有顯著關係的原因。

表六 出售固定資產與盈餘管理、融資限制及營運效率之關聯

	(1)	(2)	(3)	(4)
截距項	3.10 (1.27)	3.38 (1.36)	7.09 *** (2.72)	6.85 *** (2.61)
SmoothU	1.77 *** (5.16)		1.77 *** (5.19)	
ALM		3.52 *** (4.55)		3.48 *** (4.57)
SAMLL ²	0.25 ** (2.07)	0.226 ** (2.11)		
SIZE ²			-0.19 ** (-2.22)	-0.18 ** (-2.35)
DEBT ²	0.05 *** (5.80)	0.05 *** (5.67)	0.05 *** (5.32)	0.04 *** (4.99)
INDNO ²	0.01 (0.18)	0.002 (0.04)	0.01 (0.20)	0.006 (0.09)
LowROA ²	1.31 *** (3.84)	0.65 ** (2.30)		
ROA(%) ²			-0.07 *** (-5.50)	-0.05 *** (-3.97)
GROWTH(%) ²	-0.002 ** (-2.01)	-0.001 * (-1.68)	-0.002 ** (-2.04)	-0.001 (-1.59)
CashHold ²	-1.58 *** (-3.70)	-1.32 *** (-2.91)	-0.85 ** (-1.97)	-0.81 * (-1.66)
控制產業效果	有	有	有	有
控制年度效果	有	有	有	有
調整後 R-square	0.07	0.09	0.08	0.09
樣本數	3,981	3,981	3,981	3,981

註：1.變數說明：ASale 為公司處分固定資產所得的價款。當不含出售固定資產損益的盈餘變動小於零，且出售固定資產有利益時，SmoothU 值設為 1，否則，值則設為 0；當不含出售固定資產損益的盈餘小於零且出售固定資產存在利益時，經理人會有利用出售固定資產來避免虧損的誘因，此時將變數 ALM 的值設為 1，否則，則將值設為 0。SIZE 為公司資產總額取自然對數。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。INDNO 為公司的跨產業數。ROA 為稅前息前折舊前之淨利除以平均資產總額計算。GROWTH 為公司營業收入淨額的成長率。CashHold 為現金、約當現金和短期投資之總和佔總資產的比例。SMALL 的值設為 1，當公司規模小於樣本中位數時（即小於 15.53 時）；否則，則值設為 0。LowROA 的值設為 1，當公司的 ROA 屬全樣本 ROA 最低的 25% 時（即小於第一個四分位 2.22% 時），否則，則值設為 0。

2.皆使用前一期的數值來衡量。

3.括號內為 t 值；* 表達 10% 顯著水準；** 表達 5% 顯著水準；*** 表示達 1% 顯著水準。

另外，迴歸式(1)和(2)的分析結果顯示，公司的出售固定資產活動與其營運效率有顯著的關聯性。變數低 ROA 公司 (LowROA) 的迴歸係數顯著為正，表示營運效率差的公司會從事較多的出售固定資產活動。除此外，我們發現控制變數營收成長率 (GROWTH) 的迴歸係數顯著為負，表示營收成長率高的公司從事的出售固定資產活動相對較少。此發現與 Herrmann et al. (2003) 所指的處於成長階段的公司比較不會出售固定資產的論點一致。另外，控制變數現金持有 (CashHold) 的迴歸係數亦顯著為負，反映持有現金較多的公司，流動性較佳，因此需透過出售固定資產來舒緩資金需求的可能性較低 (Bates, 2005)。

迴歸式(1)和(2)以虛擬變數來衡量公司規模和營運效率，在迴歸式(3)和(4)，我們則改以原始數值（即分別為總資產帳面價值的自然對數值和總資產報酬率值）來取代之前的虛擬變數。實證結果與之前的分析相似：公司出售固定資產活動與各公司特徵間的關係及顯著性皆維持不變。在迴歸式(3)和迴歸式(4)，公司規模數值越大則表示公司越大，此表達與在迴歸式(1)和(2)的設定方向正好相反：即虛擬變數小公司 (SMALL) 的值大時（即為 1），表示公司規模小。因此，虛擬變數小公司 (SMALL) 正的迴歸係數和變數公司規模 (SIZE) 負的迴歸係數，表達的是一致的現象。同樣的說明，亦可適用於解釋虛擬變數低 ROA 公司 (LowROA) 和變數 ROA 正負符號相反的迴歸係數。

(二) 敏感性分析

本研究樣本分析顯示，有超過一半 (57.9%) 的樣本公司其出售固定資產金額低於一千萬元。由於出售固定資產金額的高低可能反映公司不同的出售動機，因此，我們亦針對出售金額大於一千萬元的樣本，重複進行表六迴歸式所做的分析，並將實證結果列於表七。實證結果與表六的結果相近：不論是盈餘管理變數 (SmoothU、ALM)、融資限制變數 (SMALL、SIZE、DEBT、INDNO)，或是營運效率變數 (LowROA、ROA)，其迴歸係數符號都與表六相同，且顯著性亦相近。此結果顯示，影響公司出售固定資產的因素並不隨公司出售固定資產金額的大小而有差異。



