

# The Impact of Economic Policy Uncertainty on Non-GAAP Earnings' Quality

## 經濟政策不確定性對非公認盈餘品質之影響

Sheng-Yi Lo, Department of Finance, National Sun Yat-sen University  
羅勝議 / 國立中山大學財務管理學系

I-Lin Chen, Department of Accounting, Providence University  
陳以林 / 靜宜大學會計學系

Han-Chung Chen, Department of Accountancy, National Taipei University  
陳漢鐘 / 國立臺北大學會計學系

Yun-Zhu Liu, Deloitte & Touche Taiwan  
劉昀竹 / 勤業眾信聯合會計師事務所

*Received 2023/8, Final revision received 2024/12*

### Abstract

This study investigates the role of economic policy uncertainty (EPU) in the relation between the special item (SPI) recognition and the voluntary non-GAAP earning disclosure, and EPU's effect on the exclusion quality. By examining a sample of US listed firms ranging from 2003 to 2017, we find that (1) the incremental relation between the SPI recognition and the likelihood of voluntary disclosure of non-GAAP earnings is positive under higher EPU; (2) the relation between EPU and the exclusion quality is positive for firms with voluntary disclosures of non-GAAP earnings; (3) firms exclude more SPIs under higher EPU. In addition, the monitoring role of analysts makes the positive effect of EPU on exclusion quality stronger. Finally, the incremental relationship between the voluntary non-GAAP earning disclosure and information asymmetry is negative under higher EPU. These findings sustain the informative motive for non-GAAP earnings disclosure.

**【Keywords】** economic policy uncertainty, voluntary disclosure, non-GAAP earnings, special item, exclusion quality

## 摘要

本研究旨在探討經濟政策不確定性（簡稱政策不確定性）透過引發暫時性項目之認列，是否會逐步促使公司自願性揭露非公認盈餘，及政策不確定性對排除品質的影響。本研究以 2003 至 2017 年間美國上市公司為研究對象，獲得實證結果如下：(1) 政策不確定性愈大，認列暫時性項目與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係增額愈強；(2) 有揭露非公認盈餘時，政策不確定性愈大，排除品質愈高；(3) 政策不確定性愈大，上述公司所排除之暫時性項目愈多。此外，分析師所扮演之外部監督角色能額外強化政策不確定性，促進排除品質效果。最後，政策不確定性愈大，自願性揭露非公認盈餘愈能額外降低資訊不對稱。以上發現支持公司從事非公認盈餘揭露之資訊性動機。

【關鍵字】經濟政策不確定性、自願性揭露、非公認盈餘、暫時性項目、排除品質

## 壹、前言

政府經濟政策不確定性 (Economic Policy Uncertainty; EPU) (以下簡稱政策不確定性)，對一國或地區之總體經濟扮演重要角色，亦深深影響企業之經營環境與多種經營活動 (如：Baker, Bloom, and Davis, 2016; Bonaime, Gulen, and Ion, 2018; Duong, Nguyen, J. H., Nguyen, M., and Rhee, 2020)。除了經營活動，不少研究亦發現政策不確定性亦為影響公司財務報導與資訊揭露之重大決定因素 (如：Nagar, Schoenfeld, and Wellman, 2019; El Ghouli, Guedhami, Kim, and Yoon, 2021; Jiang, Pittman, and Saffar, 2022)。

對於公司財務報導與資訊揭露而言，自願性揭露非公認盈餘 (Non-GAAP Earnings) 是最重要的管道之一。根據 American Institute of Certified Public Accountants (2020) 的報告指出，94% 的標準普爾 500 指數 (S&P 500) 公司於 2020 年第一季季報自願揭露至少一項非公認盈餘數字。由於非公認盈餘的揭露並非強制，其計算過程與項目明細亦無嚴格準則，故逐漸成為美國上市公司揭露資訊的重要管道，也成為普遍現象<sup>1</sup>。因此，大部份市場參與者，如投資大眾、機構投資人、分析師和證券商等，均會接觸或使用非公認盈餘資訊。是故，探討政策不確定性對非公認盈餘揭露及其品質有何影響，應具有重大價值。

相較於過去研究分別探討政策不確定性對公司經營行為、政策不確定性對財務資訊報導及揭露之影響，本研究則結合此兩者一併探討<sup>2</sup>。由於政策不確定性會促使公司採取諸多因應的經營行為，進而在財報上密集認列較多暫時性項目 (Special Items; SPI)，因此本研究首先探討，藉由引發暫時性項目之認列，政策不確定性是否會進而逐步 (Incrementally) 促使自願性揭露非公認盈餘，亦即政策不確定性是否會強化認列暫時性項目與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係；再進一步探討政策不確定性對非公認盈餘品質之影響。

當公司內外部資訊不對稱加劇，會導致權益資金成本上升，甚至股價大跌 (Diamond and Verrecchia, 1991; Lang and Maffett, 2011; Pástor and Veronesi, 2012)；公司會有誘因提供對公司價值或核心盈餘更具攸關性的資訊，以降低資訊不對稱，幫

1 一般而言，非公認盈餘是以財報上所列公認盈餘為基礎再排除部份特定已認列項目 (簡稱排除項目) 而得。揭露時除了非公認盈餘的數字，亦會列示排除項目的數字和性質。非公認盈餘並非須強制揭露之資訊，亦不須經會計師查核簽證，且其中的排除項目究竟應否排除、計算過程與數字等，均由公司相關經理人自由裁量決定 (顏廷緯、羅勝議、劉啟群與尤琳蕙，2024)。

2 關於政策不確定性對公司經營行為以及對財務資訊報導和揭露之影響，相關文獻請參閱貳、文獻探討與假說發展。

助投資人合理評估公司價值 (Healy and Palepu, 2001; Verrecchia, 2001)；此動機稱為資訊性動機 (Informative Motive) (Healy and Palepu, 2001; Verrecchia, 2001)。然而，公司經理人亦可能會趁資訊不對稱加劇，刻意釋放訊息誤導投資人，讓投資人高估公司核心盈餘和未來獲利以賺取私利；此即為投機性動機 (Opportunistic Motive) (Doyle, Lundholm, and Soliman, 2003)。過去探討政策不確定性對財務資訊報導及揭露影響的相關研究曾推論，由於政策不確定性造成公司前景不明、訊息混亂，不但導致公司股價波動性大增 (Pástor and Veronesi, 2012; Baker et al., 2016)，更會加劇公司內外部間之資訊不對稱 (Nagar et al., 2019; El Ghouli et al., 2021; Jiang et al., 2022)，並發現政策不確定性會促使公司提供更具攸關性和品質較高之財務及公認盈餘資訊，研究結果支持資訊性動機。

承上，由於政策不確定性造成公司前景不明，為防範不利情況發生，公司會採取諸如降低投資支出 (Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2016)、大量裁員 (Ilut and Schneider, 2014)、提高現金持有水準 (Duong et al., 2020) 等防禦性經營行為，以避免可能的負面衝擊。進一步言，過去研究指出當公司所處之經營環境和策略方針發生重大改變或面臨財務危機時，所採取的經營行為不僅多樣且時常互有關連。例如公司進行組織或營業部門重整時，亦可能會同時處分廠房、土地和設備等固定資產 (Atanassov and Kim, 2009)、大量裁員 (Chalos and Chen, 2002) 以及投資支出減少 (Chen, Mehrotra, Sivakumar, and Yu, 2001)。因此，政策不確定性可能會引發公司採取一連串相應的重大經營行為和事件，而重大經營行為與事件很容易導致公司財報上產生暫時性項目 (Donelson, Jennings, and McInnis, 2011)。例如：進行組織重整時所產生之重整費用、大量裁員所產生之訴訟費用或賠償損失、處分固定資產和營業部門時所產生之處分損益或資產減損等。此外，政策不確定性也會使得消費者減少消費 (Bansal and Yaron, 2004)，使公司因滯銷或銷貨成長遲滯而發生存貨跌價或資產減損等，故政策不確定性亦很可能促使公司認列較多之暫時性項目。

暫時性項目，就其定義而言，一般是由於特殊、不常見的事件所致，且連續重複發生之機率甚低，故從長期來看，其發生頻率較為短暫；而與其相反的核心盈餘則會連續重複發生，長期而言亦較穩定、一致 (McVay, 2006)。過去研究發現暫時性項目會降低公認盈餘之資訊內涵 (Bradshaw and Sloan, 2002) 和品質 (Srivastava, 2014)，亦會降低公認盈餘的應計數與未來現金流量之關聯性 (Bushman, Lerman, and Zhang, 2016)。故可知，暫時性項目會導致公認盈餘較無法反映公司核心盈餘，造成以公認盈餘評估公司價值會存在較多干擾，亦會造成公司和外部投資人之間的資訊不對稱。因此，根據資訊性動機，公司會提供對價值或核心盈餘更具攸關性的資訊，而自願性揭露非公認盈餘則是達成此目的的重要方法之一。過去探討自願性揭露非公認盈餘動機的研究大多認為經理人自願揭露非公認盈餘係因暫時性項目會干擾投

資人對於公司核心盈餘之評估 (Bhattacharya, Black, Christensen, and Larson, 2003; Kolev, Marquardt, and McVay, 2008)。相關實證研究也發現當有暫時性項目認列時，公司和分析師會傾向主動揭露排除暫時性項目後的非公認盈餘，以傳遞公司核心盈餘資訊 (Lougee and Marquardt, 2004; Bradshaw and Sloan, 2002)。然而，根據前述投機性動機，此時經理人亦可能會藉政策不確定性加劇資訊不對稱，刻意釋放訊息、誤導投資人以賺取私利 (El Ghouli et al., 2021; Doyle et al., 2003; Black, Christensen, Joo, and Schmardebeck, 2017)。由此可知，不論是出於資訊性或投機性動機，認列暫時性項目後，公司皆較可能主動揭露非公認盈餘。

承上，政策不確定性除了會引發公司採取一連串相應的重大經營行為和事件，很可能還會進一步促使公司認列一連串暫時性項目。本研究因而推論，相對於平時，當政策不確定性較大時，公司所認列之暫時性項目較為重大且頻率密集，對評估核心盈餘的干擾會額外較大，公司自願揭露非公認盈餘的動機會額外增強。因此，本研究預期政策不確定性會強化暫時性項目的認列與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係。

為進一步釐清自願性揭露非公認盈餘的動機，本研究推論，若基於資訊性（投機性）動機，則公司揭露非公認盈餘時，其盈餘品質將較高（低）。又，過去探討非公認盈餘品質的文獻多以排除項目對未來營業利益或未來現金流量的預測能力衡量，此稱為排除品質 (Exclusion Quality) (Doyle et al., 2003; Brown, Christensen, Elliott, and Mergenthaler, 2012; Leung and Veenman, 2018; Chen, Lee, Lo, and Yu, 2021)<sup>3</sup>，故本研究採用排除品質衡量非公認盈餘品質。此外，過去相關實證結果大多支持前述資訊性動機 (Nagar et al., 2019; El Ghouli et al., 2021; Jiang et al., 2022)，故本研究預期自願揭露非公認盈餘的公司，所面臨的政策不確定性愈大，排除品質愈高。

本研究以 2003 至 2017 年間美國上市公司為研究對象，並依循過去研究 (Curtis, McVay, and Whipple, 2014; Bentley, Christensen, Gee, and Whipple, 2018; Nagar et al., 2019)，以公司季資料為觀察值單位進行實證分析，獲得實證結果如下：首先，政策不確定性愈大，認列暫時性項目與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係愈強；其二，對於有揭露非公認盈餘的公司，當政策不確定性愈大，排除品質愈高，亦即所排除項目愈傾向暫時性；其三，對於上述公司，政策不確定性愈大，其所排除的暫時性項目愈多；此外，政策不確定性愈大，自願性揭露非公認盈餘愈能額外降低

---

3 此處所稱之現金流量，在概念上為經由營業活動產生，亦即會計上現金流量表中之營業活動現金流量。以下所提及之現金流量若未特別說明，其意即同。

資訊不對稱，此結果與 Nagar et al. (2019) 一致。以上發現皆支持前述公司揭露非公認盈餘之資訊性動機。

另外，本研究額外發現，政策不確定性愈大，分析師跟蹤 (Analyst Following) 與揭露非公認盈餘之增額關係轉為負，顯示分析師跟蹤與非公認盈餘在降低資訊不對稱方面為替代關係，及分析師扮演的外部監督角色可額外強化政策不確定性對排除品質的促進效果。此外，較大的政策不確定性雖導致公認盈餘品質降低，但同時亦促使公司提升非公認盈餘品質，此時公認與非公認盈餘品質為反向關係。最後，本研究以五種政策構面之不確定性進行更詳細測試，發現積極避稅和較依賴債務市場的公司，租稅與貨幣構面的不確定性分別對排除品質之正向作用額外較強。相關結果大致上仍支持資訊性動機。

本研究主要貢獻如下：首先，過去關於政策不確定性之研究，主要可分為對公司經營行為和決策之影響（如：Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2016），以及對公司會計資訊的報導和揭露之影響（如：Nagar et al., 2019; El Ghouli et al., 2021）。本研究結合此兩脈絡文獻，先從政策不確定性對經營行為之影響出發，推論和驗證藉由引發暫時性項目之認列，政策不確定性會逐步促使公司自願性揭露非公認盈餘並提升排除品質。更重要的是，過去關於政策不確定性促進資訊報導和揭露之研究意涵（如：Nagar et al., 2019; Jiang et al., 2022），皆顯示此為單純的資訊面影響 (Information Effect)。亦即，政策不確定性會加劇資訊不對稱、衝擊資訊環境等，故會促進公司揭露資訊。本研究以暫時性項目作為結合工具，額外補充政策不確定性從實際活動層面（例如引發組織重整）對資訊揭露和品質所帶來的增額促進效果。此貢獻說明，會計作為資訊處理系統，能夠適當反映實際活動訊息並進而深刻影響公司所處資訊環境。

