

# 資訊揭露透明度、家族控制因素 與盈餘價值攸關性

廖秀梅\*

銘傳大學會計學系

陳依婷

銘傳大學會計學系

## 摘要

本研究以台灣證券暨期貨市場發展基金會所公佈資訊揭露評鑑系統結果做為資訊揭露透明度之替代變數，探討企業資訊揭露透明度、家族控制因素對盈餘價值攸關性的影響。本研究以 2003 至 2006 年上市及上櫃公司為研究對象，實證結果發現企業資訊揭露透明度與盈餘價值攸關性呈顯著正相關，顯示企業提升資訊揭露透明度會影響投資人對其財務報表可靠性的認知，進而增加盈餘價值攸關性。此外，家族控制企業的盈餘價值攸關性會明顯低於非家族控制企業。

**關鍵詞：**資訊揭露透明度、家族控制因素、盈餘價值攸關性

---

\* 作者感謝程心瑤教授及兩位匿名評審教授之寶貴意見。

# Corporate Disclosure Transparency, Family Control Factor and the Value Relevance of Earnings

**Hsiu-Mei Liao**

Department of Accounting  
Ming Chuan University

**Yi-Ting Chen**

Department of Accounting  
Ming Chuan University

## **Abstract**

This study examines the impacts of corporate disclosure transparency and family control factor on the value relevance of earnings. We use the evaluation results of the information disclosure evaluation system of Securities and Futures Information Center (SFI) as the disclosure transparency proxy. Using the sample of firms listed on the Taiwan Stock Exchange (TSE) and Over The Counter (OTC) from 2003 to 2006, we find that corporate disclosure transparency has a significantly positive association with the value relevance of earnings. This result suggests that greater corporate disclosure transparency affects investors' perception of the credibility of financial reports, and further enhances the value relevance of earnings. Besides, the value relevance of earnings of the family-controlled firms is significantly lower than nonfamily-controlled firms.

**Keywords:** *Corporate disclosure transparency, Family control factor, Value relevance of earnings*

## 壹、前言

近幾年來國內外一連串企業舞弊案的事件<sup>1</sup>，投資人對於企業財務報表喪失信心，如何加強公司治理成為全球資本市場關注之焦點。依據經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development 1999，簡稱OECD)所制定的公司治理準則及我國上市上櫃公司治理實務守則中，都將提升企業資訊揭露透明度列為重要項目，因為在資本市場，投資人需仰賴可靠及高透明度的資訊，以作為投資決策之依據，資本市場是否能有效運作，公司資訊揭露的品質是重要關鍵因素，因此，本研究欲探討企業資訊揭露透明度、家族控制因素對盈餘價值攸關性的影響。

所謂資訊透明度係指企業所有重大事項包括財務狀況、經營績效、所有權、公司治理等方面資訊，皆應即時且正確地揭露給投資人(OECD 1999)。由於企業經營權與所有權分離，管理當局與外部股東會因資訊不對稱而產生代理問題。過去許多文獻發現管理當局與外部股東間的資訊不對稱程度增加時，盈餘管理程度會增加，而影響公司盈餘品質(Schipper 1989; Richardson 2000)。基於代理理論的觀點，公司年度財務報表與資訊揭露可作為監督管理當局的機制，有效降低管理當局與外部股東間之資訊不對稱，進而降低代理成本(Healy and Palepu 2001; Glosten and Milgrom 1985; Lang and Lundholm 1996)。此外，過去文獻也發現公司報表資訊揭露的愈清楚，報表使用人愈容易察覺管理當局是否進行盈餘管理的行為(Hirst and Hopkins 1998; Maines and McDaniel 2000)。因此，公司資訊揭露及透明度愈高時，由於進行盈餘管理較容易被發現，故會降低管理當局進行盈餘管理的動機，提升公司的盈餘品質，進而影響盈餘價值攸關性。

在台灣，資本市場以散戶投資人為主，由於他們對於公司資訊的需求及專業分析能力皆較低，使得台灣企業資訊揭露的情況遠落後其他國家<sup>2</sup>。為提升企業整體資訊揭露的透明度，以落實公司治理，證券主管機關做了許多努力，包括：證期局於2003年3月13日修訂公開發行公司年報應行記載事項準則，增訂公司對於非財務資訊(包括董監事、股權結構、公司治理、財務業務及風險、員工分紅及董監酬勞等)揭露之規定。此外，為了使投資人能及時獲得公司的重大訊息，台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心建置公開資訊網站讓公司

---

<sup>1</sup> 例如：安隆(Enron)、世界通訊(World com)、全錄(Xerox)、默克藥廠(Merck)等著名企業弊案後，引發全球投資人對資本市場公正性的質疑與注意。而台灣自2004年起也發生類似案件，如博達、東隆五金、台鳳、訊碟、皇統、力霸等上市櫃公司涉嫌掏空資金、作假帳等舞弊案例，堪稱為台灣安隆案，嚴重影響國內金融秩序甚鉅。

<sup>2</sup> 根據標準普爾(Standard & Poor)曾於2002年初公佈其2001年對全球公司資訊揭露評比所做的市調結果，在亞太國家中，新加坡以平均7分最佳(滿分為10分)，香港、馬來西亞、韓國5分次之，台灣公司平均在財務資訊方面獲得4分，而在非財務資訊方面僅獲得2分，並且在得分最低的31個公司中占了26名。

公佈各項資訊。2003年台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨發展基金會（簡稱證基會）建置的「資訊揭露評鑑系統」，首次針對國內上市櫃公司資訊揭露情形所作的透明度評比，採非官方自發性規劃設計，以全體上市櫃公司為評鑑對象，一年辦理一次評鑑，其評鑑範圍以上市櫃公司輸入「公開資訊觀測站」及公司網站所揭露之資訊為主，並將評鑑結果公佈於證交所網站，供投資人做決策之參考依據。由於評鑑過程未驗證各評鑑指標內容之正確性，評鑑結果是否會影響投資人進行投資決策，進而影響盈餘價值攸關性，有待進一步探討。