表七 敏感性分析：固定資產出售金額大於一千萬元的樣本

	(1)	(2)	(3)	(4)
截距項	11.15 [*] (1.79)	11.58 [*] (1.90)	32.73 ^{***} (4.79)	32.12 ^{***} (4.70)
SmoothU	1.65 ^{***} (3.17)		1.59 ^{***} (3.28)	
ALM		3.64 ^{***} (3.26)		3.59 ^{***} (3.35)
SMALL ²	2.26 ^{***} (5.24)	2.18 ^{***} (3.12)		
SIZE ²			-1.16 ^{***} (-5.590)	-1.13 ^{***} (-5.85)
DEBT ²	0.12 ^{***} (7.12)	0.11 ^{***} (7.70)	0.11 ^{***} (6.81)	0.11 ^{***} (7.07)
INDNO ²	-0.06 (-0.09)	-0.02 (-0.11)	-0.03 (-0.17)	-0.03 (-0.17)
LowROA ²	2.73 ^{***} (3.51)	1.73 ^{**} (2.47)		
ROA(%) ²			-0.15 ^{***} (-3.78)	-0.12 ^{***} (-3.19)
GROWTH(%) ²	-0.005 (-1.15)	-0.006 (-1.16)	-0.002 (-0.48)	-0.002 (-0.43)
CashHold ²	-2.39 ^{***} (-3.20)	-1.91 ^{***} (-2.68)	-0.93 (-1.16)	-0.99 (-1.39)
控制產業效果	有	有	有	有
控制年度效果	有	有	有	有
調整後 R-square	0.16	0.17	0.17	0.19
樣本數	1,480	1,480	1,480	1,480

註：1.變數說明：ASale 為公司處分固定資產所得的債款。當不含出售固定資產損益的盈餘變動小於零，且出售固定資產有利益時，SmoothU 值設為 1，否則，值則設為 0；當不含出售固定資產損益的盈餘小於零且出售固定資產存在利益時，經理人會有利用出售固定資產來避免虧損的誘因，此時將變數 ALM 的值設為 1，否則，則將值設為 0。SIZE 為公司資產總額取自然對數。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。INDNO 為公司的跨產業數。ROA 以稅前息前折舊前之淨利除以平均資產總額計算。GROWTH 為公司營業收入淨額的成長率。CashHold 為現金、約當現金和短期投資之總和佔總資產的比例。SMALL 的值設為 1；當公司規模小於樣本中位數時（即小於 15.53 時），否則，則值設為 0。LowROA 的值設為 1，當公司的 ROA 屬全樣本 ROA 最低的 25% 時（即小於第一個四分位 2.22% 時），否則，則值設為 0。

2.皆使用前一期的數值來衡量。

3.括號內為 t 值；* 表達 10% 顯著水準；** 表達 5% 顯著水準；*** 表示達 1% 顯著水準。

另外，表六的實證分析顯示，公司出售固定資產活動與負債比例間存在顯著的正向關係。此正向關係可反映高融資限制對公司出售固定資產活動所產生的正向需求。不過，此正向關係亦有可能是在反映“在高負債公司，經理人透過處分資產利益，來避免公司違反債務契約的盈餘管理需求 (Bartov 1993)”。為釐清出售固定資產活動與負債比例間正向關係所代表的意義，我們對表六中

的迴歸式(1)和(2)進行變數的調整。我們引進一個新的虛擬變數 SIncome：當公司出售固定資產存在處分利益時，我們將 SIncome 的值設為 1，否則，則值設為 0。我們在迴歸式(1)和(2)中加入負債比例和虛擬變數 SIncome 的交乘項。此交乘項可以用來檢驗出售固定資產存在利益是否會影響公司負債比例與出售固定資產活動間的關係。若該交乘項的迴歸係數不顯著，則表示出售固定資產是否存在利益的這項因素，並不是造成高負債比例公司從事較多出售固定資產活動的原因。換言之，避免違反債務契約的盈餘管理動機並不是造成高負債公司出售較多資產的原因。相對的，若加入該交乘項後，該交乘項的迴歸係數顯著，但負債比例的迴歸係數變得不顯著，則可推知，出售固定資產是否存在利益是造成高負債公司從事較多出售固定資產活動的原因，換言之，高負債公司出售較多資產主要是基於避免違反債務契約的盈餘管理目的，而非為了抒解資金需求。