此外，儘管 Nagar et al. (2019) 發現政策不確定性會促使公司密集自願性發佈 8-K 報告書 (8-K filings)，且 8-K 報告書也確實是揭露非公認盈餘資訊的重要管道之一；然而，當政策不確定性較大，資訊不對稱升高時，投資人亟需更攸關核心盈餘的資訊以合理評估公司價值 (Pástor and Veronesi, 2012)，公司亦有動機提供此類資訊 (Verrecchia, 2001)。再者，如前所述美國公司普遍揭露非公認盈餘，顯示其為核心盈餘的重要攸關資訊。因此，相較於 Nagar et al. (2019)，本研究進一步發現政策不確定性對自願性非公認盈餘揭露之增額正向影響，應具有重要增額貢獻。

其次，政策不確定性除了會提升公認盈餘品質 (El Ghouli et al., 2021)，本研究發現政策不確定性亦會對非公認盈餘品質帶來正向影響。其三，就政策不確定性促進自願性資訊揭露此一研究脈絡而言，過往研究發現多種自願性資訊揭露的管道和方法，例如公司會密集自願性發佈 8-K 報告書以揭露財務預測等重大資訊 (Nagar et al., 2019)，或是將揭露內容寫得更詳盡 (Jiang et al., 2022)。而本研究揭示政策不確

定性會逐步促使自願性非公認盈餘揭露，為上述自願性資訊揭露的管道和方法，提供了額外發現。其四，對於政策不確定性如何促進資訊品質改善而言，本研究提供更為具體和深入的發現，亦即政策不確定性會促使公司排除較多且更具暫時性的項目以提升非公認盈餘品質。

本研究除本節說明研究動機、結果與貢獻外，第二節為相關文獻探討並提出研究假說，第三節說明樣本資料來源、變數定義與迴歸模式，第四節分析實證結果，第五節則是額外分析，最後為研究結論、限制與後續相關建議。

## 貳、文獻探討與假說發展

近年來許多研究相繼投入探討政策不確定性對公司個體層級之經濟影響，使得相關議題受到不少關注。由於政策不確定性造成公司前景不明，為防範不利情況發生，公司會採取諸多防禦性的經營行為，例如降低投資支出 (Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2016)，避免或延後企業併購活動 (Bonaime et al., 2018)，大量裁員或降低員工數成長幅度 (Ilut and Schneider, 2014; Baker et al., 2016)，提高現金持有水準 (Duong et al., 2020) 等，以預防政策不確定性可能帶來的負面衝擊。上述脈絡之研究是從公司經營行為的角度來探討政策不確定性可能帶來的影響。

另一方面，亦有會計研究探討政策不確定性對公司財務報導與資訊揭露的影響。首先，由於政策不確定性造成公司前景不明、訊息混亂，因而導致公司股價波動性大增 (Pástor and Veronesi, 2012; Baker et al., 2016)。更甚者，政策不確定性加劇公司內外部資訊不對稱，導致權益資金成本上升，甚至股價大跌 (Diamond and Verrecchia, 1991; Lang and Maffett, 2011; Pástor and Veronesi, 2012)。根據前述資訊性動機，公司有誘因提供對價值或核心盈餘更具攸關性的資訊，以降低資訊不對稱，幫助投資人合理評估公司價值 (Healy and Palepu, 2001; Verrecchia, 2001)。Nagar et al. (2019) 發現政策不確定性愈大，公司管理階層自願性發佈財務預測和重大資訊 (8-K 報告書) 的頻率愈高，並且能降低部份資訊不對稱。El Ghouli et al. (2021) 則發現政策不確定性愈大，公司會提供品質愈高的公認盈餘數字，以傳遞公司前景予投資人。Jiang et al. (2022) 指出在政策不確定性較大時，公司所揭露訊息之敘述文句和篇幅會較長且較詳盡，有助於降低權益融資成本。

與上述兩類研究不同，本研究探討政策不確定性透過引發暫時性項目之認列，是否會逐步促使自願性揭露非公認盈餘。首先，如前述，政策不確定性會促使公司採取諸多防禦性經營行為預防可能的負面衝擊。Donelson et al. (2011) 指出，公司重大經營行為與事件為財報上認列暫時性項目最主要的因素之一。例如：進行組織重整時所產生之重整費用、大量裁員所產生之訴訟費用或賠償損失、處分固定資產和

裁撤部門時所產生之處分損益或資產減損等。另外，政策不確定性會使消費者減少消費和增加儲蓄 (Bansal and Yaron, 2004)，公司容易因滯銷或銷貨成長遲滯，進而導致存貨跌價或資產減損等。

暫時性項目，就其定義而言，一般是由於特殊、不常見的事件所致，且連續重複發生的機率甚低，故從長期來看，其發生頻率較為短暫 (McVay, 2006)。過去研究發現暫時性項目會降低公認盈餘的資訊內涵，投資人的反應相對較小 (Bradshaw and Sloan, 2002)。亦有研究發現，暫時性項目會降低公認盈餘品質 (Srivastava, 2014)，以及應計數與未來現金流量之關聯性 (Bushman et al., 2016)。因此，暫時性項目會導致公認盈餘較無法反映公司核心盈餘，以致於使用公認盈餘評估公司價值將存在較多干擾。故暫時性項目亦會造成公司和外部投資人間的資訊不對稱，進而導致前述權益資金成本上升和價值低估等不利情形，公司因而提供對價值或核心盈餘更具攸關性之資訊，以降低資訊不對稱，幫助投資人合理評估公司價值，而自願性揭露非公認盈餘即為達到此目的的重要方法之一。過去探討自願性揭露非公認盈餘動機的研究，大多認為經理人自願揭露非公認盈餘可能係因暫時性項目會干擾投資人對於公司核心盈餘的評估 (Bradshaw and Sloan, 2002; Bhattacharya et al., 2003; Heflin and Hsu, 2008; Kolev et al., 2008)。Lougee and Marquardt (2004) 認為暫時性項目會降低公司盈餘持續性或盈餘品質，因此當公司財報認列暫時性項目，會傾向主動揭露非公認盈餘資訊。Bradshaw and Sloan (2002) 則發現分析師會藉由排除暫時性項目以傳遞公司核心盈餘資訊予投資人。

承上，政策不確定性不僅會使公司採取防禦性經營行為，進而促使公司認列暫時性項目，其所引發的經營行為種類不僅多樣且各種行為時常接連發生，並非短暫發生單一行為就結束。例如，當經營環境和策略方針發生重大變化，公司於重整組織或營業部門後接續將大量裁員 (Chalos and Chen, 2002)。又如財務危機時，處分固定資產後接續會大量裁員和短期負債減少 (Atanassov and Kim, 2009)；而大量裁員通常亦會伴隨著投資支出減少 (Chen et al., 2001)。因此，政策不確定性應會引發公司一連串的重大經營行為和事件，進而促使認列許多暫時性項目。例如前述重整組織後通常接連發生大量裁員，導致必須於財報認列重整和訴訟費用，及處分損益和資產減損等。

因此，本研究推論，若處於平時或政策不確定小，公司認列暫時性項目之頻率遠為稀疏、偶發，其金額水準不大；當政策不確定性較大時，公司則會密集認列暫時性項目，且金額水準顯為重大。故政策不確定性較大時，有認列暫時性項目之公認盈餘對評估核心盈餘所造成干擾會額外較大，而公司自願揭露非公認盈餘之動機亦會額外增強。綜上，本研究預期政策不確定會強化暫時性項目的認列與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係。由此，本研究建立假說一如下：



H1：若公司面臨之政策不確定性愈大時，認列暫時性項目與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係增額愈強。

另一方面，根據前述投機性動機，公司經理人亦可能藉政策不確定性加劇資訊不對稱，刻意釋放訊息來誤導投資人，讓投資人高估公司獲利能力或前景，趁機賺取私利 (Nagar et al., 2019; El Ghouli et al., 2021)。例如公司可能會將重複性損失和費用分類至暫時性項目進行盈餘管理以達到分析師預期 (McVay, 2006)。又如公司在計算非公認盈餘時可能會將重複性費用或損失隱藏至暫時性項目並予以排除 (Doyle et al., 2003)，或不排除暫時性利得以達到盈餘門檻 (Curtis et al., 2014)。公司經理人亦可能會先考量經應計數和實質盈餘管理後之盈餘表現是否遠超過分析師預期，以決定是否要揭露非公認盈餘資訊 (Black et al., 2017)。

承上，不論是出於資訊性還是投機性動機都可能會使得假說一成立，因此，本研究進一步驗證，當公司所面臨政策不確定性較大而自願揭露非公認盈餘，究竟是出於哪一動機。非公認盈餘為公認盈餘排除特定已認列項目而得，過去探討非公認盈餘品質多以排除品質作為衡量指標（如：Doyle et al., 2003; Brown et al., 2012; Curtis et al., 2014; Leung and Veenman, 2018; Chen et al., 2021）。進一步言，若基於資訊性動機，為了提升非公認盈餘對核心盈餘之攸關性，所排除之項目應是、或多由暫時性項目組成（排除品質高）；反之，若基於投機性動機，則所排除之項目應是、或多由重複性項目組成（排除品質低）。

其次，關於排除品質之衡量，既有研究多以排除項目對未來營業利益或未來現金流量之預測能力衡量。例如 Doyle et al. (2003) 與 Leung and Veenman (2018) 以排除項目對未來現金流量之預測能力衡量；Curtis et al. (2014) 以未來營業利益作為應變數，指出當公司計算非公認盈餘若排除暫時性利得，則非公認盈餘較能用來合理估計核心盈餘。本研究參照上述文獻，以未來營業利益及未來現金流量衡量排除品質。由於過去相關研究之實證結果大多支持資訊性動機 (Nagar et al., 2019; El Ghouli et al., 2021; Jiang et al., 2022; Brown, Huffman, and Cohen, 2023; McVay, Rodriguez-Vazquez, and Toynbee, 2024)，故本研究預期對於自願性揭露非公認盈餘之公司，政策不確定性愈大，其排除品質愈高。由此，本研究建立假說二如下：

H2：對於自願性揭露非公認盈餘之公司，若所面臨之政策不確定性愈大，其排除品質愈高。

### 參、樣本選取與研究設計

本研究以 2003 至 2017 年間之美國上市公司為研究對象，並與過去研究相同 (Curtis et al., 2014; Bentley et al., 2018; Nagar et al., 2019)，以個別公司之季資料為觀察值單位<sup>4</sup>。非公認盈餘資料取自 Bentley et al. (2018) 研究資料，政策不確定性綜合指標取自 Baker et al. (2016) 所計算和公開提供的資料庫<sup>5</sup>，所有財報資料取自 Compustat 資料庫，分析師資料取自 I/B/E/S 資料庫，股價及報酬率、交易量等資料取自 CRSP 資料庫。初步樣本為 523,087 筆觀察值，排除金融業及管制產業等樣本 112,559 筆，以及排除所需資料不全之遺漏值 113,795 筆，最終假說一（亦即以下模式 (1)）之樣本共 296,733 筆，而假說二（以下模式 (2)）之樣本則因須滿足有揭露非公認盈餘之要求，故為 44,632 筆。

本研究建立以下模式 (1) 來驗證假說一：

$$\begin{aligned} \Pr(Ngp\_Dis_{it} = 1) &= G(\beta_0 + \beta_1 EPU_t + \beta_2 Spi_{it} + \beta_3 EPU_t \times Spi_{it} + \beta_4 Roa\_Std_{it} \\ &+ \beta_5 Asset_{it} + \beta_6 Intan_{it} + \beta_7 Btm_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Abs\_Spi_{it} \\ &+ Fixed\ Effects) \end{aligned} \quad (1)$$

模式 (1) 中各變數下標  $i$  代表公司別，下標  $t$  代表觀察值年與季度，而  $G(.)$  為 logistic 函數；模式 (2) 各變數下標之代表意義同模式 (1)。模式 (1) 之應變數，自願

4 本研究樣本期間之起迄時點皆以 Bentley et al. (2018) 資料庫所收錄的樣本期間為基準。詳言之，美國 SEC 於 2003 年三月初發佈 Regulation G（含其他同時發佈之相關法規，下同），大量規格化、詳盡完整且易取得之非公認盈餘資料陸續出現，該資料庫收錄樣本即始於 2003 年，本研究亦同。本研究開始蒐集資料時，該資料庫收錄之最新樣本至 2017 年，故本研究樣本迄於該年。相關制度背景和沿革，敬請參閱顏廷緯等（2024）。

5 Baker et al. (2016) 以關鍵詞搜尋在大量報章、電子媒體蒐集關於一國或地區之政府政策不確定性的報導，並因此設計、計算出一衡量一國或地區每月政策不確定性的綜合指標。簡言之，作者針對每家媒體，逐一計算每月提及特定關鍵詞的報導文章篇數，並除以每家媒體該月發佈的報導文章篇數後得到一個隨媒體與月份變動之比率，而後針對每家媒體將該比率予以年度標準化，再針對同一月份，蒐集各家媒體之經年度標準化的比率並取平均值，最終獲得一系列衡量一地區每月份之政策不確定性指標。特定關鍵詞則包含「不確定性」、「經濟」、「國會」、「赤字」等多個與政府政策、經濟情勢和不確定性有關之詞語。在此之後，該研究作者建構一網站，內含多個國家或地區之每月政策不確定性指標資料，並持續新增。此網站中之政策不確定性指標已被多篇文獻用於分析研究並發表於經濟、財金與會計學術期刊（如：Gulen and Ion, 2016; Nagar et al., 2019; Duong et al., 2020; El Ghoul et al., 2021）。網址如下：<https://www.policyuncertainty.com/>。

性揭露非公認盈餘 (*Ngp\_Dis*) 為一指示變數，其定義為若本季公司有揭露非公認盈餘則為 1，否則為 0。政策不確定性 (*EPU*) 為主要解釋變數之一，本研究參考 Nagar et al. (2019) 與 El Ghouli et al. (2021) 的研究設計，取同季中每月數值之平均數後再取自然對數。另一主要解釋變數，認列暫時性項目 (*Spi*)，為一指示變數，其定義為若本季公司有認列暫時性項目則其值為 1，否則為 0。由於過去研究發現政策不確定性愈大，公司自願性發佈重大和攸關資訊之頻率愈高 (Nagar et al., 2019)，本研究預期政策不確定性對非公認盈餘揭露與否之直接影響即係數 ( $\beta_1$ ) 為正。根據假說一，政策不確定性愈大時，認列暫時性項目與自願性揭露非公認盈餘可能性之正向關係增額愈強，因此本研究預期政策不確定性與認列暫時性項目之交乘項 ( $EPU \times Spi$ ) 之係數 ( $\beta_3$ ) 為正。亦即政策不確定性會透過引發暫時性項目之認列，逐步促使公司額外揭露非公認盈餘。