然而，國內文獻以資訊評鑑結果探討資訊揭露透明度與盈餘價值攸關性之關係並未有一致性結論。例如：李建然、陳信吉與張石羨珍(2005)以2004年台灣證券暨期貨發展基金會所公佈的資訊揭露評鑑系統結果，將上市櫃公司區分為資訊揭露透明度較好的公司與資訊揭露透明度較差的公司，藉由盈餘反應係數(ERC)、Ohlson模型為基礎所形成的複迴歸模型，來探討該系統是否能提高財務報表資訊的攸關性進而對投資人有所影響。實證結果顯示資訊揭露透明度較好的公司，其未預期盈餘較資訊揭露透明度差的公司較能解釋標準化異常報酬及股價，且呈顯著正相關。但林有志與曾乾豪(2007)以2003及2004年台灣上市櫃公司為樣本，分別以證基會「資訊揭露評鑑系統」之評量結果及長期股權投資比率作為資訊透明度之代理變數，探討資訊透明度與盈餘資訊內涵之關連性。實證結果發現，當資訊透明度以長期股權投資比率衡量時，資訊揭露透明度與盈餘資訊內涵呈顯著正相關，但資訊透明度以資訊揭露評鑑結果衡量時，兩者反而呈顯著負相關。

此外，台灣上市櫃公司家族控制企業相當普遍，家族控制企業的組織特性明顯不同於非家族控制企業(葉銀華、李存修與柯承恩 2002)。當公司利益與家族利益兩者有所衝突，家族成員可能以家族利益為優先考量，而不顧公司整體的利益著想，使得代理問題更加嚴重，因此造成投資大眾的損失(Lee 2004)。Fan and Wong(2002)指出，當家族能有效地控制一家公司時，通常能掌握公司財務資訊的產出與報導，而且隨著家族的控制權愈大、或控制權與現金流量權偏離程度愈大時，家族會以自身的利益為考量，操弄財務報表的數字或隱匿重大攸關資訊的揭露，使得資訊透明度與揭露品質相對較低。鑒於台灣存在家族控制企業型態，而過去國內卻少有實證研究進行探討其對公司揭露實務的影響，因此，本研究進一步考量家族控制因素是否會影響盈餘價值攸關性。

因此，本研究以證基會所公佈2003至2006年共四屆的資訊揭露評鑑系統之結果，探討企業資訊揭露透明度、家族控制因素對盈餘價值攸關性的影響。實證結果發現企業資訊揭露透明度與盈餘價值攸關性呈顯著正相關，顯示企業提升資訊揭露透明度會影響投資人對其財務報表可靠性的認知，進而增加盈餘

價值攸關性。此外，公司若屬於家族控制企業，其盈餘價值攸關性會明顯低於非家族控制企業，意謂著家族企業比較會以自身的利益為考量，操弄財務報表的數字或隱匿重大攸關資訊的揭露，使得揭露品質相對較差，因此盈餘價值攸關性會下降。本結果除了提供證基會作為推行資訊揭露評鑑系統之參考依據，更期望對投資人作為投資決策之參考。

本研究其餘內容安排方式如下：第貳節說明本研究之研究假說、研究設計及變數衡量；第參節敘述樣本的選取及資料來源；第肆節說明本研究之研究結果；最後，第伍節則彙整本研究的研究結論及建議。

## 貳、研究假說、研究設計及變數衡量

### 一、研究假說的建立

在資本市場，投資人需仰賴可靠及高透明度的資訊，以作為投資決策之依據，資本市場是否能有效運作，公司資訊揭露的品質是重要關鍵因素。Ball and Brown (1868) 檢視未預期盈餘與異常報酬之間關係，證實會計資訊具有資訊內涵。Ohlson (1995) 和 Feltham and Ohlson (1995) 提出股票評價模式，證明公司價值可以由盈餘及帳面價值之會計資訊解釋，因此，對投資人而言會計資訊具有價值攸關性。

然而，過去許多文獻發現管理當局與外部股東間的資訊不對稱程度增加時，盈餘管理程度會增加，而影響公司盈餘品質 (Schipper 1989; Richardson 2000)。基於代理理論的觀點，公司年度財務報表與資訊揭露可作為監督管理當局的機制，有效降低管理當局與外部股東間之資訊不對稱，進而降低代理成本 (Healy and Palepu 2001; Glisten and Milgrom 1985; Lang and Lundholm 1996)。此外，相關文獻指出，企業提升資訊揭露水準，可達到降低企業資金成本 (Diamond and Verrecchia 1991; Botosan 1997)、提高股票流動性 (Welker 1995; Healy et al. 1999) 及影響分析師關注 (Lang and Lundholm 1996; Healy et al. 1999) 等效益。

此外，過去文獻也發現公司資訊透明度高低，會影響報表使用人察覺管理當局是否進行盈餘管理的行為 (Hirst and Hopkins 1998; Maines and McDaniel 2000)。例如：會計科目的表達方式愈清楚、將未實現利得或損失特別揭露在綜合淨利表，分析師較容易發現管理當局盈餘管理的行為。因此，公司資訊揭露及透明度愈高時，由於進行盈餘管理較容易被發現，故會降低管理當局進行盈餘管理的動機，提升公司的盈餘品質，進而影響盈餘價值攸關性。

因此，公司資訊揭露程度愈高，投資人可獲得有關企業經營策略、財務績效及公司治理等資訊愈多，會影響投資人對其財務報表可靠性的認知，將有助

於減少投資過程中所面臨的不確定性，進而使股價合理反應公司價值，對盈餘資訊內涵具有提升的作用。過去大部份實證研究發現資訊揭露透明度與盈餘價值攸關性呈現顯著正向關係(Healy, Hutton, and Palepu 1999; Douthett, Duchac, and Lim 2003; 李建然等 2005)。因此，綜合上述文獻，本研究預期資訊揭露透明度愈佳，投資人可獲得做決策的資訊愈多，將有助於提升盈餘價值攸關性。因此本研究之假說一建立如下(以下研究假說皆以對立假說的方式呈現)：