我們將迴歸分析的結果列在表八。不論是迴歸式(1)或(2)的設定，負債比例 (DEBT) 的迴歸係數都達 1% 的統計顯著水準，且維持為正的符號；另外，負債比例和 SIncome 的交乘項 (DEBT×SIncome) 回歸係數也顯著為正。交乘項顯著為正的迴歸係數顯示，避免違反債務契約的盈餘管理動機確實會促使高負債公司從事較多出售固定資產活動。不過，負債比例顯著為正的迴歸係數也反映出，盈餘管理動機並非是造成高負債公司從事較多出售固定資產活動的唯一因素。高負債公司所面對的融資限制，亦應是使公司進行較多出售固定資產活動的重要原因。

在前述的迴歸式中，我們使用公司的資產報酬率來衡量公司的營運效率，並發現低 ROA 的公司會從事較多的出售固定資產活動。為了確認公司營運效率與出售固定資產活動間的關係，在此，我們亦使用總資產週轉率來衡量公司的營運效率，以總資產週轉率取代 ROA，重複之前的迴歸分析結果。總資產週轉率是以營業收入淨額除以平均資產總額來計算。實證結果與之前的發現一致⁹：總資產週轉率低的公司會進行較多的出售固定資產活動。另外，衡量營運效率變數的改變，並不影響其他變數與出售固定資產的關係。

⁹ 在此，並未將詳細的迴歸係數列出。



表八 敏感性分析：出售固定資產與負債比例

	(1)	(2)
截距項	3.46 (1.42)	3.45 (1.38)
SmoothU	0.69*** (2.69)	
ALM		2.71*** (3.95)
SAMLL ²	0.28** (2.36)	0.26** (2.41)
DEBT ²	0.04*** (6.07)	0.04*** (5.54)
DEBT×SIncome	0.03*** (4.11)	0.02*** (3.98)
INDNO ²	0.004 (0.06)	-0.002 (-0.03)
LowROA ²	1.22*** (3.58)	0.76*** (2.62)
GROWTH(%) ²	-0.002** (-2.06)	-0.002* (-1.84)
CashHold ²	-1.41*** (-3.68)	-1.22*** (-3.07)
控制產業效果	有	有
控制年度效果	有	有
調整後 R-square	0.08	0.09

註：1.變數說明：ASale 為公司處分固定資產所得的價款。當不含出售固定資產損益的盈餘變動小於零，且出售固定資產有利益時，SmoothU 值設為 1，否則，值則設為 0；當不含出售固定資產損益的盈餘小於零且出售固定資產存在利益時，經理人會有利用出售固定資產來避免虧損的誘因，此時將變數 ALM 的值設為 1，否則，則將值設為 0。當公司出售固定資產存在處分利益時，SIncome 的值設為 1，否則，則值設為 0。.SMALL 的值設為 1，當公司規模小於樣本中位數時（即小於 15.53 時），否則，則值設為 0。LowROA 的值設為 1，當公司的 ROA 屬全樣本 ROA 最低的 25% 時（即小於第一個四分位 2.22% 時），否則，則值設為 0。SIZE 為公司資產總額取自然對數。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。INDNO 為公司的跨產業數。ROA 以稅前息前折舊前之淨利除以平均資產總額計算。GROWTH 為公司營業收入淨額的成長率。CashHold 為現金、約當現金和短期投資之總和佔總資產的比例。

2.皆使用前一期的數值來衡量。

3.括號內為 t 值；* 表達 10% 顯著水準；** 表達 5% 顯著水準；*** 表示達 1% 顯著水準。

三、出售固定資產活動與公司市場評價（股價）表現

除了分析影響公司出售固定資產活動的因素，我們亦進一步探討出售固定資產活動對公司表現的影響。過去學者研究指出，市場對於公司出售固定資產宣告的反應，會受出售目的和出售價款的使用方式影響（林炯垚與沈中華 1996；Lang et al. 1995）。因此，我們推測，基於不同原因所進行的出售固定資產活動，對公司的表現可能會產生不同的影響。由於公司的財務績效會受到當



期的出售固定資產活動影響，因此，我們使用市場基礎的績效指標（market-based performance measure）來衡量公司的表現，即以出售固定資產當年度年底之 Tobin's q 來衡量公司當年度的市場績效表現。

Tobin's q 係以是以普通股『市場價值』加特別股和負債帳面價值，除以總資產帳面價值（即普通股『帳面價值』加特別股和負債帳面價值）。出售固定資產會「同額」影響公司之資產帳面值及普通股股東權益帳面值。若為有利得（損失）之固定資產出售，則公司之資產帳面值及普通股股東權益帳面值會「同額」增加（減少）。故出售固定資產雖會使公司 Tobin's q 之分母（資產帳面值與「普通股帳面值」）增加（減少），亦會使 Tobin's q 之分子（普通股市值）產生變化，且 Tobin's q 分子（普通股市值）變化之方向及程度與資本市場對公司出售固定資產後續績效預期之改變相關。