本研究參考以往探討揭露非公認盈餘之決定因素的相關文獻 (Lougee and Marquardt, 2004; Heflin and Hsu, 2008; Brown et al., 2012)，加入影響非公認盈餘揭露之控制變數。過去研究指出，不少影響公認盈餘品質或干擾投資人評估公司核心盈餘和價值之因素會進而影響公司非公認盈餘之揭露與否，故本研究加入公認盈餘波動性 (*Roa\_Std*)、無形資產 (*Intan*)、投資機會 (*Btm*)、負債比率 (*Lev*)、銷貨成長率 (*Growth*)、暫時性項目絕對值 (*Abs\_Spi*) 以控制之。另外，影響資訊不對稱之因素及盈餘管理誘因亦會影響揭露與否之決策，故加入公司規模 (*Asset*) 和是否虧損 (*Loss*) 以控制之。

本研究建立以下模式 (2) 來驗證假說二：

$$\begin{aligned}
 & \text{Future\_OI}_{it} \text{ or Future\_CFO}_{it} \\
 & = \lambda_0 + \lambda_1 EPU_{it} + \lambda_2 Ngp\_Exclu_{it} \\
 & + \lambda_3 EPU_{it} \times Ngp\_Exclu_{it} + \lambda_4 Roa\_Std_{it} + \lambda_5 Asset_{it} + \lambda_6 Intan_{it} \\
 & + \lambda_7 Btm_{it} + \lambda_8 Lev_{it} + \lambda_9 Growth_{it} + \lambda_{10} Loss_{it} + \lambda_{11} Abs\_Spi_{it} + \lambda_{12} Spi_{it} + \lambda_{13} Age_{it} \\
 & + \lambda_{14} Ngp\_Earn_{it} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

以往探討非公認盈餘品質，主要以排除項對未來獲利績效之預測能力，亦即以排除品質衡量 (Doyle et al., 2003; Kolev et al., 2008; Curtis et al., 2014; Chen et al., 2021)。故模式 (2) 之應變數為未來營業淨利 (*Future\_OI*) 和未來現金流量 (*Future\_CFO*)，其定義分別為未來四季營業淨利總和除以本季季末總資產，以及未來四季營業活動現金流量總和除以本季季末總資產。另增一主要解釋變數，即本季總排除項目 (*Ngp\_Exclu*)，其定義為本季非公認盈餘減去公司盈餘後除以季初總資產。需特別說明的是，總排除項目 (*Ngp\_Exclu*) 若為正 (負)，亦即非公認盈餘大 (小)

於公司盈餘，表示按照一般公認會計原則，該總排除項目在損益表上其實原為淨損失（利得）。排除品質較高則表示總排除項目中多為暫時性項目，故於次季時較不可能再發生。因此，若本季總排除項目為正（表示原為暫時性淨損失），由於該原暫時性淨損失不太可能於次季再次發生，故在其他條件不變下，次季獲利績效會較高；相反地，若本季總排除項目為負（表示原為暫時性淨利得），則在其他條件不變下，次季獲利績效會較低。上述說明表示，若排除品質高，則總排除項目 (*Ngp\_Exclu*) 之係數 ( $\lambda_2$ ) 應為正。根據假說二，對於有自願性揭露非公認盈餘之公司，若所面臨之政策不確定性愈大，其排除品質愈高，表示其總排除項目 (*Ngp\_Exclu*) 多為暫時性項目或愈傾向暫時性，故本研究預期政策不確定性與總排除項目之交乘項 ( $EPU \times Ngp\_Exclu$ ) 之係數 ( $\lambda_3$ ) 為正。本研究參考過去文獻加入相關控制變數 (Heflin and Hsu, 2008; Kolev et al., 2008; Curtis et al., 2014; Chen et al., 2021)，包括公認盈餘波動性 (*Roa\_Std*)、無形資產 (*Intan*)、投資機會 (*Btm*)、負債比率 (*Lev*)、銷貨成長率 (*Growth*)、暫時性項目絕對值 (*Abs\_Spi*)、公司規模 (*Asset*) 和是否虧損 (*Loss*)、認列暫時性項目 (*Spi*)、公司年齡 (*Age*)、非公認盈餘 (*Ngp\_Earn*) 等。

對於模式 (1)，本研究採 logistic 迴歸分析法來進行，由於應變數為揭露非公認盈餘之機率，故模式 (1) 並無殘差項；模式 (2) 則採用一般最小平方法 (OLS) 來進行迴歸分析。對於所有模式，進行分析時均控制年度 (Year)<sup>6</sup>，以及產業 (Industry) 之固定效果 (Fixed Effects; FE)<sup>7</sup>，估計係數標準誤時均控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。所有變數，除了指示變數外，其餘均予以前後 1% 的 winsorized，即以第 1 (99) 百分位之觀察值取代所有小 (大) 於第 1 (99) 百分位觀察值以降低極端值干擾。詳細變數定義，請參閱附表 A 一變數定義表。

## 肆、實證結果

表 1 所列為本研究樣本之產業分佈情況，本研究參考 Bartram and Grinblatt (2021)，採用 Fama-French 38 個產業分類再刪除金融業和其他受管制產業，最

---

6 本研究儘管以公司季資料為觀察值單位，但由於許多重大經營決策活動和產業環境等事件或因素之發生和變化仍以年度為循環週期，本研究參考 Curtis et al. (2014) 之作法，控制個別年度之固定效果 (Year Fixed Effects)。即使不控制年度固定效果，或是將年度固定效果改為「年度 - 季固定效果 (Year-Quarter Fixed Effects)」，均不影響本文推論。

7 為強化實證證據力，本研究亦改為同時控制年度與公司之固定效果。由於各產業之組成公司均長期不變，故若同時控制產業與公司之固定效果則會造成完全多重共線性 (Perfect Multicollinearity)，導致無法進行迴歸分析。因此僅能同時控制年度與公司之固定效果。未列示之實證結果支持假說一和二。

表 1 產業分佈情況

產業類別	樣本數	百分比	累計百分比
Agriculture, Forestry, and Fishing	1,301	0.44	0.44
Mining	9,672	3.26	3.7
Oil and Gas Extraction	21,769	7.34	11.03
Nonmetallic Minerals Except Fuels	1,015	0.34	11.38
Construction	3,668	1.24	12.61
Food and Kindred Products	7,886	2.66	15.27
Tobacco Products	256	0.09	15.36
Textile Mill Products	710	0.24	15.6
Apparel and other Textile Products	2,499	0.84	16.44
Lumber and Wood Products	2,025	0.68	17.12
Furniture and Fixtures	1,552	0.52	17.64
Paper and Allied Products	1,814	0.61	18.25
Printing and Publishing	2,644	0.89	19.15
Chemicals and Allied Products	32,283	10.88	30.02
Petroleum and Coal Products	2,274	0.77	30.79
Rubber and Miscellaneous Plastics Products	2,629	0.89	31.68
Leather and Leather Products	894	0.3	31.98
Stone, Clay and Glass Products	1,769	0.6	32.57
Primary Metal Industries	3,876	1.31	33.88
Fabricated Metal Products	3,895	1.31	35.19
Machinery, Except Electrical	15,663	5.28	40.47
Electrical and Electronic Equipment	25,717	8.67	49.14
Transportation Equipment	7,326	2.47	51.61
Instruments and Related Products	19,083	6.43	58.04
Miscellaneous Manufacturing Industries	2,315	0.78	58.82
Transportation	10,303	3.47	62.29
Telephone and Telegraph Communication	4,884	1.65	63.94
Radio and Television Broadcasting	6,413	2.16	66.1
Electric, Gas, and Water Supply	8,193	2.76	68.86
Sanitary Services	1,877	0.63	69.49
Wholesale	10,295	3.47	72.96
Retail Stores	18,304	6.17	79.13
Services	61,929	20.87	100
合計	296,733	100	--

註：本表所列為研究樣本之產業分佈情況。產業分類方式是參考 Bartram and Grinblatt (2021) 所採用之 38 個產業類別，並刪除金融業和其他受管制之產業，最後計有 33 個產業類別。

後計有 33 個產業類別。佔比最大的前三名產業分別為服務業 (Services) (佔比 20.87%)、化工相關產業 (Chemicals and Allied Products) (佔比 10.88%)、電機電子設備 (Electrical and Electronic Equipment) (佔比 8.67%)。此三產業佔比總和約為 40.42%。

表 2 Panel A 所列為模式 (1) 之所有變數的敘述性統計量，Panel B 所列則是模式 (2) 之變數。由於模式 (2) 需限定在有揭露非公認盈餘之樣本，故觀察值數量大幅減少。由 Panel A 可知，認列暫時性項目 (*Spi*) 平均值約為 0.405，表示在全部 296,733 筆公司季資料中，約 40.5% 的觀察值在財報上有認列暫時性損益項目。政策不確性指標 (*EPU*) 平均值 (中位數) 為 4.717 (4.749)，此數字近似於 Ng, Saffar, and Zhang (2020) 1992 至 2016 年間政策不確定性指標之季平均值 (4.609)；揭露非公認盈餘 (*Ngp\_Dis*) 之平均值為 0.150，表示在全部樣本中約 15% 的觀察值有揭露非公認盈餘，該數值較低是因為早期非公認盈餘揭露並不普遍所致<sup>8</sup>。由 Panel B 可知，未來營業淨利 (*Future\_OI*) 與未來現金流量 (*Future\_CFO*) 之平均值 (中位數) 分別為 0.103 (0.113) 和 0.183 (0.197)，表示平均而言，次季營業淨利與現金流量分別約佔本季末總資產的 10.3% 和 18.3%。總排除項目 (*Ngp\_Exclu*) 平均值 (中位數) 為 -0.003 (-0.009)，表示平均而言，排除項目中利得項目的平均值之絕對值大於損失項目，故總排除項目之平均值為負。

表 3 Panel A 所列為模式 (1) 所有變數的相關係數表，Panel B 所列則是模式 (2) 之變數。表左下 (右上) 列示各變數相互間之 Pearson (Spearman) 相關係數。由 Panel A 可知，認列暫時性項目 (*Spi*) 與政策不確定性 (*EPU*) 兩間之 Pearson (Spearman) 相關係數為 0.066 (0.067)，達到 1% 之顯著水準，表示兩者間為顯著正相關，與本研究推論一致。揭露非公認盈餘 (*Ngp\_Dis*) 與認列暫時性項目 (*Spi*) 與政策不確定性 (*EPU*) 間之 Pearson (Spearman) 相關係數分別為 0.257 (0.257) 和 0.057 (0.058)，皆達到 1% 之顯著水準，此結果分別與 Lougee and Marquardt (2004) 和 Nagar et al. (2019) 實證發現一致。由 Panel B 可知，未來營業淨利 (*Future\_OI*) 與未來現金流量 (*Future\_CFO*) 與總排除項目 (*Ngp\_Exclu*) 間之 Pearson (Spearman) 相關係數分別為 -0.562 (-0.602) 和 -0.510 (-0.505)，皆達到 1% 之顯著水準。

---

8 在實務上，非公認盈餘數字有多種類型，例如以營業淨利或現金流量為基礎經排除調整後之數字類型，然而最常見的仍是以公認盈餘為基礎經排除調整後之類型。Chen et al. (2021) 針對 2014 年 S&P 500 及 S&P MidCap 400 公司，於 2009 至 2013 年所揭露之非公認盈餘資料進行調查，發現所揭露之數字類型以公認盈餘為基礎者佔最多 (76.4%；頁 10)，次多者則以營業淨利為基礎。而 Bentley et al. (2018) 所提供的資料即是以公認盈餘為基礎經排除調整後之數字類型。

表 2 敘述性統計量

Panel A: 模式 (1) (假說一) 之變數與樣本						
變數	N	平均值	標準差	Q1	中位數	Q3
<i>Spi</i>	296733	0.405	0.491	0	0	1
<i>EPU</i>	296733	4.717	0.340	4.471	4.749	4.966
<i>Ngp_Dis</i>	296733	0.150	0.358	0	0	0
<i>Roa_Std</i>	296733	0.160	0.667	0.010	0.024	0.065
<i>Asset</i>	296733	5.555	2.611	3.834	5.660	7.394
<i>Intan</i>	296733	0.163	0.208	0	0.068	0.261
<i>Btm</i>	296733	0.406	0.200	0.279	0.389	0.507
<i>Lev</i>	296733	0.704	1.177	0.306	0.502	0.705
<i>Growth</i>	296733	0.082	0.483	-0.076	0.021	0.129
<i>Loss</i>	296733	0.400	0.490	0	0	1
<i>Capx</i>	296733	0.046	2.785	0.006	0.016	0.040
<i>Rd</i>	296733	0.022	0.466	0	0	0.015
<i>Abs_Spi</i>	296733	0.007	0.027	0	0	0.002
Panel B: 模式 (2) (假說二) 之變數與樣本						
變數	N	平均值	標準差	Q1	中位數	Q3
<i>Future_OI</i>	44632	0.103	0.130	0.063	0.113	0.162
<i>Future_CFO</i>	44632	0.183	0.273	0.090	0.197	0.314
<i>EPU</i>	44632	4.761	0.325	4.554	4.815	4.974
<i>Ngp_Exclu</i>	44632	-0.003	0.040	-0.020	-0.009	0.003
<i>Roa_Std</i>	44632	0.036	0.125	0.007	0.015	0.036
<i>Asset</i>	44632	7.194	1.745	5.936	7.132	8.376
<i>Intan</i>	44632	0.248	0.222	0.048	0.196	0.400
<i>Btm</i>	44632	0.397	0.158	0.291	0.381	0.488
<i>Lev</i>	44632	0.538	0.299	0.348	0.522	0.684
<i>Growth</i>	44632	0.043	0.248	-0.041	0.025	0.095
<i>Loss</i>	44632	0.288	0.453	0	0	1
<i>Abs_Spi</i>	44632	0.008	0.024	0	0.001	0.005
<i>Spi</i>	44632	0.720	0.449	0	1	1
<i>Age</i>	44632	19.851	12.131	10	17	28
<i>Ngp_Earn</i>	44632	0.014	0.024	0.006	0.014	0.025