$H_1$ ：資訊揭露透明度較佳公司，其盈餘價值攸關性會高於資訊揭露透明度較差的公司。

此外，台灣上市櫃公司家族控制企業相當普遍，家族控制企業的組織特性明顯不同於非家族控制企業(葉銀華等 2002)。例如：台灣家族控制企業同時掌握公司所有權及經營權，而且董事會成員及高階主管通常是由家族成員擔任，彼此間的信任與忠誠度較高，在這種情況下，資訊不對稱的問題在家族控制企業較不會發生，因此，內部代理問題相對較不嚴重(林穎芬與劉維琪 2003; Ali, Chen, and Radhakrishnan 2007)。然而，家族控制股東常透過交叉持股或金字塔結構方式使得投票權超過其現金流量權，導致少數股東的利益被剝奪，因此，在控制和非控制權的股東之間則出現了更嚴重的外部代理問題(Gilson and Gordon 2003; Ali et al. 2007)。當公司利益與家族利益兩者有所衝突，家族成員可能以家族利益為優先考量，而不顧公司整體的利益著想，使得代理問題更加嚴重，造成投資大眾的損失(Lee 2004)。Fan and Wong(2002)指出，當家族能有效地控制一家公司時，通常能掌握公司財務資訊的產出與報導，而且隨著家族的控制權愈大、或控制權與現金流量權偏離程度愈大時，家族會以自身的利益為考量，操弄財務報表的數字或隱匿重大攸關資訊的揭露，使得資訊透明度與揭露品質相對較差。

在實證研究文獻上，除了 Ali et al. (2007) 的研究發現，家族企業的報告會有較好盈餘品質，比較願意揭露負面消息外，大部份實證研究皆顯示家族控制企業的公司揭露品質較差 (Haniffa and Cook 2002; Fan and Wong 2002; 廖益興與許博渝 2007)。因此，本研究預期公司若屬於家族控制企業，其盈餘價值攸關性會低於非家族控制企業。

$H_2$ ：公司若屬於家族控制企業，其盈餘價值攸關性會低於非家族控制企業。

## 二、實證模型與變數衡量

本研究主要在探討資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性之關係。為檢定本研究的假說，本研究之模型是透過資訊揭露透明度、家族控制因素和未預期盈餘交乘項的橫斷面迴歸模型來測試其對公司報酬之影響。因此，本研究以盈餘反應係數(ERC)的模型為基礎，並考量資訊揭露透明度、家族

控制因素及其它控制變數對公司報酬的影響，形成本研究的實證模型(Gul, Tsui, and Dhaliwal 2006；Ali et al. 2007)，研究變數說明如下：

在應變數方面，本研究採用市場模式計算異常報酬，並將各個公司之異常報酬率標準化(standardized)<sup>3</sup>，算出標準化累積平均異常報酬 (SCAR)。Gul et al.(2006)和Ali et al.(2007)係以會計年度結束後三個月往前推十二個月作為事件期，由於我國在會計年度結束後四個月內應公開年度財務報表，因此，本研究事件期以會計年度結束後四個月往前推十二個月，估計期則以事件期再往前推三十個月<sup>4</sup>。在實驗變數方面，本研究採用隨機漫步模式做為預期盈餘衡量的方式，因此，未預期盈餘變數 (UE) 為兩期每股盈餘變動，由於公司規模的不同，故將未預期盈餘以期初股價平減之，以降低其變異程度(李建然等 2005；Ali et al. 2007)。在資訊揭露透明度(TD) 衡量方面，本研究採用證基會公佈的「資訊揭露評鑑系統」結果，以虛擬變數方式將資訊揭露分成較透明與較不透明兩組，作為本研究資訊揭露透明度評比的代理變數。由於第一、二屆僅公佈前三分之一資訊揭露較透明之公司與第三、四屆把資訊揭露透明度區分成等級之評分標準不同<sup>5</sup>，本研究將以第四屆的五等級評分標準取前三分之一作為本研究資訊揭露透明度較透明之公司，也就是說，將第三、四屆的評分結果為A<sup>+</sup>、A前兩個等級定義為資訊揭露較透明組設為1，其他三個等級(B、C、C<sup>-</sup>)則定義為資訊揭露較不透明組設為0<sup>6</sup>。在衡量家族控制(FC)因素方面，先前研究大多數以家族董監事成員掌握的股權或擁有的董事會席次作為判斷的標準。由於家族控制股東常透過交叉持股或金字塔結構方式使得投票權超過現金流量權，導致在家族董監事持股比率的變數定義上並不容易做到精確的衡量。因此，本研究是以席次控制概念判斷上市櫃公司是否為家族控制企業。根據現有文獻，家族董監事的衡量方式為年報中對董事、監察人、與其他主管、董事、監察人間具有配偶或二等親等以內親屬關係之揭露資訊為判斷依據（侍台誠 1994；廖益興及許博渝 2007），例如：以92年台泥公司為例，根據年報揭露的董監事資訊，董事長辜成允與法人代表董事趙辜懷箴具有姐弟關係，則此兩位

<sup>3</sup> 沈中華與李建然(2000) 指出透過修正事件期異常報酬率的變異數，達到常態分配之目的，以減少個別證券的異質變異問題，而且有助於提高檢定異常報酬率之能力，尤其是股價對某些是反應較弱的情況下。

<sup>4</sup> 沈中華與李建然(2000) 指出若以月報酬率建立估計模式，估計期間通常設定為 24 個月至 60 個月。

<sup>5</sup> 證基會自 2005 年起（第三屆），將評鑑結果加以細分為四級，分別為A<sup>+</sup>、A、B、C，而第四屆則比第三屆多了C<sup>-</sup>等級，共五等級。第三屆可能是為了使公司有所準備，將原C<sup>-</sup>等級的公司併入在C等級，此可由下列公佈的結果推知：1. 第三屆C等級之公司數與第四屆C等級加上C<sup>-</sup>等級之公司合計數差異不大；2. 第四屆列位為C<sup>-</sup>等級之公司有 77.42%在第三屆是被列為C等級者。

<sup>6</sup> 根據證基會資料的統計，第三屆及第四屆評比為A+的公司分別為 12 家及 15 家，占全部受查公司分別為 1.16%及 1.39%；評比為A的公司分別為 183 家及 219 家，占全部受查公司分別為 17.73%及 20.22%，但評比為B的公司卻有 583 家及 613 家，占全部受查公司分別為 56.49%及 56.60%，因此為了與第一、二屆的衡量不至差異太大，將第三、四屆的評分結果為A+、A 前兩個等級定義為資訊揭露較透明組設為 1，他三個等級（B、C、C<sup>-</sup>）則定義為資訊揭露較不透明組設為 0。