綜合言之，出售固定資產會使公司 Tobin's q（公司『市場價值』表現）之分母與分子產生變化，但變化之相對大小，即 Tobin's q 之變化程度，會受『資本市場』對公司出售固定資產後續績效預期改變之影響。因此過去文獻亦多以 Tobin's q 作為與公司處分固定資產相關之公司市場價值變數（如 Warusawitharana 2008; Yang 2008）。

我們使用迴歸分析來檢驗出售固定資產對公司表現的影響。首先，我們在迴歸式中放入出售固定資產變數（ASale），以分析出售固定資產活動對公司 Tobin's q 的影響；之後，我們會在迴歸式中依序加入出售固定資產變數與盈餘管理、營運效率，和融資限制三類變數的交乘項，來進一步分析不同的出售固定資產目的是否會影響出售固定資產活動與公司表現間的關係。

除上述變數，我們沿用過去文獻的設定（Morck, Shleifer and Vishny 1988; Anderson and Reeb 2003），在迴歸式中加入負債比例（DEBT）、研發費用比率（RD）、廣告費用率（ADV）、公司規模（SIZE）以及產業和年度虛擬變數，來作為控制變數。負債比例是以總負債佔總資產比例計算；研發費用率是以研發費用除以公司營業收入淨額計算；廣告費用率是廣告費除以公司營業收入淨額；公司規模是總資產帳面價值的自然對數值。以上控制變數都是取當期的變數值。

實證結果列在表九。在表九的迴歸式(1)，固定資產出售變數（ASale）的迴歸係數顯著為負，顯示從事固定資產出售活動多的公司，表現顯著較差。過去出售資產相關文獻指出，出售資產對公司表現的影響，決定於公司在出售資產後是否能有效率的運作：其中包含營運管理面的效率(Maksimovic and Philips 2001; Datta et al. 2003; Yang 2008) 及資金運用面的效率（Lang et al. 1995; Shin



2008)。若公司出售資產後，無法有效的運用出售資產取得的資金，或無法有效提升營運管理的效率，則將造成出售資產的成本大於利益，進而對公司表現產生負面影響。

表九 出售固定資產與公司表現

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
截距項	0.49 (1.51)	0.49 (1.51)	0.49 (1.53)	0.49 (1.50)	0.49 (1.47)
ASale	-0.007*** (-7.63)	-0.007*** (-5.22)	-0.008*** (-4.69)	-0.011*** (-4.09)	-0.045*** (-7.79)
ASale × SmoothU ²		0.0002 (0.10)			
ASale × ALM ²			0.004 (1.55)		
ASale × LowROA ²				0.006** (2.49)	
ASale × SMALL ²					0.004** (2.03)
ASale × DEBT ²					0.0006*** (8.01)
ASale × INDNO ²					-0.0004 (-0.50)
DEBT ³	-0.006*** (-7.13)	-0.006*** (-7.10)	-0.006*** (-7.10)	-0.006*** (-7.21)	-0.007*** (-7.95)
RD ³	1.03** (2.43)	1.03** (2.43)	1.024** (2.40)	1.018** (2.44)	1.003** (2.38)
ADV ³	-1.85*** (-2.80)	-1.85*** (-2.81)	-1.86*** (-2.84)	-1.84*** (-2.83)	-1.92*** (-2.86)
SIZE ³	0.05** (2.53)	0.05** (2.53)	0.046** (2.53)	0.046** (2.56)	0.047*** (2.59)
控制產業效果	有	有	有	有	有
控制年度效果	有	有	有	有	有
調整後 R-square	0.318	0.318	0.318	0.319	0.324
樣本數	3,981	3,981	3,981	3,981	3,981

註：1.變數定義：ASale 為公司處分固定資產所得的價款。INV 是以公司當期購置固定資產和長期性資產的現金流出總金額，除以權益市值；DebtPay 則是以公司當期償還長短期債務（含公司債）的總現金流出金額，除以權益市值；CashDiv 則是代表公司當期股票現金股利支出的總金額，再除以權益市值。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。SIZE 為公司資產總額取自然對數。RD 是以研發費用除以公司營業收入淨額計算。ADV 是廣告費除以公司營業收入淨額。LowROA 是使用前一年度的 ROA 來進行變數值的衡量。SMLL 的值設為 1，當公司規模小於樣本中位數時（即小於 15.53 時），否則，則值設為 0。