註：本表 Panel A 和 Panel B 所列為所有變數之敘述性統計量。關於變數定義，敬請參閱附表 A 一變數定義表。

表 3 相關係數表

Panel A: 模式 (1) (假說一) 之變數		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
變數		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	<i>Spi</i>	1	0.067 ***	0.257 ***	-0.059 ***	0.272 ***	0.270 ***	0.116 ***	0.100 ***	-0.006 ***	0.012 ***	0.068 ***	0.032 ***	0.943 ***
2	<i>EPU</i>	0.066 ***	1	0.058 ***	0.014 ***	0.058 ***	0.015 ***	0.101 ***	0.009 ***	-0.065 ***	0.039 ***	-0.032 ***	-0.005 ***	0.060 ***
3	<i>Ngp_Dis</i>	0.257 ***	0.057 ***	1	-0.143 ***	0.284 ***	0.175 ***	0.013 ***	0.016 ***	0.010 ***	-0.099 ***	0.001 ***	0.066 ***	0.237 ***
4	<i>Roa_Sid</i>	-0.045 ***	-0.011 ***	-0.080 ***	1	-0.626 ***	-0.135 ***	-0.335 ***	-0.080 ***	-0.004 **	0.479 ***	-0.006 ***	0.325 ***	0.013 ***
5	<i>Asset</i>	0.262 ***	0.052 ***	0.276 ***	-0.356 ***	1	0.221 ***	0.348 ***	0.179 ***	0.016 ***	-0.415 ***	0.115 ***	-0.265 ***	0.185 ***
6	<i>Intan</i>	0.227 ***	0.013 ***	0.150 ***	-0.001 ***	0.123 ***	1	-0.018 ***	0.002 ***	0.031 ***	-0.114 ***	-0.024 ***	0.078 ***	0.245 ***
7	<i>Btm</i>	0.101 ***	0.084 ***	0.005 ***	-0.186 ***	0.334 ***	-0.057 ***	1	0.461 ***	-0.055 ***	-0.054 ***	-0.124 ***	-0.396 ***	0.089 ***
8	<i>Lev</i>	-0.011 ***	0.007 ***	-0.059 ***	0.483 ***	-0.304 ***	-0.019 ***	-0.066 ***	1	0.022 ***	0.027 ***	-0.121 ***	-0.206 ***	0.093 ***
9	<i>Growth</i>	-0.025 ***	-0.024 ***	-0.032 ***	0.066 ***	-0.074 ***	0.013 ***	-0.062 ***	0.056 ***	1	-0.147 ***	0.095 ***	0.023 ***	-0.007 ***
10	<i>Loss</i>	0.012 ***	0.038 ***	-0.099 ***	0.191 ***	-0.418 ***	-0.051 ***	-0.036 ***	0.160 ***	-0.022 ***	1	-0.075 ***	0.226 ***	0.080 ***
11	<i>Capx</i>	0.001 ***	-0.001 ***	-0.002 ***	0.022 ***	-0.003 **	0.003 ***	-0.001 ***	0.023 ***	0.002 ***	0.003 *	1	-0.067 ***	0.067 ***
12	<i>Rd</i>	-0.007 ***	-0.003 ***	-0.008 ***	0.079 ***	-0.057 ***	-0.010 ***	-0.046 ***	0.098 ***	0.008 ***	0.038 ***	0.019 ***	1	0.061 ***
13	<i>Abs_Spi</i>	0.314 ***	0.020 ***	0.011 ***	0.147 ***	-0.148 ***	0.032 ***	-0.016 ***	0.170 ***	0.022 ***	0.176 ***	0.014 ***	0.029 ***	1

註：本表左下(右上)區列示模式(1)中所有變數相互之間的Pearson (Spearman) 相關係數。變數定義請參閱附表A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到10%、5%、1%之雙尾檢定顯著水準。



表 3 相關係數表

Panel B: 模式 (2) (假說二) 之變數

變數	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 Future_OI	1	0.674 ***	0.007	-0.602 ***	0.602 ***	0.254 ***	-0.226 ***	0.110 ***	0.003	0.060 ***	0.106 ***	-0.205 ***	0.051 ***	-0.472 ***	0.143 ***
2 Future_CFO	0.754 ***	1	0.013 ***	-0.505 ***	0.565 ***	0.182 ***	-0.160 ***	-0.044 ***	-0.122 ***	0.038 ***	-0.005	-0.308 ***	-0.075 ***	-0.379 ***	0.050 ***
3 EPU	0.009 **	0.010 **	1	0.045 ***	-0.034 ***	0.080 ***	-0.002	0.043 ***	0.059 ***	-0.100 ***	0.010 **	0.136 ***	0.077 ***	0.033 ***	0.096 ***
4 Npp_Exclu	-0.562 ***	-0.510 ***	0.050 ***	1	-0.784 ***	-0.213 ***	0.232 ***	0.038 ***	0.187 ***	-0.184 ***	-0.078 ***	0.319 ***	0.058 ***	0.784 ***	-0.133 ***
5 Npp_Earn	0.653 ***	0.648 ***	-0.027 ***	-0.698 ***	1	0.116 ***	-0.157 ***	-0.113 ***	-0.065 ***	0.244 ***	0.159 ***	-0.475 ***	-0.027 ***	-0.586 ***	0.047 ***
6 Asset	0.275 ***	0.245 ***	0.086 ***	-0.245 ***	0.195 ***	1	-0.424 ***	0.406 ***	0.074 ***	-0.044 ***	0.166 ***	0.310 ***	0.239 ***	-0.280 ***	0.455 ***
7 Roa_Std	-0.125 ***	-0.123 ***	-0.009 *	0.103 ***	-0.101 ***	-0.161 ***	1	-0.136 ***	0.014 ***	0.042 ***	-0.237 ***	-0.120 ***	-0.102 ***	0.338 ***	-0.308 ***
8 Lev	0.110 ***	-0.001	0.035 ***	0.001	-0.031 ***	0.287 ***	-0.012 ***	1	0.121 ***	0.022 ***	0.051 ***	0.546 ***	0.161 ***	-0.033 ***	0.154 ***
9 Abs_Spi	-0.078 ***	-0.114 ***	0.041 ***	0.480 ***	-0.120 ***	-0.096 ***	0.039 ***	0.033 ***	1	-0.029 ***	0.159 ***	0.162 ***	0.775 ***	0.187 ***	0.112 ***
10 Growth	0.007	-0.029 ***	-0.049 ***	-0.100 ***	0.150 ***	-0.036 ***	0.032 ***	0.088 ***	0.014 ***	1	0.019 ***	-0.123 ***	-0.045 ***	-0.116 ***	-0.090 ***
11 Intan	0.110 ***	0.037 ***	0.010 **	-0.092 ***	0.124 ***	0.156 ***	-0.057 ***	0.070 ***	-0.016 ***	0.026 ***	1	-0.013 ***	0.235 ***	-0.140 ***	0.032 ***
12 Btm	-0.110 ***	-0.173 ***	0.134 ***	0.193 ***	-0.309 ***	0.278 ***	-0.014 ***	0.461 ***	0.097 ***	-0.050 ***	-0.025 ***	1	0.195 ***	0.119 ***	0.209 ***
13 Spi	0.082 ***	-0.025 ***	0.082 ***	0.036 ***	-0.005	0.236 ***	-0.041 ***	0.134 ***	0.212 ***	-0.029 ***	0.204 ***	0.183 ***	1	0.018 ***	0.194 ***
14 Loss	-0.444 ***	-0.375 ***	0.032 ***	0.660 ***	-0.549 ***	-0.282 ***	0.118 ***	-0.009 *	0.283 ***	-0.074 ***	-0.121 ***	0.143 ***	0.018 ***	1	-0.171 ***
15 Age	0.143 ***	0.074 ***	0.100 ***	-0.124 ***	0.069 ***	0.477 ***	-0.122 ***	0.112 ***	-0.027 ***	-0.058 ***	-0.013 ***	0.198 ***	0.181 ***	-0.167 ***	1

註：本表左下 (右上) 區列示模式 (2) 中所有變數相互之間的 Pearson (Spearman) 相關係數。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。

表 4 所列為模式 (1) (即假說一) 之實證結果。從第 (2) 欄可以發現，政策不確定性與認列暫時性項目之交乘項 ( $EPU \times Spi$ ) 之係數顯著為正 (係數 = 0.218,  $p$  值 < 1%)，表示政策不確定性會引發暫時性項目認列，逐步促使公司自願性揭露非公認盈餘，支持假說一。不過，Fairfield, Kitching, and Tang (2009) 指出暫時性損失項目相較於暫時性利得項目，前者發生頻率遠高於後者，並且隨時間經過，前者增加的幅度亦遠大於後者；Curtis et al. (2014) 亦發現有揭露非公認盈餘之樣本中，排除暫時性利得者僅佔 5.3%。因此，為避免正負號之干擾，本研究將認列暫時性項目 ( $Spi$ ) 以認列暫時性淨損失項目 ( $Neg\_Spi$ ) 代替。此變數為一指示變數，若本季有暫時性淨損失則為 1，否則為 0。從第 (3) 欄可以發現，政策不確定性與暫時性淨損失之交乘項 ( $EPU \times Neg\_Spi$ ) 之係數亦顯著為正 (係數 = 0.168,  $p$  值 < 1%)，亦支持假說一<sup>9</sup>。關於政策不確定性對自願性揭露非公認盈餘之直接效果，從第 (1) 欄可以發現，政策不確定性 ( $EPU$ ) 之係數顯著為正 (係數 = 0.191,  $p$  值 < 1%)。此結果與 Nagar et al. (2019) 發現政策不確定性會增加 8-K 報告書之自願性發佈頻率的結果一致。另外，第 (2) 欄中，政策不確定性係數雖為正但不顯著，可能因為本研究樣本與 Nagar et al. (2019) 不同，且欲觀測之自願性揭露資訊種類亦有差異，本研究關注的是非公認盈餘資訊，而 8-K 報告書尚包括其它重要資訊<sup>10</sup>。

表 5 所列為模式 (2) (假說二) 之實證結果。如前述，若所排除項目大多為暫時性 (重複性) 項目，則總排除項目對未來獲利績效之係數應為正 (負)，排除品質亦較高 (低)。可以發現，不論應變數為何，總排除項目 ( $Ngp\_Exclu$ ) 在四欄之係數皆顯著為負。從第 (2) 和 (4) 欄可見，當應變數分別為未來營業淨利 ( $Future\_OI$ ) 與未來現金流量 ( $Future\_CFO$ ) 時，政策不確定性與總排除項目之交乘項 ( $EPU \times Ngp\_Exclu$ ) 係數皆顯著為正 (係數 = 0.395,  $p$  值 < 1%; 係數 = 0.677,  $p$  值 < 1%)。上述結果說明，不存在政策不確定性影響下，公司於揭露非公認盈餘時，所排除之

9 由於假說一之敘述隱含「認列暫時性項目 ( $Spi$ ) 與自願性揭露非公認盈餘 ( $Ngp\_Dis$ ) 為正相關」此一前提應先成立，故本研究進行另一式之迴歸分析。該式與模式 (1) 相同，但不放入政策不確定性與認列暫時性項目之交乘項 ( $EPU \times Spi$ )。未列示結果顯示，認列暫時性項目單獨項 ( $Spi$ ) 係數顯著為正 (係數 = 1.141,  $p$  值 < 1%)；若改放入認列暫時性淨損失項目單獨項 ( $Neg\_Spi$ )，其係數亦顯著為正 (係數 = 1.055,  $p$  值 < 1%)。由於沒有與  $EPU$  交乘之變數項，故  $Spi$  和  $Neg\_Spi$  之係數，代表對應變數所造成之整體平均影響，且該影響不會隨  $EPU$  變動而變動。此結果始能代表整體而言，認列暫時性項目 ( $Spi$ ) 與自願性揭露非公認盈餘 ( $Ngp\_Dis$ ) 為正相關，並支持假說一之前提成立。

10 根據 SEC 之規定，公司若欲宣告下列重大事項，應載於 8-K 報告書，其中包括：(1) 登記公司之業務與營運、(2) 財務資訊、(3) 證券與交易市場、(4) 會計師及財務報表相關事項、(5) 公司治理與管理、(6) 公平揭露規則、(7) 資產擔保證券、(8) 其他重大事件 以及 (9) 財務報表與附件等九大類。

表 4 模式 (1) (假說一) 之迴歸結果

變數	應變數 : <i>Ngp_Dis</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	0.191 *** (8.23)	0.065 (1.62)	0.101 *** (3.02)
<i>Spi</i>		0.110 (0.47)	
<i>EPU</i> × <i>Spi</i>		0.218 *** (4.32)	
<i>Neg_Spi</i>			0.259 (1.20)
<i>EPU</i> × <i>Neg_Spi</i>			0.168 *** (3.68)
<i>Roa_Std</i>	-0.727 *** (-4.77)	-0.754 *** (-4.50)	-0.684 *** (-4.58)
<i>Asset</i>	0.404 *** (34.28)	0.336 *** (28.42)	0.347 *** (29.64)
<i>Intan</i>	1.279 *** (13.23)	0.917 *** (9.45)	0.903 *** (9.34)
<i>Btm</i>	-1.648 *** (-13.03)	-2.010 *** (-15.84)	-1.907 *** (-15.02)
<i>Lev</i>	-0.101 *** (-3.26)	-0.132 *** (-4.01)	-0.123 *** (-3.73)
<i>Growth</i>	-0.134 *** (-8.60)	-0.134 *** (-8.15)	-0.144 *** (-8.72)
<i>Loss</i>	0.212 *** (6.67)	0.129 *** (4.08)	0.061 * (1.89)
<i>Abs_Spi</i>	6.990 *** (26.80)	1.527 *** (5.49)	2.854 *** (10.26)
<i>Constant</i>	-5.750 *** (-15.35)	-4.998 *** (-12.33)	-5.099 *** (-12.77)
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	296733	296733	296733
<i>Pseudo R-sq.</i>	0.170	0.201	0.199