董事視為同一家族的席次。當同一家族董監事占全體董事會之席次比率超過半數以上席次者，定義為家族控制企業，而未超過半數以上席次者，定義為非家族控制企業(林穎芬與劉維琪 2003；廖益興與許博渝 2006；廖秀梅、李建然與吳祥華 2006)。

在控制變數方面，本研究參考盈餘反應係數相關文獻，在迴歸模式中加入下列控制變數，以提升模型設定的準確性(Kormendi and Lip 1987; Collins and Kothari 1989；Easton and Zmijewski 1989；Hayn 1995；李建然等 2005；Gul et al. 2006；Ali et al. 2007)，茲將控制變數逐一說明如下：Kormendi and Lip(1987)定義盈餘持續性為目前未預期盈餘對未來盈餘期望值的修正程度。若盈餘持續性較高，會降低投資人對公司盈餘的不確定性，因而影響盈餘反應係數。Kormendi and Lip(1987)、Collins and Kothari (1989)及Ali et al. (2007)皆發現盈餘反應係數與盈餘持續性呈顯著正相關，本研究以公司前16季盈餘一階自我相關衡量盈餘持續性<sup>7</sup>(PER)。系統風險又稱市場風險或不可分散風險，當公司未來報酬風險愈高時，投資人對盈餘的反應較低(Easton and Zmijewski 1989；Collins and Kothari 1989；Lipe 1990)，本研究依據市場模式以公司股票報酬對市場報酬之迴歸式來衡量公司之系統風險(BETA)，預期公司系統風險(BETA)對盈餘反應係數影響為負。盈餘之波動愈少，公司風險愈小，投資人愈能掌握公司之獲利能力(Warfield, Wild, and Wild 1995；Gul et al. 2006)，因此，盈餘之變動數(VAR)會影響盈餘與報酬之關係，其預期方向為負。Collins and Kothari (1989)發現若公司有較高之經濟成長機會，則盈餘成長之機會相對提高，故盈餘反應係數也會愈大。本研究以市場價值對權益的帳面價值之比(GROWTH)作為成長機會的替代變數，控制這方面可能的影響。Ali et al. (2007)指出財務槓桿較高之公司，因受限於債務合約之影響，其盈餘反應係數較低，故本研究以負債比率(LEV)控制財務槓桿對盈餘反應係數的影響。Hayn(1995)研究指出，公司在報導盈餘時，若公司報導為淨損，相對於報導淨利而言，對股價比較沒有資訊性，導致盈餘反應係數較低。因此，本研究將營業淨損(LOSS)變數納入迴歸式中，以控制其對盈餘反應係數的影響。當公司規模愈大時，其營運較為複雜，則財務報表資訊較不容易為外部投資人所瞭解，過去文獻發現對盈餘反應係數的影響並不一致<sup>8</sup>，然而卻常被用為其他忽略變數之代理變數，因此本研究納入公司規模(SIZE)變數加以控制。最後，上市公司交易較熱絡，較受媒體之青睞，投資人可得到較多的資訊，使得在盈

<sup>7</sup> 盈餘持續性的計算方式如下：

$$\Delta EPS_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta EPS_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

其中： $\Delta EPS_{i,t}$ 、 $\Delta EPS_{i,t-1}$ ：i公司第t期、第t-1期每股盈餘的變動數， $\lambda_1$ ：i公司之盈餘持續性。

<sup>8</sup> 例如：Warfield et al.(1995)發現公司規模與盈餘及報酬為正相關，但Teoh and Wang(1993)卻指出公司規模與ERC呈負相關，Easton and Zmijewski(1989)則指出，ERC與公司規模並無關聯。

餘宣告時，其資訊內涵反而較上櫃公司小(李建然等 2005)。因此，本研究加入市場別 (MARKET) 的虛擬變數以控制其對盈餘反應係數的影響。

綜上所述，本研究建立有關資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性之間的關係之實證模型如下：

$$\begin{aligned} SCAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TD_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} + \beta_3 UE_{i,t} + \beta_4 UE_{i,t} \times TD_{i,t} + \beta_5 UE \times FC_{i,t} \\ & + \beta_6 UE_{i,t} \times PER_{i,t} + \beta_7 UE_{i,t} \times BETA_{i,t} + \beta_8 UE_{i,t} \times VAR_{i,t} \\ & + \beta_9 UE_{i,t} \times GROWTH_{i,t} + \beta_{10} UE_{i,t} \times LEV_{i,t} + \beta_{11} UE_{i,t} \times LOSS_{i,t} \\ & + \beta_{12} UE_{i,t} \times SIZE_{i,t} + \beta_{13} UE_{i,t} \times MARKET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$SCAR_{i,t}$ ：i公司第t期的標準化累積平均異常報酬率；

$UE_{i,t}$ ：i公司第t期之每股未預期盈餘，為第t年及t-1年之每股盈餘變動數，再以期初股價平減之；

$TD_{i,t}$ ：為資訊揭露透明度之虛擬變數。若i公司第t期為資訊揭露較透明者設為 1，否則為 0。

$FC_{i,t}$ ：為家族控制因素之虛擬變數。若i公司第t期為家族控制企業者設為 1，否則為 0。

$PER_{i,t}$ ：i公司第t期盈餘持續性，以公司前 16 季盈餘一階自我相關衡量；

$BETA_{i,t}$ ：i公司第t期系統風險，採市場模式衡量之；

$VAR_{i,t}$ ：i公司第t期之盈餘變動數，為公司前 16 季盈餘之標準差；

$GROWTH_{i,t}$ ：i公司第t期之成長機會，為市場價值對權益的帳面價值之比；

$LEV_{i,t}$ ：i公司第t期長期負債對總資產之比；

$LOSS_{i,t}$ ：營業淨損之虛擬變數，若i公司第t期之稅後淨利為負者設為 1，否則為 0；

$SIZE_{i,t}$ ：i公司第t期之公司規模，為期初總資產之帳面價值取自然對數；

$MARKET_{i,t}$ ：為市場別之虛擬變數。若i公司第t期為上市公司設為 1，否則為 0。

### 參、樣本選取及資料來源

我國於 2003 年起，由證基會建置的「資訊揭露評鑑系統」，每年針對國內上市櫃公司資訊揭露情形作的透明度評比。本研究以證基會公佈的第一屆至第四屆為樣本研究期間，其樣本涵蓋範圍為 2003 至 2006 年所有上市櫃公司。在篩選的過程中，由於金融保險及證券業之性質特殊，在業務上及會計報表的申報上，受到目的事業主管機關的管制，在查核上需要特殊的專門知識，且查核項目及內容均有所不同，故將其排除。此外，為確保資料截止的一致性，本研究也將少數非曆年制之公司摒除在外。至於有些公司的變數資料不全亦予以