2.延續表六的變數設定，皆是取前一期的變數值。

3.皆是取當期的變數值。

4.表內迴歸式的被解釋變數為出售固定資產當年度年底之 Tobin's q。括號內為 t 值。

5.*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準。

在迴歸式(2)和(3)，我們加入固定資產出售變數 (ASale) 與盈餘管理相關變數的交乘項 (ASale×SmoothU 與 ASale×ALM)。實證發現，固定資產出售變數 (ASale) 的係數仍顯著為負，但交乘項的迴歸係數並未達統計顯著水準，顯示資本市場對於公司與避免盈餘下降及避免盈餘出現虧損盈餘管理動機相關之出售固定資產活動，並無顯著增額反應。此一發現可能顯示，資本市場能看穿經理人藉由出售固定資產來進行盈餘操控的行為。過去有不少文獻指出資本市場（投資人）能看穿會計盈餘的操控¹⁰。當資本市場能看穿財務報表的數字、不受出售固定資產後的盈餘數字影響，而僅就出售固定資產對公司的實質影響來進行評估和反應時，資本市場就應不會對盈餘管理動機相關之出售固定資產活動產生顯著的增額反應。

在迴歸式(4)，我們加入固定資產出售變數(ASale)和低營運績效(低 ROA)公司的交乘項 (ASale×LowROA)。實證結果發現，交乘項係數顯著為正¹¹，顯示當公司是基於改善營運績效而出售固定資產時，公司的 Tobin's q 值相對較高；換言之，當公司是為了改善公司營運表現而出售固定資產時，公司的表現會相對較佳。此結果與 Hite et al. (1987) 的論點和發現一致。Hite et al. (1987) 指出，出售固定資產有助於改善公司資源配置的效率，且實證發現市場對於出售固定資產的宣告有正向的股價反應。

在迴歸式(5)，我們加入出售固定資產和三個衡量融資限制變數（即 SMALL、DEBT，和 INDNO）的交乘項。迴歸式(5)交乘項的迴歸係數多顯著為正，顯示當公司因資金融通需求而進行固定資產出售時，公司的表現會相對較佳。Lang et al. (1995) 認為，對於對外融資能力受限程度高的公司而言，出售固定資產是取得相對便宜資金的一個重要管道。在此，我們發現，基於融資需求而出售固定資產的公司，有相對較高的 Tobin's q 值；此結果反映，出售固定資產對融資受限程度高的公司有相對較大的好處，此好處可能來自於公司出售固定資產後，資產流動性的改善。

除上述分析外，我們亦引入投資支出、償還負債支出，和現金股利支出三個變數，來檢驗公司使用資金方式是否會影響出售固定資產與公司市場股價表現之關係。實證結果列在表十。三種資金使用方式變數之定義分別如下：投資支出 (INV) 是以公司當期購置固定資產和長期性資產的現金流出總金額，除以權益市值計算；償還負債支出 (DebtPay) 是以公司當期償還長短期債務（含公司債）的總現金流出金額，除以權益市值計算；現金股利支出 (CashDiv) 則是代表公司當期股票現金股利支出的總金額，再除以權益市值計算。

¹⁰ 詳參 Healy (1999) 對相關文獻的回顧。

¹¹ 我們亦以總資產週轉率來衡量公司的營運效率，實證結果相似。

表十 出售固定資產、資金使用目的與公司表現

	(1)	(2)	(3)
截距項	0.49 (1.51)	0.49 (1.53)	0.49 (1.50)
ASale	-0.006 *** (-7.57)	-0.007 *** (-7.55)	-0.005 *** (-6.78)
ASale × INV	-0.001 (-0.57)	0.001 *** (3.94)	-0.454 *** (-10.19)
ASale × DebtPay			
ASale × CashDiv			
DEBT ²	-0.006 *** (-7.10)	-0.006 *** (-7.13)	-0.006 *** (-7.26)
RD ²	1.03 ** (2.44)	1.025 ** (2.43)	1.026 ** (2.46)
ADV ²	-1.84 *** (-2.78)	-1.844 (-2.81)	-1.839 *** (-2.84)
SIZE ²	0.04 ** (2.53)	0.04 ** (2.52)	0.046 ** (2.54)
控制產業效果	有	有	有
控制年度效果	有	有	有
調整後 R-square	0.318	0.318	0.318
樣本數	3,981	3,981	3,981

註：1. 變數定義：ASale 為公司處分固定資產所得的價款。INV 是以公司當期購置固定資產和長期性資產的現金流出總金額，除以權益市值；DebtPay 則是以公司當期償還長短期債務（含公司債）的總現金流出金額，除以權益市值；CashDiv 則是代表公司當期股票現金股利支出的總金額，再除以權益市值。DEBT 為負債除以總資產帳面價值。SIZE 為公司資產總額取自然對數。RD 是以研發費用除以公司營業收入淨額計算。ADV 是廣告費除以公司營業收入淨額。INV、DebtPay 和 CashDiv 三變數是以公司當期資料衡量。