註：本表主要列示模式 (1) logistic 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。z 值列示於括號中。變數定義請參閱附表 A — 變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。

項目大多為重複性，故使得總排除項目係數為負，亦即排除品質較低。然而當政策不確定性愈大，其總排除項目所含暫時性（重複性）項目額外愈多（愈少），使得交乘項係數為正。以上說明當面臨政策不確定性愈大，公司為降低資訊不對稱，於揭露非公認盈餘時所排除之項目愈傾向暫時性，亦即排除品質提升，因此支持假說二和資訊性動機。

Doyle et al. (2003) 以未來現金流量為應變數，並將總排除項目拆分成暫時性和其他排除項目進行分析。該研究發現暫時性排除項目係數為正顯著，表示平均而言，公司所排除之項目確實多為暫時性，故排除品質不低。然而，Kolev et al. (2008) 卻發現公司有可能會將事實上是或較傾向重複性的項目隱藏至暫時性項下並予以排除，使得暫時性排除項目對未來營業淨利之預測能力下降。此外，公司揭露非公認盈餘時，儘管亦會揭露各排除項目之數字與名稱，但不會說明所排除項目屬於暫時性或重複性。Doyle et al. (2003) 認為當公司揭露非公認盈餘時，若有暫時性項目，則公司會優先排除之，因而先將 Compustat 所列之暫時性項目全數列入暫時性排除項目，而後再將總排除項目減去暫時性排除項目，以求得其他排除項目。亦有其他研究採用 Doyle et al. (2003) 之作法（如：Kolev et al., 2008; Curtis et al., 2014; Chen et al., 2021）。因此本研究依照上述研究，進一步將模式 (2) 中含有總排除項目之變數，拆分成暫時性排除項目 (*Exclu\_Spi*) 和其他排除項目 (*Exclu\_Oth*) 並再次進行分析。

由表 6 可知，不論應變數為何，暫時性排除項目 (*Exclu\_Spi*) 之係數皆顯著為負（係數 = -0.988,  $p$  值 < 1%；係數 = -2.154,  $p$  值 < 5%）；政策不確定性與暫時性排除項目交乘項 ( $EPU \times Exclu\_Spi$ ) 之係數皆顯著為正（係數 = 0.243,  $p$  值 < 1%；係數 = 0.478,  $p$  值 < 5%）。此結果說明不存在政策不確定性下，如 Kolev et al. (2008) 所述，公司很可能將事實上是重複性的項目隱藏至暫時性項下並予以排除，導致雖名為暫時性但事實上大多為重複性項目被排除，故排除品質低。然而政策不確定性愈大，名為暫時性排除項目所含確實為暫時性者愈多。表 5 和表 6 結果表示，當政策不確定性愈大，公司所排除項目愈傾向暫時性，或所含愈多為暫時性，排除品質因而提升，故支持假說二<sup>11</sup>。

---

11 如前述，排除品質愈低表示排除項目所含愈多為重複性，故其係數應為非正顯著。由表 6 可知，其他排除項目 (*Exclu\_Oth*) 的係數皆顯著為負，與過去研究發現一致 (Doyle et al., 2003; Kolev et al., 2008; Chen et al., 2021)。表示在不存在政策不確定性下，除了隱藏至暫時性項下，公司亦會直接將重複性項目予以排除。而政策不確定性其他排除項目的交乘項 ( $EPU \times Exclu\_Oth$ ) 係數有一個為正顯著，說明政策不確定性愈大，公司所排除其他項目所含為暫時性者愈多，故亦支持假說二和資訊性動機。

表 5 模式 (2) (假說二) 之迴歸結果

變數	應變數							
	<i>Future_OI</i>				<i>Future_CFO</i>			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
<i>EPU</i>	0.006 ***		0.005 ***		0.024 ***		0.023 ***	
	(2.67)		(2.58)		(4.76)		(4.73)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-0.751 ***		-2.650 ***		-0.931 ***		-4.185 ***	
	(-10.39)		(-6.42)		(-5.93)		(-3.59)	
<i>EPU × Ngp_Exclu</i>			0.395 ***				0.677 ***	
			(4.62)				(2.78)	
<i>Roa_Std</i>	-0.035 **		-0.035 **		-0.085 *		-0.084 *	
	(-2.18)		(-2.17)		(-1.93)		(-1.92)	
<i>Asset</i>	0.006 ***		0.006 ***		0.019 ***		0.019 ***	
	(6.98)		(6.89)		(10.31)		(10.24)	
<i>Intan</i>	0.005		0.006		-0.039 ***		-0.037 ***	
	(1.07)		(1.31)		(-3.59)		(-3.42)	
<i>Btm</i>	-0.023 **		-0.026 **		-0.109 ***		-0.113 ***	
	(-2.11)		(-2.28)		(-4.70)		(-4.84)	
<i>Lev</i>	0.043 ***		0.044 ***		0.006		0.007	
	(8.52)		(8.43)		(0.53)		(0.61)	
<i>Growth</i>	-0.051 ***		-0.050 ***		-0.135 ***		-0.135 ***	
	(-12.26)		(-12.18)		(-13.98)		(-13.94)	
<i>Loss</i>	-0.006 **		-0.006 **		0.020 ***		0.021 ***	
	(-2.19)		(-2.09)		(2.86)		(2.93)	
<i>Abs_Spi</i>	0.545 ***		0.523 ***		0.405 **		0.367 **	
	(8.28)		(7.89)		(2.48)		(2.20)	
<i>Spi</i>	0.010 ***		0.011 ***		-0.008 **		-0.007 **	
	(5.87)		(6.04)		(-2.13)		(-1.98)	
<i>Age</i>	0.001 ***		0.001 ***		-0.001		-0.001	
	(3.45)		(3.46)		(-1.52)		(-1.50)	
<i>Ngp_Earn</i>	2.615 ***		2.585 ***		6.459 ***		6.407 ***	
	(22.79)		(22.41)		(23.90)		(23.70)	
<i>Constant</i>	0.008		0.008		-0.090 *		-0.089 *	
	(0.47)		(0.52)		(-1.93)		(-1.91)	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>N</i>	44632		44632		44632		44632	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.512		0.514		0.499		0.501	

註：本表主要列示模式 (2) OLS 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。t 值列示於括號中。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。

表 6 模式 (2) (假說二) 之迴歸結果：  
將總排除項目拆分成暫時性 (*Exclu\_Spi*) 和其他排除項目 (*Exclu\_Oth*)

變數	應變數	
	<i>Future_OI</i>	<i>Future_CFO</i>
<i>EPU</i>	0.009 ** (2.32)	0.019 ** (2.22)
<i>Exclu_Spi</i>	-0.988 *** (-2.96)	-2.154 ** (-2.36)
<i>EPU</i> × <i>Exclu_Spi</i>	0.243 *** (3.49)	0.478 ** (2.53)
<i>Exclu_Oth</i>	-4.157 *** (-7.71)	-4.075 *** (-3.18)
<i>EPU</i> × <i>Exclu_Oth</i>	0.370 *** (3.27)	0.311 (1.15)
<i>Roa_Std</i>	-0.026 ** (-2.05)	-0.075 * (-1.83)
<i>Asset</i>	0.006 *** (9.86)	0.019 *** (10.94)
<i>Intan</i>	0.003 (1.16)	-0.040 *** (-3.99)
<i>Btm</i>	-0.039 *** (-4.57)	-0.126 *** (-5.59)
<i>Lev</i>	0.016 *** (4.25)	-0.022 * (-1.95)
<i>Growth</i>	-0.063 *** (-15.07)	-0.149 *** (-14.78)
<i>Loss</i>	0.003 (1.21)	0.028 *** (4.08)
<i>Abs_Spi</i>	-0.138 *** (-2.61)	-0.382 ** (-2.04)
<i>Spi</i>	0.007 *** (4.82)	-0.011 *** (-3.22)
<i>Age</i>	0.002 *** (3.55)	-0.004 ** (-2.08)
<i>Ngp_Earn</i>	0.820 *** (7.14)	4.625 *** (14.69)
<i>Constant</i>	-0.027 (-1.30)	-0.089 (-1.61)
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	44632	44632
<i>Adj. R-sq.</i>	0.608	0.523

註：本表主要列示 OLS 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。t 值列示於括號中。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。

## 伍、額外測試

### 一、政策不確定性對認列和排除暫時性項目之影響

暫時性項目中，損失項目遠較利得為多，故本研究分別測試政策不確定性對認列暫時性淨損失和淨利得項目可能性之影響。未列示結果顯示，當應變數分別為認列暫時性淨損失和暫時性淨利得項目，政策不確定性愈大，公司認列暫時性淨損失（利得）項目可能性顯著愈高（低）。表示公司為因應政策不確定性所採取的經營決策多會產生暫時性淨損失，而非淨利得。例如政策不確定性造成滯銷導致存貨跌價等。此證據能為假說推論的前提要件提供實證基礎。

本研究另額外發現，若以表 6 中暫時性排除項目 (*Exclu\_Spi*) 作為應變數，政策不確定性 (*EPU*) 係數顯著為正。此未列示結果再度支持，政策不確定性愈大，公司所認列並排除暫時性項目愈多。綜合以上全部實證結果可知，政策不確定性會導致認列較多的暫時性項目，逐步促使非公認盈餘之揭露，最後排除較多暫時性項目並提升排除品質。

### 二、政策不確定性對揭露非公認盈餘降低資訊不對稱之增額影響

Nagar et al. (2019) 指出政策不確定性愈大，公司愈傾向自願性揭露重大內部資訊與投資人，並能降低部份資訊不對稱。本研究參考 Amihud (2002) 與 Nagar et al. (2019)，使用股票交易量流動性，以及參考 Corwin and Schultz (2012)，使用股票買賣報價差距作為資訊不對稱代理變數，此兩者值愈高表示公司內外部資訊不對稱程度愈大。主要解釋變數則包括政策不確定性 (*EPU*)、揭露非公認盈餘 (*Ngp\_Dis*) 及兩者之交乘項。未列示結果顯示，不論應變數為何，政策不確定性與揭露非公認盈餘之交乘項 ( $EPU \times Ngp\_Dis$ ) 係數皆顯著為負，與 Nagar et al. (2019) 發現一致。此結果說明政策不確定性愈大，公司自願性揭露愈能增額降低資訊不對稱，故支持資訊性動機。

### 三、檢視分析師跟蹤之增額影響

公司所處外部環境，特別是分析師跟蹤此因素，對公司資訊揭露與品質具有重大影響。過去研究指出分析師跟蹤能傳遞攸關公司價值的資訊，故與非公認盈餘揭露為替代關係；但由於分析師亦能扮演外部監督角色，故能提升非公認盈餘品質 (Christensen, Gomez, Ma, and Pan, 2021)。故本研究以 *Af\_1* 和 *Af\_2* 作為分析師跟蹤數量較多之代理變數並進行增額測試。*Af\_1* (*Af\_2*) 為一指示變數，若本季報導公司資訊之分析師數量大於同季同產業中位數（平均數）者為 1，否則為 0。由表 7 可知，當應變數為揭露非公認盈餘 (*Ngp\_Dis*) 時，政策不確定性 (*EPU*) 係數仍皆顯著為正，

表 7 分析師跟蹤、政策不確定性對揭露非公認盈餘之影響

變數	應變數：Ngp_Dis	
	(1)	(2)
<i>EPU</i>	0.342 *** (8.44)	0.316 *** (8.59)
<i>Af_1</i>	0.487 * (1.94)	
<i>EPU × Af_1</i>	-0.225 *** (-4.19)	
<i>Af_2</i>		0.299 (1.21)
<i>EPU × Af_2</i>		-0.208 *** (-3.91)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	296733	296733
<i>Pseudo R-sq.</i>	0.179	0.184

註：本表主要列示 logistic 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。z 值列示於括號中。控制變數與模式 (1) 相同，皆已納入但省略列示。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。

而政策不確定性與分析師跟蹤數量較多的交乘項係數皆顯著為負（係數 = -0.225， $p$  值 < 1%；係數 = -0.208， $p$  值 < 1%）。表 13 Panel A (Panel B) 所列為分析師跟蹤數量較多（少）之子樣本下，模式 (2) 測試結果。透過比較表 8 Panel A 和 B 可以發現，除了應變數為未來現金流量 (*Future\_CFO*) 並使用 *Af\_1* 此一欄，其餘情況下，分析師跟蹤數量較多時政策不確定性與總排除項目之交乘項 (*EPU × Ngp\_Exclu*) 係數皆明顯大於跟蹤數量較少時之係數。以上結果說明，儘管政策不確定性對揭露非公認盈餘具有正向作用，然而受到較多分析師跟蹤時（相對於較少時），由於分析師傳遞許多資訊，公司較無必要揭露非公認盈餘資訊以降低資訊不對稱，故該正向作用相對較弱。然而，此時分析師的監督力量亦較強，故政策不確定性對排除品質之正向作用亦相對較強。上述結果與過去研究所發現意涵一致。



表 8 分析師跟蹤對模式 (2) 之增額影響

Panel A: 分析師跟蹤數量較多之子樣本					
變數	應變數				
	Future_OI		Future_CFO		
	Af_1 = 1	Af_2 = 1	Af_1 = 1	Af_2 = 1	
<i>EPU</i>	0.007 *** (3.04)	0.009 *** (3.26)	0.026 *** (4.42)	0.028 *** (4.59)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-2.905 *** (-5.96)	-3.317 *** (-6.21)	-3.737 *** (-2.80)	-4.150 *** (-2.90)	
<i>EPU × Ngp_Exclu</i>	0.454 *** (4.35)	0.538 *** (4.70)	0.647 ** (2.31)	0.750 ** (2.53)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	27916	24318	27916	24318	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.496	0.486	0.483	0.481	
Panel B: 分析師跟蹤數量較少之子樣本					
變數	應變數				
	Future_OI		Future_CFO		
	Af_1 = 0	Af_2 = 0	Af_1 = 0	Af_2 = 0	
<i>EPU</i>	0.005 (1.20)	0.004 (1.30)	0.021 ** (2.29)	0.020 ** (2.42)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-2.333 *** (-3.78)	-2.169 *** (-3.82)	-4.497 *** (-3.02)	-4.191 *** (-3.00)	
<i>EPU × Ngp_Exclu</i>	0.332 *** (2.67)	0.300 *** (2.61)	0.697 ** (2.27)	0.632 ** (2.18)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	16716	20314	16716	20314	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.526	0.530	0.507	0.504	