剔除。最後，為避免極端值對實證結果造成影響，本研究將自變數位於平均數調整正負三倍標準差以外的觀察值予以剔除。根據上述篩選條件，本研究共產生 3,109 個觀察值，樣本篩選結果列示於表一。

表一 樣本選取標準

樣本篩選程序	樣本數
2003 至 2006 年之上市櫃樣本(不含金融保險業)	4,807
扣除：非歷年制之樣本	(2)
各變數遺漏值之樣本	(1,533)
各變數極端值之樣本	(163)
合計	<u>3,109</u>

本研究之資料來源除了上市櫃公司資訊揭露評鑑分數，來自證基會所建立之資訊揭露評鑑系統外，其他變數資料皆來自台灣經濟新報社資料庫(Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ)與公開資訊觀測站的年報資料，其中，計算異常報酬之資料取自事件研究法資料庫；其他有關之財務及股價資料係取自一般產業財務資料庫。

## 肆、實證結果分析

### 一、敘述性統計量分析

表二係全部樣本各變數之敘述性統計量。標準化累積平均異常報酬(SCAR)之平均數為 0.3961、中位數為-0.3601，顯示樣本公司在樣本期間因為國內政治因素及國際景氣處於低迷，使得標準化累積異常報酬率普遍不高。資訊揭露透明度(TD)之平均數為 0.229，表示資訊揭露透明度較佳公司約占 2 成 3，與母體差異比率不大<sup>9</sup>。而從家族控制企業(FC)平均數為 0.3953，可發現樣本中公司屬於家族控制企業的比例約占 4 成左右。在市場別(MARKET)方面發現所選樣本之公司有 65.36%為上市之公司，與母體差異比率不大。

本研究各變數間之相關係數彙整於表三。從表三可得之，各自變數之間的相關係數並不高，除了 MARKET 與 SIZE 有顯著較高的相關係數(0.513)之外，其餘各變數間的相關係數之絕對值大部分皆在 0.2 以下。另外，本研究將以變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor，簡稱 VIF)作為輔助判斷變數間是否存

<sup>9</sup> 根據證基會的資料統計，第一、二屆只公佈前三分之一資訊揭露較透明之公司，第三、四屆A+的公司占全部受查公司約為 1%，A 的公司占全部受查公司為 2 成左右，因此，四屆平均下來資訊揭露透明度較佳公司約為 2 成 6，與本研究樣本資料統計的 2 成 3 差異不大。

在共線性(Multi-Collinearity)診斷。分析結果發現，在每一條迴歸式內所有自變數的 VIF 值多介 1~2 之間。故整體而言，自變數間共線性重合問題應不太嚴重。

表二 各變數之敘述性統計量

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Panel A：因變數					
SCAR	0.3961	-0.3601	4.9696	-13.8010	43.6490
Panel B：實驗變數					
TD	0.2290	0.0000	0.4203	0.0000	1.0000
FC	0.3953	0.0000	0.4890	0.0000	1.0000
UE	0.0239	0.0070	0.2128	-2.8800	2.8598
Panel C：控制變數					
PER	0.2398	0.2285	0.3363	-0.8003	1.2381
BETA	0.8005	0.8059	0.3731	-0.2704	1.8530
VAR	0.4556	0.3577	0.3524	0.0335	3.4125
GROWTH	1.5109	1.2300	0.9617	0.1500	6.1300
LEV	40.0859	40.0500	16.1681	1.5500	93.6700
LOSS	0.2000	0.0000	0.4006	0.0000	1.0000
SIZE	15.1505	15.0215	1.1676	12.2102	18.9646
MARKET	0.6536	1.0000	0.4759	0.0000	1.0000

各變數定義如下：

SCAR=標準化累積平均異常報酬

TD=資訊揭露透明度(虛擬變數，若公司為資訊揭露較透明者設為 1，否則為 0)

FC=家族控制企業(虛擬變數，若公司為家族控制企業者設為 1，否則為 0)

UE=未預期盈餘，為第 t 年及 t-1 年之每股盈餘變動數，並以期初股價平減之

PER=盈餘持續性，以公司前 16 季盈餘一階自我相關衡量之

BETA=系統風險，採市場模式衡量之

VAR=盈餘變動數，以公司前 16 季盈餘之標準差衡量之

GROWTH=成長機會，為市場價值對權益的帳面價值之比

LEV=長期負債對總資產之比

LOSS=營業淨損(虛擬變數，若公司稅後淨利為負者設為 1，否則為 0)

SIZE=公司規模，為期初總資產之帳面價值取自然對數

MARKET=市場型態(虛擬變數，若公司為上市者設為 1，否則為 0)