2. 皆是取當期的變數值。

3. 表內迴歸式的被解釋變數為出售固定資產當年度年底之 Tobin's q。括號內為 t 值。

4.*表示達 10% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；***表示達 1% 顯著水準。

在表十的三條迴歸式，除出售固定資產變數（ASale）本身外，我們亦依序放入出售固定資產變數（ASale）與三種資金使用方式變數（INV、DebtPay、CashDiv）的交乘項，藉此來檢驗公司使用資金方式的影響¹²。在三條迴歸式中，出售固定資產變數（ASale）的迴歸係數皆顯著為負，顯示當公司從事越多出售固定資產活動時，其市場評價表現越差。至於出售固定資產變數（ASale）和投資支出的交乘項（ASale×INV）係數，迴歸式(1)的結果顯示，此交乘項係數為負，但並未達到統計顯著水準，換言之，並沒有證據顯示公司的投資支出

¹² 我們亦有將 ASale 與三個捕捉公司使用資金方式的變數交乘項同時放入同一迴歸式中進行分析，實證結果與迴歸式(1)-(3)的結果一致。

會影響出售固定資產活動與公司表現間的關係。

在迴歸式(2)，出售固定資產變數（ASale）和償還負債支出交乘項（ASale×DebtPay）的係數顯著為正，表示公司進行債務償還有助於和緩出售固定資產對公司表現的負向影響。換言之，相對於出售固定資產但沒有償還債務的公司，出售固定資產且亦進行債務償還的公司，會有相對較佳的市場表現。此正向的係數與 Bates (2005) 所提的論點一致。Bates (2005) 指出，公司使用出售資產所得到的價款來償付債務，具有減少負債代理問題的作用，對公司價值能產生正面的影響。另外，此結果也與 Lang et al. (1995) 的發現一致。Lang et al. (1995) 實證發現，當公司出售資產是以償還負債為目的時，公司股價對出售資產的宣告有正向的反應。

另一方面，我們則從迴歸式(3)的結果發現，出售固定資產變數（ASale）和現金股利支出交乘項（ASale×CashDiv）的係數顯著為負，顯示發放現金股利會加遽出售固定資產對公司市場評價表現的負向影響。也就是說，相對於出售固定資產但沒有發放現金股利的公司，出售固定資產亦同時發放現金股利的公司，其公司市場評價表現會相對較差。根據 Bates (2005) 研究發現，有較佳成長機會的公司會傾向於留用出售資產所得的價款。因此當公司出售固定資產且亦進行現金股利發放時，市場可能解讀公司係因為未來成長機會有限，轉而將出售固定資產價款發還股利給股東而未留用，故資本市場會給予股價較低的評價，導致公司 Tobin's q 相對較低。

綜合以上實證結果，我們發現出售固定資產活動與公司市場評價表現間有顯著的負向關係，且此關係會受到出售固定資產的原因和公司使用資金的方式影響。過去文獻指出，市場對於基於融資或（和）改善營運效率而進行的出售資產宣告，會有正向的價格反映 (Hite et al. 1987; Lang et al. 1995; Bates 2005)。本研究的實證發現則顯示，雖然改善營運效率與資本結構，有助於減緩出售固定資產對公司市場評價表現的負向影響，但平均而言，從事越多出售資產活動，公司市場評價表現越差。出售固定資產活動對企業市場評價表現產生的不利影響，可能與公司出售固定資產後無法有效提升運作效率有關。出售固定資產後所衍生的調整成本，可能是造成運作效率無法提升的因素之一 (Yang 2008)。因應固定資產出售，公司在營運生產上，必需要進行相對應的調整（例如生產線的調整、人力配置的調整，以及人員工作內容的調整），並承擔在調整過程中所衍生的成本（例如：在生產線及人力配置調整後的適應期中，生產速度及產品良率可能受到影響；另外，人員亦可能因工作內容的變動，而需要進行額外的訓練）。當公司出售固定資產的規模越大，因應調整的幅度和需要額外負擔的成本勢必越高。因此，出售固定資產所對應的較差公司市場評價表現，反映的可能是，固定資產出售後，營運調整成本對公司績效所產生的負向



影響。

伍、結論

對多數企業而言，出售固定資產是營運過程中必須面對的決策之一。出售固定資產活動，使資源（包含資金）重新在企業內部及企業間進行配置；這樣的資源重新配置，對企業的表現、投資人的權益都可能產生影響。探討企業出售固定資產多寡的原因和影響，有助於我們瞭解出售固定資產活動在企業營運過程中所扮演的角色，以及其對投資人的意義。

本文以 1996-2005 年間的台灣上市公司為研究對象，分析經理人盈餘管理動機、企業的營運效率，以及企業面對的融資限制對公司出售固定資產活動的影響，並進一步探究出售固定資產活動與公司表現間的關聯性。我們的實證結果顯示，經理人透過實現處分資產利益，來改善公司盈餘數字的盈餘管理操作，是促使公司進行較多出售固定資產的重要因素。我們也發現，小公司和高負債比例的公司會從事較多的出售固定資產活動。此實證結果支持“融資能力受限較多的公司，以資產出售來滿足公司資金需求的程度較高”的論點 (Lang et al. 1995)。另外，迴歸結果也顯示，營運效率差的公司會有較多的出售固定資產活動；此發現支持過去學者所提出的改善資源配置論點 (Warusawitharan 2008)。