註：本表主要列示 OLS 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。t 值列示於括號中。控制變數與模式 (2) 相同，皆已納入但省略列示。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。

#### 四、檢視政策不確定性對兩種盈餘反應係數之影響

過去研究發現，公認與非公認盈餘品質間可能為負向關係。Nagar et al. (2019) 發現政策不確定性愈大，公認盈餘反應係數相對愈小，代表公認盈餘愈不具價值攸關性，品質愈低，因而促使公司自願額外揭露攸關資訊，並能降低資訊不對稱。而非公認盈餘為重要的自願性資訊揭露管道之一，故本研究透過比較政策不確定性較大與較小，驗證公認與非公認盈餘品質兩者間是否為負向關係。參考過去研究設計 (Bradshaw and Sloan, 2002; Bhattacharya et al., 2003; Leung and Veenman, 2018)，以季盈餘宣告日前後各一天（共三天）之累計異常股票報酬率作為應變數，並以分析師未預期之公認盈餘和分析師未預期之非公認盈餘作為主要解釋變數，最後依政策不確定性大小將樣本分成兩組，再分別進行迴歸分析。未列示結果顯示，政策不確定性較大時，公認盈餘反應係數明顯小於較小時之係數；相反地，非公認盈餘反應係數則明顯大於較小時之係數。以上結果說明，政策不確定性除了會導致公認盈餘品質降低，亦會促使公司提升非公認盈餘品質，故此兩種盈餘品質確為負向關係。此一重要實證結論與意涵與過去研究一致。

#### 五、檢視不同構面之政策不確定性對不同類型公司之相關影響

不同類型的公司，因所處環境、策略目標和限制條件等皆有不同，故面對同一構面之政策不確定性升高時，對於非公認盈餘揭露和排除項目決策，所採取之應對行為亦會有所差異。例如跨國與非跨國公司同樣面對貿易政策不確定性升高時，兩者報導非公認盈餘的行為反應會不同。為能更深入探究可能的政策意涵，本研究進一步探討五種主要政策構面，包括租稅 (*Taxes*)、政府支出 (*Government*)、經濟 (*Economic*)、貨幣 (*Monetary*)、貿易 (*Trade\_Policy*) 不確定性，分別對其所受衝擊較大的五種類型公司之相關影響。

本研究設計五個指示變數以辨認、對應上述五種構面所受衝擊較大的公司類型，包括積極避稅 (*Tax\_Avd*)、政府為主要客戶 (*Gov*)、投資人情緒較樂觀 (*Sentm*)、較依賴債務市場 (*Lev\_H*)、跨國企業 (*Multi*)，其值為 1 時表示所受到衝擊較大。此五個指示變數之定義與資料來源，皆根據過去相關研究 (Baker and Wurgler, 2006; Brown et al., 2012; Decker, D'Erasmus, and Moscoso Boedo, 2016; Chen, Chiu, and Shevlin, 2018; Cohen and Li, 2020)。本研究使用受衝擊公司 (*Affected*) 此一變數和所對應之政策構面的不確定性指標 (*EPU\_Cor*) 分別代稱五個受衝擊公司類型的指示變數及五種構面之政策不確定性指標，以節省篇幅。需特別說明的是，每個受衝擊公司類型的指示變數僅有一個對應的政策構面不確定性指標且均不重複。關於五個受衝擊公司指示變數與五種政策構面不確定性指標間的對應關係，敬請參閱表 9 到表 11 下方說明。

表 9 五種構面之政策不確定性對受衝擊公司揭露非公認盈餘之影響

變數	應變數：Ngp_Dis				
	Affected 之代理變數				
	1. Tax_Avd	2. Gov	3. Sentm	4. Lev_H	5. Multi
<i>EPU_Cor</i>	0.001 (1.08)	0.001 (1.42)	0.001 (0.24)	0.001 *** (6.64)	-0.001 (-0.13)
<i>Affected</i>	-0.361 *** (-9.52)	-0.261 *** (-2.83)	-0.105 *** (-4.35)	0.313 *** (6.87)	-0.730 *** (-9.02)
<i>EPU_Cor</i> × <i>Affected</i>	-0.001 (-0.91)	0.001 * (1.75)	0.001 * (1.77)	-0.001 *** (-4.40)	0.001 (0.41)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	296733	296733	296733	296733	296733
<i>Pseudo R-sq.</i>	0.174	0.170	0.170	0.171	0.178

註：本表主要列示 logistic 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。z 值列示於括號中。控制變數與模式 (1) 相同，皆已納入但省略列示。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。各欄所列受衝擊公司 (*Affected*) 之代理變數及所對應之五種政策構面之政策不確定性指標 (*EPU\_Cor*)，請參閱以下簡表：

欄編號	<i>Affected</i> (受衝擊公司之類型)	<i>EPU_Cor</i> (五種構面之政策不確定性)
1.	<i>Tax_Avd</i> (積極避稅)	<i>Taxes</i> (租稅政策)
2.	<i>Gov</i> (政府為主要客戶)	<i>Government</i> (政府支出)
3.	<i>Sentm</i> (投資人情緒較樂觀)	<i>Economic</i> (經濟政策)
4.	<i>Lev_H</i> (較依賴債務市場)	<i>Monetary</i> (貨幣政策)
5.	<i>Multi</i> (跨國企業)	<i>Trade_Policy</i> (貿易政策)

表 10 五種構面之政策不確定性對受衝擊公司的排除品質之影響 (1)  
應變數：Future\_OI

Panel A: 所受衝擊較大 ( <i>Affected</i> = 1) 之子樣本						
變數	<i>Affected</i> 之代理變數					
	1. <i>Tax_Avd</i> = 1	2. <i>Gov</i> = 1	3. <i>Sentm</i> = 1	4. <i>Lev_H</i> = 1	5. <i>Multi</i> = 1	
<i>EPU_Cor</i>	0.001 *** (3.38)	0.001 (1.61)	0.001 (1.59)	0.001 (0.88)	0.001 *** (3.03)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-0.986 *** (-9.43)	-1.296 *** (-2.68)	-1.070 *** (-7.94)	-1.088 *** (-7.87)	-1.085 *** (-4.11)	
<i>EPU_Cor</i> × <i>Ngp_Exclu</i>	0.003 *** (5.50)	0.002 (1.36)	0.004 *** (4.62)	0.005 *** (5.45)	0.001 (1.52)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	27705	796	23280	23405	8512	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.429	0.569	0.507	0.470	0.620	
Panel B: 所受衝擊較小 ( <i>Affected</i> = 0) 之子樣本						
變數	<i>Affected</i> 之代理變數					
	1. <i>Tax_Avd</i> = 0	2. <i>Gov</i> = 0	3. <i>Sentm</i> = 0	4. <i>Lev_H</i> = 0	5. <i>Multi</i> = 0	
<i>EPU_Cor</i>	0.001 (1.08)	0.001* (1.94)	0.001 *** (3.73)	0.001 (0.01)	0.001 ** (2.43)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-1.012 *** (-8.13)	-0.871 *** (-11.37)	-1.348 *** (-9.66)	-1.129 *** (-9.07)	-0.736 *** (-9.84)	
<i>EPU_Cor</i> × <i>Ngp_Exclu</i>	0.002 *** (3.99)	0.001 *** (3.83)	0.005 *** (6.66)	0.003 *** (2.86)	0.001 (1.46)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	16927	43836	21352	21227	36120	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.531	0.513	0.529	0.562	0.486	

註：本表主要列示 OLS 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。t 值列示於括號中。控制變數與模式 (2) 相同，皆已納入但省略列示。變數定義請參閱附表 A 一變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。各欄所列受衝擊公司 (*Affected*) 之代理變數及所對應之五種政策構面之政策不確定性指標 (*EPU\_Cor*)，請參閱以下簡表：

欄編號	<i>Affected</i> (受衝擊公司之類型)	<i>EPU_Cor</i> (五種構面之政策不確定性)
1.	<i>Tax_Avd</i> (積極避稅)	<i>Taxes</i> (租稅政策)
2.	<i>Gov</i> (政府為主要客戶)	<i>Government</i> (政府支出)
3.	<i>Sentm</i> (投資人情緒較樂觀)	<i>Economic</i> (經濟政策)
4.	<i>Lev_H</i> (較依賴債務市場)	<i>Monetary</i> (貨幣政策)
5.	<i>Multi</i> (跨國企業)	<i>Trade_Policy</i> (貿易政策)

表 11 五種構面之政策不確定性對受衝擊公司的排除品質之影響 (2)  
應變數：*Future\_CFO*

Panel A: 所受衝擊較大 ( <i>Affected</i> = 1) 之子樣本						
變數	<i>Affected</i> 之代理變數					
	1. <i>Tax_Avd</i> = 1	2. <i>Gov</i> = 1	3. <i>Sentm</i> = 1	4. <i>Lev_H</i> = 1	5. <i>Multi</i> = 1	
<i>EPU_Cor</i>	0.001 *** (4.45)	0.001 ** (2.49)	0.001 *** (3.38)	0.001 (1.28)	-0.001 (-0.66)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-0.825 *** (-4.14)	-3.348 *** (-3.09)	-1.103 *** (-4.05)	-1.221 *** (-4.60)	-1.092 (-1.61)	
<i>EPU_Cor</i> × <i>Ngp_Exclu</i>	0.003 *** (2.90)	0.008 (1.59)	0.003 * (1.82)	0.007 *** (3.69)	-0.003 (-0.82)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	27705	796	23280	23405	8512	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.435	0.502	0.505	0.487	0.589	
Panel B: 所受衝擊較小 ( <i>Affected</i> = 0) 之子樣本						
變數	<i>Affected</i> 之代理變數					
	1. <i>Tax_Avd</i> = 0	2. <i>Gov</i> = 0	3. <i>Sentm</i> = 0	4. <i>Lev_H</i> = 0	5. <i>Multi</i> = 0	
<i>EPU_Cor</i>	0.001 ** (2.17)	0.001 *** (3.18)	0.001 *** (4.34)	0.001 (0.71)	-0.001 (-0.35)	
<i>Ngp_Exclu</i>	-1.512 *** (-5.55)	-1.041 *** (-6.60)	-1.996 *** (-6.19)	-1.351 *** (-4.79)	-0.909 *** (-5.68)	
<i>EPU_Cor</i> × <i>Ngp_Exclu</i>	0.003 *** (2.58)	0.001 ** (2.05)	0.008 *** (4.76)	0.001 (0.18)	0.001 (0.90)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Year Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>Industry Fixed Effects</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	16927	43836	21352	21227	36120	
<i>Adj. R-sq.</i>	0.498	0.501	0.499	0.520	0.475	

註：本表主要列示 OLS 迴歸分析之估計係數，估計係數標準誤時控制公司叢集效果 (Clustered by Firms)。t 值列示於括號中。控制變數與模式 (2) 相同，皆已納入但省略列示。變數定義請參閱附表 A—變數定義表。「\*」、「\*\*」、「\*\*\*」分別表示達到 10%、5%、1% 之雙尾檢定顯著水準。各欄所列受衝擊公司 (*Affected*) 之代理變數及所對應之五種政策構面之政策不確定性指標 (*EPU\_Cor*)，請參閱以下簡表：

欄編號	<i>Affected</i> (受衝擊公司之類型)	<i>EPU_Cor</i> (五種構面之政策不確定性)
1.	<i>Tax_Avd</i> (積極避稅)	<i>Taxes</i> (租稅政策)
2.	<i>Gov</i> (政府為主要客戶)	<i>Government</i> (政府支出)
3.	<i>Sentm</i> (投資人情緒較樂觀)	<i>Economic</i> (經濟政策)
4.	<i>Lev_H</i> (較依賴債務市場)	<i>Monetary</i> (貨幣政策)
5.	<i>Multi</i> (跨國企業)	<i>Trade_Policy</i> (貿易政策)

由表 9 可見，當應變數為揭露非公認盈餘 (*Ngp\_Dis*) 時，第 2、3 欄之受衝擊公司與其所對應政策構面之不確定性指標的交乘項 ( $EPU\_Cor \times Affected$ ) 係數皆顯著為正。表示對於政府為主要客戶 ( $Gov = 1$ ) 和投資人情緒較樂觀 ( $Sentm = 1$ ) 之公司，當分別面臨政府支出 (*Government*) 和經濟 (*Economic*) 構面之政策不確定性愈大，其揭露之可能性額外愈高。透過比較表 10 之 Panel A 與 B 的第 1 和 4 欄可知，當所受衝擊較大 ( $Affected = 1$ ) 時，政策不確定性與總排除項目之交乘項 ( $EPU \times Ngp\_Exclu$ ) 係數明顯大於衝擊較小 ( $Affected = 0$ ) 時係數。表 11 之 Panel A 與 B 的第 1 和 4 欄之結果亦然，且更明顯。說明對於積極避稅 ( $Tax\_Avd = 1$ ) 和較依賴債務市場 ( $Lev\_H = 1$ ) 之公司，租稅 (*Taxes*) 與貨幣 (*Monetary*) 構面不確定性分別對排除品質之正向作用額外較強。第 3 欄結果則反映對於投資人情緒較樂觀 ( $Sentm = 1$ ) 之公司，經濟 (*Economic*) 構面政策不確定性分別對排除品質之正向作用額外較弱，此結果與 Brown et al. (2012) 之發現一致。大致而言，以上結果支持當某一構面之政策不確定性升高時，其所受衝擊較大之公司較會提升排除品質，故仍支持資訊性動機。