\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準

表3 各變數之Pearson相關係數

變數	SCAR	TD	FC	UE	VAR	GROWTH	LEV	LOSS	BETA	SIZE	PER	MARKET
TD	-0.077*** (0.000)											
FC	-0.048*** (0.008)	-0.002 (0.898)										
UE	0.264*** (0.000)	-0.001 (0.935)	0.049*** (0.006)									
VAR	-0.026 (0.143)	-0.027 (0.139)	-0.072*** (0.000)	0.017 (0.337)								
GROWTH	0.138*** (0.000)	0.071*** (0.000)	-0.154*** (0.000)	0.126*** (0.000)	0.150*** (0.000)							
LEV	-0.034* (0.058)	-0.044** (0.013)	-0.013 (0.476)	0.052*** (0.004)	0.192*** (0.000)	-0.100*** (0.000)						
LOSS	-0.064*** (0.000)	-0.113*** (0.000)	0.079*** (0.000)	-0.239*** (0.000)	0.194*** (0.000)	-0.295*** (0.000)	0.203*** (0.000)					
BETA	-0.012 (0.493)	0.104*** (0.000)	0.018 (0.306)	0.068*** (0.000)	0.147*** (0.000)	0.091*** (0.000)	-0.016 (0.361)	0.029 (0.109)				
SIZE	-0.125*** (0.000)	0.226*** (0.000)	0.261*** (0.000)	0.001 (0.936)	0.024 (0.178)	0.003 (0.875)	0.091*** (0.000)	-0.091*** (0.000)	0.445*** (0.000)			
PER	-0.014 (0.429)	0.063*** (0.000)	-0.124*** (0.000)	0.040** (0.028)	0.113*** (0.000)	0.194*** (0.000)	-0.008 (0.640)	-0.004 (0.819)	0.216*** (0.000)	0.076*** (0.000)		
MARKET	-0.079*** (0.000)	0.107*** (0.000)	0.218*** (0.000)	0.018 (0.304)	-0.138*** (0.000)	-0.017 (0.356)	-0.061*** (0.001)	-0.066*** (0.000)	0.214*** (0.000)	0.513*** (0.000)	-0.048*** (0.007)	

變數定義同表2

\*\*\*表示達1%顯著水準；\*\*表示達5%顯著水準；\*表示達10%顯著水準

## 二、單變量分析

表四為各變數之差異性檢定，分別以資訊揭露透明度與家族控制企業因素將樣本分為兩個部份，進行獨立樣本 T 檢定及無母數檢定 Mann-Whitney U 檢定，分析各變數在兩個子樣本之間是否有存在顯著性的差異。Panel A 是以證基會所公佈的資訊揭露評鑑結果將資訊揭露透明度分為較透明的公司與較不透明的公司兩組，進行 T 檢定及無母數檢定 Mann-Whitney U 檢定，結果有 712 個樣本被分類為資訊較透明的公司，而有 2,397 個樣本被分類為資訊較不透明的公司。從 Panel A 可得知，資訊透明度較佳的公司，其標準化累積平均異常報酬(SCAR)顯著低於資訊透明度較差的公司，顯示資訊透明度較佳的公司，並不代表是獲利較佳的公司，而獲利較差的公司，可能會因為資訊揭露愈詳盡，使得股價反應較大，而產生更大負的異常報酬。至於其他變數方面，發現資訊揭露透明度較佳的公司，盈餘持續性(PER)、公司風險(BETA)、成長機會(GROWTH)、負債比率(LEV)、營業淨損(LOSS)、公司規模(SIZE)、市場別(MARKET)等變數，均與資訊揭露透明度較差的公司有顯著性差異，換言之，資訊揭露透明度較佳的公司，其盈餘持續性較佳、系統風險較大、成長機會較大、負債比率較低、發生營業淨損的比例較低、公司規模較大、為上市公司比例較高。

Panel B 是以同一家族成員擔任董監事席次占全體董監事席次比例是否過半為標準，將樣本區分為家族控制企業與非家族控制企業兩組，進行 T 檢定及無母數檢定 Mann-Whitney U 檢定。結果有 1,229 個樣本被分類為家族控制企業，而有 1,880 個樣本被分類為非家族控制企業。從 Panel B 可得知，家族控制企業，其標準化累積平均異常報酬(SCAR)顯著低於非家族控制企業。至於其他變數方面，發現家族控制企業其未預期盈餘(UE)、盈餘持續性(PER)、盈餘變動數(VAR)、成長機會(GROWTH)、營業淨損(LOSS)、公司規模(SIZE)、市場別(MARKET)等變數，均與非家族控制企業有顯著性差異。換言之，家族控制企業的樣本公司，其未預期盈餘較大、盈餘持續性較小、盈餘變動數較小、成長機會較小、發生營業淨損的比例較高、公司規模較大、為上市公司比例較高。

表四 各自變數之差異檢定

Panel A：資訊揭露透明度(TD)						
變數	資訊較透明的公司 N=712		資訊較不透明的公司 N=2397		兩組樣本差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t 檢定	M-W 檢定
SCAR	-0.3083	-0.8873	0.6053	-0.2078	-4.7214	*** - 3.7512***
UE	0.0233	0.0101	0.0240	0.0066	-0.1004	- 0.5529
FC	0.3933	0.0000	0.3959	0.0000	-0.1271	- 0.1271
PER	0.2784	0.2767	0.2283	0.2127	3.4036	*** 3.4270***
BRTA	0.8716	0.8923	0.7794	0.7852	5.8206	*** 5.5478***
VAR	0.4384	0.3524	0.4607	0.3614	-1.5816	- 0.5824
GROWTH	1.6357	1.3500	1.4739	1.1900	3.9504	*** 5.3511***
LEV	38.7686	39.6600	40.4772	40.3400	-2.5745	*** - 1.8050**
LOSS	0.1180	0.0000	0.2253	0.0000	-7.2477	*** - 6.2759***
SIZE	15.6347	15.4238	15.0067	14.9298	11.0378	*** 10.1411***
MARKET	0.7472	1.0000	0.6258	1.0000	6.3687	*** 5.9772***

  

Panel B：家族控制因素(FC)						
變數	家族控制公司 N=1229		非家族控制公司 N=1880		兩組樣本差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t 檢定	M-W 檢定
SCAR	0.1036	-0.7773	0.5873	-0.0651	-2.6931	*** - 2.9839***
UE	0.0368	0.0110	0.0154	0.0046	2.5757	** 2.4656**
FC	0.2278	0.0000	0.2298	0.0000	-0.1271	- 0.1271
PER	0.1882	0.1406	0.2735	0.2820	-6.9693	- 7.4257***
BRTA	0.8090	0.8246	0.7950	0.7925	1.0240	1.4576
VAR	0.4241	0.3234	0.4762	0.3824	-4.0414	*** - 6.1197***
GROWTH	1.3281	1.0800	1.6305	1.3350	-9.0078	*** - 9.5234***
LEV	39.8303	39.5500	40.2531	40.7100	-0.7129	- 1.0615
LOSS	0.2400	0.0000	0.1750	0.0000	4.3318	*** 4.4256***
SIZE	15.5272	15.5009	14.9042	14.7752	14.7329	*** 15.2859***
MARKET	0.7819	1.0000	0.5697	1.0000	12.9338	*** 12.1586***