另一方面，本研究也發現，出售固定資產活動與公司表現間存在顯著為負的關係，且此關係受到公司出售固定資產的原因，以及公司使用資金的方式影響。當公司是基於融資和改善營運效率的目的而進行固定資產出售時，出售固定資產對公司市場評價表現的不利影響，會獲得減緩；另外，同時進行負債償付活動，亦可以降低出售固定資產對公司市場評價表現的負面影響。不過，同時進行現金股利發放，則會加遽出售固定資產對公司市場評價表現的不利影響。

整體而言，我們的研究顯示，對於企業而言，出售固定資產活動不僅具有重新配置企業資源（用來改善營運效率）的作用，亦是企業取得資金融通及進行盈餘管理的手段。然而，我們也發現，從事較多出售固定資產活動的企業，市場評價表現相對較差。綜合本研究的發現結果，顯示，對企業來說，出售固定資產雖是一項具有多重作用的企業活動，但是，出售固定資產後續啟動的調整過程和所需擔負的調整成本，亦是企業在考慮出售固定資產時，不容忽視的因素。企業若無法利用出售固定資產來改善公司的資源和資金配置，出售固定資產不但無益於改善公司的實質表現，公司反可能因高額的調整成本而受拖累。因此，投資人在面對公司的出售固定資產宣告時，除了應關注公司出售固



定資產的原因¹³和資金的使用方式外，亦應注意公司因應固定資產出售後的調整計畫是否周全，因為，高額的調整成本可能抵銷出售固定資產所為公司帶來的好處。

¹³ 投資人可根據公司之財務報表，從下述幾個面向，來推論公司出售固定資產的可能原因，進而判斷出售固定資產對公司未來表現的可能影響。例如：（1）檢視現金流量表，從現金流出之活動，例如營運支出增加，償還負債等，來推論公司出售固定資產所得資金的可能流向（原因）。（2）檢視損益表，以當年度不含出售資產損益的盈餘（稅前淨利-(+)固定資產處分利益(損失)）與前一年度稅前淨利相比之盈餘變動是否小於零，及出售資產是否有利益，推論公司是否有避免盈餘下降（即向上盈餘管理）動機，並進而透過處分資產來達到此目的；以當年度不含出售資產損益的盈餘（稅前淨利-(+)固定資產處分利益(損失)）是否小於零且出售資產是否存在利益，推論公司是否有避免虧損並透過出售資產來減少或避免虧損。（3）檢視資產負債表及損益表，比較公司前一年度與當年度之負債比例與 ROA，初步推論公司利用出售資產來改善財務結構及營運效率之動機及效果。

參考文獻

- 王碩妤，2009，台灣上市櫃公司資產出售事件：不同資金使用目的對股東財富長期影響—現金流量大小與財務危機、成長機會，國立中正大學財務金融所未出版碩士論文。
- 金成隆、林修歲與邱煒琚，2005，研究發展支出與資本支出的價值攸關性：以企業生命週期論析，中山管理評論，第 13 卷第 3 期：617-643。
- 林炯垚與沈中華，1996，上市公司出售長期資產事件之宣告效果-GARCH 模型之應用，證券發展季刊，第 8 卷(10 月)：1-22。
- 林嬪娟與官心怡，1996，經理人盈餘預測與盈餘操縱之關聯性研究，管理與系統，第 3 卷第 1 期：27-41。
- 林淑莉與陳富祥，2003，企業出售資產行為之決定因素與對經營績效及財務結構影響之研究，臺北科技大學學報，第 37 卷第 2 期：251-266。
- 林雨欣，2008，固定資產行為與績效關聯性之研究—以台灣科技公司為例，國立交通大學科技管理研究所未出版碩士論文。
- 林家輝，2005，資本支出、公司治理與企業價值關係之研究，國立中正大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 林陣蒼，2005，公司是否利用處分資產規避報導虧損，國立臺灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 斜志斌，2007，上市汽車生產企業固定資產結構與企業績效之關係研究，華東經濟管理，第 21 卷第 4 期：52-54。
- 楊朝旭與黃潔，2004，企業生命週期、資產組合與企業未來績效關連性之研究，商管科技季刊，第 5 卷第 1 期：49-71。
- 楊朝旭與吳幸蓁，2003，總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究，會計評論，第 36 期：55-87。
- 黃意茵，2006，影響企業選擇撤資及撤資方式之因素，東吳大學企業管理所未出版碩士論文。
- 黃志仁、廖彩伶與陳于格，2009，現金增資之盈餘管理行為：裁決性應計項目與業外損益之整合性決策，當代會計，第 10 卷第 1 期：63-98。
- 張文灝與黃惠專，2005，處分投資、盈餘平穩化與市場評價，當代會計，第 6 卷第 2 期：29-62。



管夢欣，1993，長期性資產出售交易與盈餘管理行為之關聯性實證研究，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。

歐進士、李佳玲與詹茂昆，2004，我國企業盈餘管理與經營風險關聯之實證研究，風險管理學報，第6卷第2期：181-206。

Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. 2004. The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance* 59 (4): 1777-1804.

Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58 (3): 1301-1328.

Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earning manipulation. *The Accounting Review* 68 (4): 840-855.

Bates, T. W. 2005. Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *Journal of Finance* 60 (1): 105-135.

Bitner, L. N., and R. Dolan. 1998. Does smoothing earnings add value? *Management Accounting* 80 (10): 44-47.

Brown, D. T., C. M. James, and R. M. Morradian. 1994. Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance* 1 (2): 233-257.

Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earning management to avoid earnings decrease1 and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99-126.

Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman. 2003. Value creation in corporate asset sales: the role of managerial performance and lender monitoring. *Journal of Banking & Finance* 27 (2): 351-375.

Denis, D. K., and D. K. Shome. 2005. An empirical investigation of corporate asset downsizing. *Journal of Corporate Finance* 11 (3): 427-448.

Chen, H. L., and Guo, R. J. 2005. On corporate divestiture. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 24 (4): 399-421.

Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review* 83 (3): 757-787.

Doukas, J. A., and C. Pantzalis. 2003. Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. *Journal of Corporate Finance* 9 (1): 59-92.

Easterbrook, F. H. 1984. Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74 (4): 650-659.



- Feng, Z. 2003. Corporate governance and the equity carve-out decision. Working paper, University of Connecticut.
- Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas. 2003. The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41 (1): 89-108.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Hillier, D., P. McColgan, and S. Werema. 2009. Asset sales and firm strategy: an analysis of divestitures by UK companies. *The European Journal of Finance* 15 (1): 71-87.
- Hite, G. L., J. E. Owers, and R. C. Rogers. 1987. Market for inter-firm asset sales: partial sell-off and total liquidations. *Journal of Financial Economics* 18 (2): 229-252.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- John, K., and E. Ofek. 1995. Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics* 37 (1): 105-126.
- Khanna, T., K. Palepu. 2000. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance* 55 (2): 867-891.
- Lang, L., A. Poulsen, and R. Stulz. 1995. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics* 37 (1): 3-37.
- Lins, K. V., and H. Servaes. 2002. Is corporate diversification beneficial in emerging markets? *Financial Management* 31 (2): 5-31.
- Maksimovic, V., and G. Phillips. 2001. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance* 56 (6): 2019-2065.
- Matsusaka, J. G., and V. Nanda. 2002. Internal Capital Markets and Corporate Refocusing. *Journal of Financial Intermediation* 11 (2): 176-211.
- Morck, R. K., A. Shleifer, and R. Vishny. 1988. Managerial ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 293-315.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.
- Nixon, T., R. Roenfeldt, and N. Sicherman. 2000. The choice between spin-offs and



- sell-offs. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 14 (3): 277-288.
- Pettit, R. R., and R. F. Singer. 1985. Small business finance: A research agenda. *Financial Management* 14 (3): 47-60.
- Poitras, G., T. Wilkins, and Y. S. Kwan. 2002. The timing of asset sales: Evidence of earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (7-8): 903-934.
- Pulvino, T. C. 1998. Do asset fire sale exit? An empirical investigation of commercial aircraft transactions. *Journal of Finance* 53 (3): 939-978.
- Shleifer, A., and R.W. Vishny. 1989. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* 25 (1): 123-140.
- Shin, G. H. 2008. The profitability of asset sales as an explanation of asset divestitures. *Pacific-Basin Finance Journal* 16 (5): 555-571.
- Steiner, T. L. 1997. The corporate sell-off decision of diversified firms. *Journal of Financial Research* 20 (2): 231-241.
- Verschueren, L., and M. Deloof. 2006. How does intra-group financing affect leverage? Belgian evidence. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 31 (1): 83-108.
- Voulgaris, F., D. Asteriou, and G. Agiomirgianakis. 2004. Size and determinants of capital structure in Greek manufacturing sector. *International Review of Applied Economics* 18 (2): 247-262.
- Warusawitharana, M. 2008. Corporate asset purchases and sales: theory and evidence. *Journal of Financial Economics* 87 (2): 471-497.
- Yang, L. 2008. The real determinants of asset sales. *Journal of Finance* 63 (5): 2231-2262.