## 六、檢視虧損之增額影響

當公司發生虧損（即公認盈餘為負），投資人預測未來績效時所面臨不確定性會增加，使得公認盈餘資訊內涵降低，最終對投資人評估公司價值形成重大干擾 (Leung and Veenman, 2018)。根據資訊性動機，公司會額外提供對核心盈餘更攸關之資訊。因此，過去研究發現，相較於有盈餘（即公認盈餘為正），虧損時之非公認盈餘對未來獲利的預測能力顯著高於公認盈餘，以及虧損時之排除品質亦較高 (Leung and Veenman, 2018)。本研究因而以本季公認盈稅前息前損益與否區分樣本再次進行模式 (2) 測試。未列示結果顯示，虧損時之政策不確定性與總排除項目之交乘項 ( $EPU \times Ngp\_Exclu$ ) 係數皆明顯大於有盈餘時之係數。此結果說明相較於有盈餘的公司，投資人評估虧損公司價值時會受到較大不確定性干擾，若此時又面臨較大政策不確定性，投資人所受到的干擾會更大，虧損公司之資訊性動機會更強，故會額外提升排除品質，與 Leung and Veenman (2018) 發現一致。

## 七、排除內生性干擾

過去研究指出某些固有因素會廣泛影響經理人之投機性動機和報導行為，進而影響非公認盈餘之揭露與品質，例如公司治理機制 (Frankel, McVay, and Soliman, 2011; Christensen et al., 2021) 及盈餘管理等 (Black et al., 2017)。因此，表 4 和 5 結果可能是由未納入控制變數的公司治理、盈餘管理等固有因素導致，亦即可能存在遺漏變數之內生性干擾。本研究因而於模式 (1) 和 (2) 中加入董事會獨立性、應計數及實質盈餘管理等三變數以測試此內生性干擾。董事會獨立性之定義為外部董事佔

董事會之席次比率 (Frankel et al., 2011; Christensen et al., 2021)。另參考過去研究估計出應計數盈餘管理代理變數和實質盈餘管理綜合指標 (Kothari, Leone, and Wasley, 2005; Roychowdhury, 2006; Black et al., 2017)。

未列示結果顯示，對於揭露非公認盈餘測試，不論是僅加入董事會獨立性、僅加入盈餘管理，或全部加入等各種加入組合，政策不確定性與認列暫時性項目之交乘項 ( $EPU \times Spi$ ) 之係數皆顯著為正。對於排除品質之測試，同樣地，不論各種加入組合，政策不確定性與總排除項目之交乘項 ( $EPU \times Ngp\_Exclu$ ) 係數皆仍顯著為正。更甚者，本研究額外加入  $EPU$  分別與三個固有因素交乘之變數項。不論加入何種交乘項組合， $EPU \times Spi$  和  $EPU \times Ngp\_Exclu$  之係數均穩定不變。表示即使加入可能遺漏固有因素的單獨項和交乘項等多種組合，模式 (1) 和 (2) 主要解釋變數項對應變數的影響均未因此喪失，表 4 和 5 之實證證據相當穩健 (Robust)，受到內生性干擾甚微。

## 陸、研究結論、限制與建議

本研究主要探討政策不確定性透過引發暫時性項目之認列，是否會逐步促使公司自願性揭露非公認盈餘，以及最終對於排除品質之影響。本研究主要實證結果如下：政策不確定性會提高認列暫時性項目之可能性，進而逐步促使非公認盈餘之揭露。政策不確定性愈大，公司所排除項目為暫時性者會額外愈多，表示此時排除品質亦愈高。本研究主要貢獻為，相對於過去研究僅發現政策不確定性對資訊揭露所造成之單純資訊面影響，本研究以暫時性項目作為結合工具，另外引入政策不確定性從實際活動層面對資訊揭露和品質所帶來之逐步促進效果。此貢獻說明，會計作為資訊處理系統，能夠適當反映實際活動的訊息並進而影響公司所處資訊環境。最後，對於因應政策不確定性之資訊揭露管道而言，本研究不僅新增非公認盈餘揭露此一管道，更發現政策不確定性會促使公司排除較多且較傾向暫時性之項目以提升非公認盈餘品質。

本研究之推論與實證結果僅限於暫時性項目、自願性非公認盈餘之揭露和計算，不一定適用於其他類型會計資訊的揭露與報導。此外，本研究樣本期間在美國 SEC 發佈 Regulation G 之後，故無法得知其可能帶來之衝擊或干擾。最後，本研究僅針對美國樣本進行探討，國際政策應對所造成之不確定性（如：貿易戰）或全球性之不確定性因素（如：新冠疫情）會對非公認盈餘之揭露和計算帶來何種影響，值得後續研究探討。

# The Impact of Economic Policy Uncertainty on Non-GAAP Earnings' Quality

---

Sheng-Yi Lo, Department of Finance, National Sun Yat-sen University

I-Lin Chen, Department of Accounting, Providence University

Han-Chung Chen, Department of Accountancy, National Taipei University

Yun-Zhu Liu, Deloitte & Touche Taiwan

## 1. Purpose and Objective

Economic policy uncertainty (EPU), induced by governmental policies, significantly influences corporate business activities (*e.g.*, Baker, Bloom, and Davis, 2016; Bonaime, Gulen, and Ion, 2018; Duong, Nguyen, Nguyen, and Rhee, 2020). Recent studies indicate that EPU is a crucial factor influencing corporate financial reporting and information disclosures (*e.g.*, Nagar, Schoenfeld, and Wellman, 2019; El Ghouli, Guedhami, Kim, and Yoon, 2021; Jiang, Pittman, and Saffar, 2022).

Among the various methods of corporate financial reporting and information disclosures, the voluntary disclosure of non-GAAP earnings is one of the most significant channels. A report by the American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) in September 2020 indicates that 94% of S&P 500 companies voluntarily disclosed at least one non-GAAP earnings figure in their first quarterly financial reports for 2020. Most participants in capital markets, including investors, analysts, and stockbrokers, may be exposed to or utilize substantial non-GAAP earnings information. Therefore, it is essential to explore the effect of EPU on a firm's decision to voluntarily disclose non-GAAP earnings and the quality of such disclosures.

## 2. Literature and Hypotheses

In recent years, EPU has garnered increasing attention from academics, resulting in numerous studies investigating its effects at the firm level. One stream of literature aims to examine the effects of EPU on various business activities (El Ghouli et al., 2021). The studies find that because of EPU's potential to obscure the future business conditions



and prospects, firms may undertake precautionary business activities against unfavorable shocks. Such measures include delaying mergers and acquisitions (Bonaime et al., 2018), reducing investment expenditures (Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2016), implementing mass layoffs or curtailing employment growth (Ilut and Schneider, 2014), and increasing cash reserves (Duong et al., 2020).

Another stream of literature examines the impacts of EPU on corporate financial reporting and information disclosures. Given that EPU induces a state of information confusion concerning firms' prospects, the information asymmetry between the inside and outside of a firm, as well as among investors will be heightened (Nagar et al., 2019; El Ghoul et al., 2021; Jiang et al., 2022). Thus, EPU ultimately increases stock price volatility (Pástor and Veronesi, 2012; Baker et al., 2016) and the costs of equity capital, potentially causing a slump in stock prices (Lang and Maffett, 2011; Pástor and Veronesi, 2012). Based on the informative motive's inference, firms will supply additional information relevant to firm values or core earnings to alleviate the problem of information asymmetry and assist investors in accurately evaluating firm values (Healy and Palepu, 2001; Curtis, McVay, and Whipple, 2014).

We integrate these two streams of literature, and our investigation commences with the precautionary business activities in response to EPU. These activities are more varied and likely to occur concurrently. For instance, firms that engage in organizational restructuring may respond to EPU by subsequently undertaking mass layoffs (Chalos and Chen, 2002), selling assets (Atanassov and Kim, 2009), and reducing investment expenditures (Chen, Mehrotra, Sivakumar, and Yu, 2001). Therefore, it is reasonable to infer that EPU can trigger a series of substantial precautionary business activities to do with firms.

Second, Donelson, Jennings, and McInnis (2011) suggest that substantial business activities are the primary reasons for firms' recognition of special items (SPIs). SPIs mostly arise from special and uncommon events or activities, leading to their infrequent and transitory occurrence in the long run (McVay, 2006). Thus, SPIs diminish the usefulness of GAAP earnings to evaluate firm values due to the considerable disparity between them and core earnings (Srivastava, 2014). Meanwhile, in accordance with the informative motive previously discussed, firms would voluntarily disclose supplementary information relevant to firm values or core earnings, including non-GAAP earnings. Moreover, prior empirical

evidence also indicates that firms with more SPIs in their financial statements are more inclined to voluntarily disclose the non-GAAP earnings figures, which are calculated by excluding SPIs from GAAP earnings figures (Lougee and Marquardt, 2004).

In summary, we anticipate that EPU will incrementally promote voluntary disclosures of non-GAAP earnings by firms with SPI recognition. Hence, our first hypothesis is as follows:

H1: The positive relation between the likelihood of voluntarily disclosing non-GAAP earnings and SPI recognition is incrementally stronger with increasing EPU.

Nevertheless, based on the inference of opportunistic motives, under the circumstances of intense information asymmetry, managers may intentionally disclose non-GAAP earnings information, misleading investors into overvaluing firms for their private interests by exploiting information asymmetry (Doyle et al., 2003). Therefore, we elucidate the rationale for the voluntary disclosure of non-GAAP earnings amidst elevated EPU. Because non-GAAP earnings are calculated by excluding certain items from GAAP earnings, we utilize the exclusion quality to represent the non-GAAP earnings quality. We infer that if the motive is informative, the excluded items should be more transitory or nonrecurring, indicating higher exclusion quality. Conversely, if the motive is opportunistic, the excluded items should be more recurring, indicating lower exclusion quality. Given that previous studies mostly support the informative motive (Nagar et al., 2019; El Ghouli et al., 2021; Jiang et al., 2022), we expect a positive relationship between exclusion quality and EPU for firms with voluntary non-GAAP disclosures. Consequently, our second hypothesis is as follows:

H2: The relation between exclusion quality and EPU is positive for firms that voluntarily disclose non-GAAP earnings.

### **3. Research Design**

Our sample predominantly comprises US listed-firms' data from 2003 to 2017 at the firm-quarter level, as indicated by previous studies (*e.g.*, Bentley, Christensen, Gee, and Whipple, 2018). Non-GAAP EPS and the EPU index data are derived from datasets constructed and extended by Bentley et al. (2018) and Baker et al. (2016), respectively.

Both datasets are publicly available on their respective websites. Financial metrics, including SPIs and other data, are obtained from Compustat and CRSP. The final sample comprises 296,733 firm-quarter observations for testing H1. Owing to the requirement of voluntary non-GAAP earnings disclosures, the observations for testing H2 are 44,632.

To test H1, we employ the following logistic regression model (1):

$$\begin{aligned} \Pr(Ngp\_Dis_{it} = 1) \\ = G(\beta_0 + \beta_1 EPU_t + \beta_2 Spi_{it} + \beta_3 EPU_t \times Spi_{it} + \sum \beta_n Controls_{it} \\ + Fixed\ Effects). \end{aligned} \quad (1)$$

The subscripts  $i$  and  $t$  of each variable in all models denote the firm and the quarter of the year for an observation, respectively.  $G(\cdot)$  is a logistic function.  $Ngp\_Dis$  is an indicator variable that equals one if the firm voluntarily discloses non-GAAP earnings information in the quarter and zero otherwise.  $Spi$  is an indicator variable that equals one if the firm recognizes SPIs in the quarter and zero otherwise. The EPU index ( $EPU$ ) is originally developed by Baker et al. (2016). In accordance with Nagar et al. (2019), we further adjust the index by taking the natural logarithm of the average of the monthly EPU index over the quarter.

To test H2, we utilize the following ordinary least squares (OLS) regression model (2):

$$\begin{aligned} Future\_OI_{it} \\ = \lambda_0 + \lambda_1 EPU_t + \lambda_2 Ngp\_Exclu_{it} + \lambda_3 EPU_t \times Ngp\_Exclu_{it} + \sum \lambda_n Controls_{it} \\ + Fixed\ Effects + \varepsilon_{it}. \end{aligned} \quad (2)$$

Building on prior empirical studies (e.g., Curtis et al., 2014; Chen, Lee, Lo, and Yu, 2021), we utilize the predictive ability of the excluded items for future operating income ( $Future\_OI$ ) to measure the exclusion quality of non-GAAP earnings.  $Future\_OI$  is four-quarter-ahead operating income, scaled by total assets at the end of the quarter.  $Ngp\_Exclu$  denotes the total excluded items, calculated as the firm's non-GAAP earnings minus GAAP earnings, scaled by total assets at the beginning of the quarter. A positive  $Ngp\_Exclu$  indicates that the net value of total excluded items is negative in terms of GAAP earnings. Thus, a positive coefficient on  $Ngp\_Exclu$  in model (2) implies a high exclusion

quality.

#### **4. Research Results**

The coefficients of interest in models (1) and (2) are  $(\beta_3)$  and  $(\lambda_3)$ , respectively. The untabulated results indicate that  $(\beta_3)$  and  $(\lambda_3)$  are significantly positive at the 1% level. These findings reveal that EPU promotes voluntary non-GAAP earnings disclosures by firms that recognize SPIs, thus supporting H1. An elevated EPU compels these firms to improve exclusion quality by excluding more nonrecurring or transitory items, thereby supporting H2.

We also observe that EPU positively relates to SPIs, thus reinforcing H1 again. Further evidence indicates that voluntary non-GAAP earnings disclosures during elevated EPU reduce the information asymmetry. Additionally, EPU incrementally renders SPIs more nonrecurring and likely to be excluded.

#### **5. Originality and Contribution**

This study enhances prior literature in several ways as follows. First, although previous studies suggest that EPU prompts disclosures solely as an information effect (*e.g.*, Nagar et al., 2019; Jiang et al., 2022), we ascertain that this prompting role may originate from real business activities and the recognition of SPI instigated by EPU. Second, EPU is not only associated with the quality of GAAP earnings (El Ghouli et al., 2021), but also with the quality of non-GAAP earnings. Third, our findings indicate a precise approach for improving the quality of financial information in response to EPU: enhancing exclusion quality by accurately excluding more nonrecurring items. As mentioned above, the voluntary disclosure of non-GAAP earnings is an essential channel for firms to engage with market participants. Our findings are likely to have significant implications for this practice.