各變數定義：

SCAR=標準化累積平均異常報酬；

TD=資訊揭露透明度(虛擬變數，若公司為資訊揭露較透明者設為1，否則為0)；

FC=家族控制企業(虛擬變數，若公司為家族控制企業者設為1，否則為0)；

UE=未預期盈餘，為第t年及t-1年之每股盈餘變動數，並以期初股價平減之；

PER=盈餘持續性，以公司前16季盈餘一階自我相關衡量之；

BETA=系統風險，採市場模式衡量之；

VAR=盈餘變動數，以公司前16季盈餘之標準差衡量之；

GROWTH=成長機會，為市場價值對權益的帳面價值之比；

LEV=長期負債對總資產之比；

LOSS=營業淨損(虛擬變數，若公司稅後淨利為負者設為1，否則為0)；

SIZE=公司規模，為期初總資產之帳面價值取自然對數；

MARKET=市場型態(虛擬變數，若公司為上市者設為1，否則為0)。

\*\*\*表示達1%顯著水準；\*\*表示達5%顯著水準；\*表示達10%顯著水準

### 三、多變量分析

表五為全部樣本之多變量迴歸分析結果。由於以最小平方估計法(Ordinary Least Square, 簡稱 OLS)進行迴歸分析時, 可能有明顯之異質變異(heteroskedasticity)現象(White 1980), 因此本研究使用 White's test 檢定所有迴歸模式, 並對有顯著異質變異現象之迴歸式, 以 White 共變異數矩陣調整之。

首先, 在盈餘對股價是否有資訊內涵方面, 未預期盈餘(UE)與標準化累計平均異常報酬(SCAR)呈顯著正相關, 達 1% 的顯著水準, 與預期方向相符。此結果與 Ball and Brown(1968)研究結果一致, 未預期盈餘會造成證券價格產生變動, 故會計盈餘具有資訊內涵。在資訊揭露透明度方面, 資訊揭露透明度(TD)截距項之係數為負, 與單變量結果相同, 顯示資訊透明度較佳的公司, 並不代表是獲利較佳的公司, 而獲利較差的公司, 可能會因為資訊揭露愈詳盡, 使得股價反應較大, 而產生更大負的異常報酬。未預期盈餘與資訊揭露透明度之交乘項(UE\*TD)對標準化累積異常報酬(SCAR)呈現顯著正相關, 與預期方向相符(達 5% 的顯著水準), 此結果與 Lang and Lundholm(1996)、李建然等(2005)的實證結果一致, 顯示資訊揭露透明度較佳之公司, 其盈餘攸關性顯著高於資訊揭露透明度較差的公司, 此結果支持假說一之結論。換言之, 公司資訊揭露程度愈高, 投資人可獲得有關企業經營策略、財務績效及公司治理等資訊愈多, 會影響投資人對其財務報表可靠性的認知, 將有助於減少投資過程中所面臨的不確定性, 進而使股價合理反應公司價值, 因此, 盈餘價值攸關性會較高。至於家族控制因素是否會影響盈餘價值攸關性, 從未預期盈餘與家族控制企業(UE\*FC)對標準化累積異常報酬來看, 兩者呈顯著負相關(達 5% 的顯著水準), 表示公司若屬於家族控制企業, 其盈餘價值攸關性會明顯低於非家族控制企業, 意謂著家族企業比較會以自身的利益為考量, 操弄財務報表的數字或隱匿重大攸關資訊的揭露, 使得揭露品質相對較差, 因此, 盈餘價值攸關性會下降, 支持假說二之結論。

在控制變數方面, 首先公司風險(UE\*BETA)與標準化累積平均異常報酬呈顯著負相關, 與預期方向相符, 代表公司風險相對愈高, 投資人面臨不確性也愈大, 盈餘反應係數會降低。盈餘變動數(UE\*VAR)與標準化累積平均異常報酬為顯著負相關, 與預期方向相符, 顯示當盈餘之波動幅度過大, 公司風險相對提升, 投資人無法明確掌握公司之獲利能力, 盈餘反應係數會降低。負債比率(UE\*DE)與標準化累積平均異常報酬呈顯著負相關, 與預期方向相符, 表示公司會因受限於債務合約之影響, 而使投資人評價公司績效較差, 故盈餘反應係數較低。

此外, 由於每一屆之評分標準有部分差異, 公佈之評鑑結果等級也不盡相同, 第一、二屆僅公佈排名前三分之一資訊揭露較透明之公司, 與第三、四屆

把資訊揭露透明度區分成等級之評鑑結果不同，為了避免不同的評分標準及公佈評鑑結果之差異，可能會造成反應於股價上有所不同。為了增加實證結果之穩健性，本研究進一步根據評鑑標準將全部樣本以分年進行分析。其中在資訊揭露透明度之變數衡量方面，在第一、二屆的樣本中，資訊揭露透明度之變數是根據證基會公佈的評鑑結果，將前三分之一資訊揭露較透明之公司定義為資訊較透明的公司，以設置1及0虛擬變數方式進行分析。第三屆與第四屆樣本資訊揭露透明度之變數以設置多組的虛擬變數來衡量資訊揭露透明度，為避免屬灰色地帶的中間等級因錯誤分群而影響研究結果，本研究只針對極端明顯的高資訊揭露透明度(A+公司)與低資訊揭露透明度之組別(C-)設置兩個虛擬變數進行迴歸分析。除了資訊揭露透明度之變數不同外，其他控制變數均維持不變，重新執行迴歸模型的分析，茲將分年實證結果彙總於表六。