## References

- 顏廷緯、羅勝議、劉啟群與尤琳蕙，2024，美國證管會監管信函對於非公認盈餘可比較性的影響，*臺大管理論叢*，34 卷 1 期：173-218。https://doi.org/10.6226/NTUMR.202404\_34(1).0005 (Yen, Ting-Wei, Lo, Sheng-Yi, Liu, Chi-Chun, and Yu, Lin-Hui. 2004. The effect of SEC's comment letters on the comparability of non-GAAP earnings. *NTU Management Review*, 34 (1): 173-218. https://doi.org/10.6226/NTUMR.202404\_34(1).0005)
- American Institute of Certified Public Accountants. 2020. *The role of auditors in non-GAAP financial measures and key performance indicators: Present and future*. https://www.thecaq.org/wp-content/uploads/2020/09/2020\_09\_caq-role-of-the-auditor-non-GAAP-and-KPIs.pdf. Accessed Dec. 18, 2024.
- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5 (1): 31-56. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6
- Atanassov, J., and Kim, E. H. 2009. Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions. *The Journal of Finance*, 64 (1): 341-374. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01436.x
- Baker, M., and Wurgler, J. 2006. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61 (4): 1645-1680. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x
- Baker, S. R., Bloom, N., and Davis, S. J. 2016. Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4): 1593-1636. https://doi.org/10.1093/qje/qjw024
- Bansal, R., and Yaron, A. 2004. Risks for the long run: A potential resolution of asset pricing puzzles. *The Journal of Finance*, 59 (4): 1481-1509. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00670.x
- Bartram, S., and Grinblatt, M. 2021. Global market inefficiencies. *Journal of Financial Economics*, 139 (1): 234-259. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.011
- Bentley, J. W., Christensen, T. E., Gee, K. H., and Whipple, B. C. 2018. Disentangling managers' and analysts' non-GAAP reporting. *Journal of Accounting Research*, 56 (4): 1039-1081. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12206
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., and Larson, C. R. 2003. Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP

- operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3): 285-319. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.001>
- Black, E. L., Christensen, T. E., Joo, T. T., and Schmardebeck, R. 2017. The relation between earnings management and non-GAAP reporting. *Contemporary Accounting Research*, 34 (2): 750-782. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12284>
- Bonaime, A., Gulen, H., and Ion, M. 2018. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?. *Journal of Financial Economics*, 129 (3): 531-558. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>
- Bradshaw, M. T., and Sloan, R. G. 2002. GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 41-66. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00038>
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., and Mergenthaler, R. D. 2012. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50 (1): 1-40. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00427.x>
- Brown NC, Huffman AA, and Cohen S. 2023. Accounting reporting complexity and non-GAAP earnings disclosure. *The Accounting Review*, 98 (6): 37-71. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0760>
- Bushman, R. M., Lerman, A., and Zhang, X. F. 2016. The changing landscape of accrual accounting. *Journal of Accounting Research*, 54 (1): 41-78. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12100>
- Chalos, P., and Chen, C. J. P. 2002. Employee downsizing strategies: Market reaction and post announcement financial performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (5-6): 847-870. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00453>
- Chen, H. C., Lee, Y. J., Lo, S. Y., and Yu, Y. 2021. Qualitative characteristics of non-GAAP disclosures and non-GAAP earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 72 (1): 1-24. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101402>
- Chen, N. X., Chiu, P. C., and Shevlin, T. 2018. Do analysts matter for corporate tax planning? Evidence from a natural experiment. *Contemporary Accounting Research*, 35 (2): 794-829. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12413>
- Chen, P., Mehrotra, V., Sivakumar, R., and Yu, W. W. 2001. Layoffs, shareholders' wealth, and corporate performance. *Journal of Empirical Finance*, 8 (2): 171-199. [https://doi.org/10.1016/S0927-5398\(01\)00024-X](https://doi.org/10.1016/S0927-5398(01)00024-X)
- Christensen, T. E., Gomez, E., Ma, M., and Pan, J. 2021. Analysts' role in shaping non-

- GAAP reporting: Evidence from a natural experiment. *Review of Accounting Studies*, 26 (1): 172-217. <https://doi.org/10.1007/s11142-020-09564-7>
- Cohen, D. A., and Li, B. 2020. Customer-base concentration, investment, and profitability: The U.S. government as a major customer. *The Accounting Review*, 95 (1): 101-131. <https://doi.org/10.2308/accr-52490>
- Corwin, S. A., and Schultz, P. 2012. A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices. *The Journal of Finance*, 67 (2): 719-760. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01729.x>
- Curtis, A. B., McVay, S. E., and Whipple, B. C. 2014. The disclosure of non-GAAP earnings information in the presence of transitory gains. *The Accounting Review*, 89 (3): 933-958. <https://doi.org/10.2308/accr-50683>
- Decker, R. A., D'Erasmus, P. N., and Moscoso Boedo, H. 2016. Market exposure and endogenous firm volatility over the business cycle. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8 (1): 148-198. <https://doi.org/10.1257/mac.20130011>
- Diamond, D. W., and Verrecchia, R. E. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46 (4): 1325-1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Donelson, D. C., Jennings, R., and McInnis, J. 2011. Changes over time in the revenue-expense relation: Accounting or economics?. *The Accounting Review*, 86 (3): 945-974. <https://doi.org/10.2308/accr.00000046>
- Doyle, J. T., Lundholm, R. J., and Soliman, M. T. 2003. The predictive value of expenses excluded from pro forma earnings. *Review of Accounting Studies*, 8 (2-3): 145-174. <https://doi.org/10.1023/A:1024472210359>
- Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., and Rhee, S. G. 2020. Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62: 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101607>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, Y., and Yoon, H. J. 2021. Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96 (4): 233-260. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0057>
- Fairfield, P. M., Kitching, K. A., and Tang, V. W. 2009. Are special items informative about future profit margins?. *Review of Accounting Studies*, 14 (2-3): 204-236. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9084-9>
- Frankel, R., McVay, S., and Soliman, M. 2011. Non-GAAP earnings and board

- independence. *Review of Accounting Studies*, 16 (4): 719-744. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9166-3>
- Gulen, H., and Ion, M. 2016. Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29 (3): 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Healy, P. M., and Palepu, K. G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3): 405-440. <https://doi.org/10.2139/ssrn.258514>
- Heflin, F., and Hsu, C. 2008. The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 46 (2-3): 349-365. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.07.002>
- Ilut, C. L., and Schneider, M. 2014. Ambiguous business cycles. *American Economic Review*, 104 (8): 2368-2399. <https://doi.org/10.1257/aer.104.8.2368>
- Jiang, L., Pittman, J. A., and Saffar, W. 2022. Policy uncertainty and textual disclosure. *Accounting Horizons*, 36 (4): 113-131. <https://doi.org/10.2308/HORIZONS-2019-515>
- Kolev, K., Marquardt, C. A., and McVay, S. E. 2008. SEC scrutiny and the evolution of non-GAAP reporting. *The Accounting Review*, 83 (1): 157-184. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.157>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., and Wasley, C. E. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1): 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Lang, M., and Maffett, M. 2011. Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of Accounting and Economics*, 52 (2-3): 101-125. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.07.001>
- Leung, E., and Veenman, D. 2018. Non-GAAP earnings disclosure in loss firms. *Journal of Accounting Research*, 56 (4): 1083-1137. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12216>
- Lougee, B. A., and Marquardt, C. A. 2004. Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of "pro forma" earnings. *The Accounting Review*, 79 (3): 769-795. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.3.769>
- McVay, S. E. 2006. Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81 (3): 501-531.



<https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.501>

- McVay, S.E., E.A. Rodriguez-Vazquez, and S.M. Toynbee. 2024. Experience with non-GAAP earnings and investors' pricing of exclusions. *The Accounting Review*, 99 (3): 397-427. <https://doi.org/10.2308/TAR-2021-0645>
- Nagar, V., Schoenfeld, J., and Wellman, L. 2019. The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67 (1): 36-57. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.011>
- Ng, J., Saffar, W., and Zhang, J. J. 2020. Policy uncertainty and loan loss provisions in the banking industry. *Review of Accounting Studies*, 25 (2): 726-777. <https://doi.org/10.1007/s11142-019-09530-y>
- Pástor, L., and Veronesi, P. 2012. Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67 (4): 1219-1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3): 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Srivastava, A. 2014. Why have measures of earnings quality changed over time?. *Journal of Accounting and Economics*, 57 (2-3): 196-217. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.04.001>
- Verrecchia, R. E. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

## Author Biography

### Sheng-Yi Lo

Sheng-Yi Lo is an Assistant Professor of the Department of Finance at National Sun Yat-Sen university. He received his Ph.D. in Accounting at Graduate Institute of Accounting from National Taiwan University, Taiwan. His teaching areas include Financial Accounting, Management Accounting and Financial accounting theory. His areas of research interest are financial accounting and non-GAAP reporting.

### I-Lin Chen

I-Lin Chen was an Assistant Professor of the Department of Accounting at Providence University. He received his Ph.D. in Accounting at Graduate Institute of Accounting from National Taiwan University, Taiwan. His teaching areas included Cost Accounting and Management Accounting. His areas of research interest were financial accounting, management accounting and auditing.

### \*Han-Chung Chen

Han-Chung Chen is an Assistant Professor of the Department of Accountancy at National Taipei University. He received his Ph.D. in Accounting at Graduate Institute of Accounting from National Taiwan University, Taiwan. His work focuses specifically on non-GAAP reporting.

### Yun-Zhu Liu

Yun-Zhu Liu is an auditor of Deloitte & Touche Taiwan.

---

\*E-mail: hcchen@mail.ntpu.edu.tw

The authors acknowledge many helpful comments and suggestions from two anonymous reviewers, the editor, and Dr. Chih-Hsien Liao, who is a Professor in the Department of Accounting at National Taiwan University. We also gratefully acknowledge the financial support from National Science and Technology Council (NSTC), Taiwan (Grant No. NSTC 112-2410-H-110-096).

作者誠心感謝兩位匿名審查人、領域主編及臺大會計系廖芝嫻教授所提供之寶貴意見與建議，亦感激國科會計畫的經費支持 (計畫編號：NSTC 112-2410-H-110-096)。

附表 A — 變數定義表

變數名稱	變數衡量方式
<i>Spi</i>	為一指示變數，若本季有認列暫時性項目則為 1，否則為 0。
<i>Neg_Spi</i>	為一指示變數，若本季有認列暫時性淨損失項目則為 1，否則為 0。
<i>EPU</i>	取自 Baker et al. (2016) 所計算和提供之政策不確定性綜合指標，取同一季中每月數值之平均數，並取自然對數。
<i>Roa_Std</i>	取含本季在內之共 16 季季盈餘除以季初總資產之值所求出的標準差。
<i>Asset</i>	本季末總資產取自然對數。
<i>Intan</i>	本季末無形資產除以總資產。
<i>Btm</i>	本季末股東權益帳面價值除以股票總市值。
<i>Lev</i>	本季末總負債除以總資產。
<i>Growth</i>	本季銷貨成長率。
<i>Loss</i>	為一指示變數，若本季發生稅前淨損則為 1，否則為 0。
<i>Abs_Spi</i>	本季暫時性項目除以季初總資產後取絕對值。
<i>Ngp_Dis</i>	為一指示變數，若本季有揭露非公認盈餘則為 1，否則為 0。
<i>Future_OI</i>	未來四季營業淨利總和除以本季季末總資產。
<i>Future_CFO</i>	未來四季營業活動現金流量總和除以本季季末總資產。
<i>Ngp_Exclu</i>	本季總排除項目，以本季非公認盈餘減去公認盈餘後除以季初總資產。
<i>Ngp_Earn</i>	本季非公認盈餘除以季初總資產。
<i>Age</i>	即公司年齡，以觀察值年度減去第一次出現在 Compustat 之年度。
<i>Exclu_Spi</i>	本季營業淨利減除本季盈餘後除以季初總資產。
<i>Exclu_Oth</i>	上述本季總排除項目減去 <i>Exclu_Spi</i> 。
<i>Af_1</i>	為一指示變數，若本季報導公司資訊之分析師數量大於同季同產業之中位數者則為 1，否則為 0。
<i>Af_2</i>	為一指示變數，若本季報導公司資訊之分析師數量大於同季同產業之平均數者則為 1，否則為 0。
<b>五種政策構面 (<i>EPU_Cor</i>) 之不確定性指標</b>	
<i>Taxes</i>	取自 Baker et al. (2016) 所計算和提供之租稅政策不確定性指標，取同一季中每月數值之平均數，並取自然對數。
<i>Government</i>	取自 Baker et al. (2016) 所計算和提供之政府支出政策不確定性指標，取同一季中每月數值之平均數，並取自然對數。
<i>Economic</i>	取自 Baker et al. (2016) 所計算和提供之經濟政策不確定性指標，取同一季中每月數值之平均數，並取自然對數。
<i>Monetary</i>	取自 Baker et al. (2016) 所計算和提供之貨幣政策不確定性指標，取同一季中每月數值之平均數，並取自然對數。
<i>Trade_Policy</i>	取自 Baker et al. (2016) 所計算和提供之貿易政策不確定性指標，取同一季中每月數值之平均數，並取自然對數。

---

受衝擊公司 (*Affected*) 之代理變數，其值為 1 者表示所受衝擊較大

---

<i>Tax_Avd</i>	為一指示變數，若本年有效稅率大於同年同產業平均值者則本年所涵蓋之各季觀察值設為 1，否則為 0；參考 Chen et al. (2018)，有效稅率之定義為本年所得稅費用除以排除暫時性項目後之稅前盈餘。
<i>Gov</i>	為一指示變數，若美國聯邦政府為主要客戶者則為 1，否則為 0；資料來源與估計方法均參考 Cohen and Li (2020)。
<i>Sentm</i>	為一指示變數，若本季投資人情緒指標大於全年平均值者則為 1，否則為 0；資料來源和估計方法參考 Baker and Wurgler (2006) 及 Brown et al. (2012)。
<i>Lev_H</i>	為一指示變數，若本季季末總負債比率大於同季同產業平均值者則為 1，否則為 0。
<i>Multi</i>	為一指示變數，若為跨國企業則為 1，否則為 0。資料來源與估計方法均參考 Decker et al. (2016)。

---

註：由於本研究之實證設計是以公司之季資料為觀察值單位，如未特別說明，上述為生成變數所需之原始資料均為季末或季度資料。