由表六得知，第一屆整體模型的解釋能力達19.37%，F值達13.32；第二屆整體模型的解釋能力達18.57%，F值達14.96；第三屆整體模型的解釋能力達21.77%，F值達15.88；第四屆整體模型的解釋能力達10.68%，F值達7.70，因此，整體而言，各年樣本之整體模型配適度及解釋能力差異不大。首先，在盈餘對股價是否有資訊內涵方面，每一屆之未預期盈餘(UE)與標準化累計異常報酬(SCAR)皆呈顯著正相關，與預期方向相符。在資訊揭露透明度方面，第一屆資訊揭露透明度與未預期盈餘的交乘項(UE\*TD)對標準化累計平均異常報酬(SCAR)呈現顯著正相關，第三屆及第四屆高資訊揭露透明度的虛擬變數(UE\*TDH)係數為正且顯著，而低資訊揭露透明度的虛擬變數(UE\*TDL)係數為負且顯著，顯示資訊揭露透明度最佳的公司(A+公司)的盈餘價值攸關性會增加，而資訊揭露透明度最差的公司的盈餘價值攸關性會下降。因此，整體而言，企業資訊揭露透明度會影響投資人對其財務報表可靠性的認知，進而影響盈餘價值攸關性。此外，在家族控制因素方面，第一、三、四屆樣本中，家族控制因素與未預期盈餘的交乘項(UE\*FC)對標準化累計平均異常報酬(SCAR)呈現顯著負相關，而第二屆實證結果則為負相關但不顯著。因此，整體而言，公司揭露資訊透明度會影響盈餘價值攸關性，而且公司若屬於家族控制企業，其盈餘價值攸關性會明顯低於非家族控制企業。最後在控制變數方面，大致上都與全部樣本結果相似，因此不再贅述。

最後，公司之資訊透明度有可能受到公司特質或諸如公司股價等相關因素的影響，可能潛在內生性的問題，為了避免衡量變數內生性造成迴歸係數估計產生偏誤或不一致，本研究乃進行Hausman(1978)內生性檢定(endogeneity test)。內生性檢定是將縮簡式(reduced form)估計的殘差項加入原結構式(structural form)內作為額外一項變數進行估計<sup>10</sup>。表七列示Hausman(1978)檢定

<sup>10</sup> 估計縮減式的殘差時，係將資訊揭露透明度變數對原結構式的外生變數(盈餘持續性、盈餘變動數、

的結果，從表七可發現，資訊透明度變數的殘差項並未顯著異於零，故可排除潛在內生性可能干擾實證結果的疑慮，換言之，使用單一普通迴歸模型估計的係數應不致產生明顯之偏誤或不一致性。

表五 資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性之關係的迴歸結果-全部樣本

$$SCAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TD_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} + \beta_3 UE_{i,t} + \beta_4 UE_{i,t} \times TD_{i,t} + \beta_5 UE \times FC_{i,t} + \beta_6 UE_{i,t} \times PER_{i,t} + \beta_7 UE_{i,t} \times BETA_{i,t} + \beta_8 UE_{i,t} \times VAR_{i,t} + \beta_9 UE_{i,t} \times GROWTH_{i,t} + \beta_{10} UE_{i,t} \times LEV_{i,t} + \beta_{11} UE_{i,t} \times LOSS_{i,t} + \beta_{12} UE_{i,t} \times SIZE_{i,t} + \beta_{13} UE_{i,t} \times MARKET_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

變數	參數	預期方向	係數	t-值	
Intercept	$\beta_0$	?	0.6367	5.3176	***
TD	$\beta_1$	?	-0.9709	-4.7975	***
FC	$\beta_2$	?	-0.5656	-3.2628	***
UE	$\beta_3$	+	28.3783	4.1355	***
UE*TD	$\beta_4$	+	2.2741	1.6936	**
UE*FC	$\beta_5$	-	-1.7372	-1.9850	**
UE*PER	$\beta_6$	+	0.5543	0.3548	
UE*BETA	$\beta_7$	-	-4.8832	-3.6444	***
UE*VAR	$\beta_8$	-	-2.1441	-2.2028	**
UE*GROWTH	$\beta_9$	+	0.4699	1.0582	
UE*LEV	$\beta_{10}$	-	-0.1655	-5.9602	***
UE*LOSS	$\beta_{11}$	-	0.5442	0.5140	
UE*SIZE	$\beta_{12}$	?	-0.3944	-0.7825	
UE*MARKET	$\beta_{13}$	-	-0.4175	-0.4007	
Adjusted R <sup>2</sup>			0.1134		
F value			31.5		***

各變數定義：

SCAR=標準化累積平均異常報酬；

TD=資訊揭露透明度(虛擬變數，若公司為資訊揭露較透明者設為1，否則為0)；

FC=家族控制企業(虛擬變數，若公司為家族控制企業者設為1，否則為0)；

UE=未預期盈餘，為第t年及t-1年之每股盈餘變動數，並以期初股價平減之；

PER=盈餘持續性，以公司前16季盈餘一階自我相關衡量之；

BETA=系統風險，採市場模式衡量之；

VAR=盈餘變動數，以公司前16季盈餘之標準差衡量之；

GROWTH=成長機會，為市場價值對權益的帳面價值之比；

LEV=長期負債對總資產之比；

LOSS=營業淨損(虛擬變數，若公司稅後淨利為負者設為1，否則為0)；

SIZE=公司規模，為期初總資產之帳面價值取自然對數；

MARKET=市場型態(虛擬變數，若公司為上市者設為1，否則為0)。

\*\*\*表示達1%顯著水準；\*\*表示達5%顯著水準；\*表示達10%顯著水準

成長機會、營業淨損、公司規模、市場別)及其他外生工具變數(流動比率、股東權益報酬率、審計品質)跑迴歸求得。

表六 資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性關係之迴歸結果-分年樣本

變數	預期方向	第一屆		第二屆		第三屆		第四屆	
		係數	T 值	係數	T 值	係數	T 值	係數	T 值
Intercept	?	-1.6129	-7.2340	-1.6555	-10.1375	2.3638	9.6807	1.7498	7.3884
TD	?	-0.7452	-2.7672	0.0819	0.3177				
TDH	?					-3.0382	-4.6489	-0.7498	-0.3677
TDL	?					-0.7694	-1.8853	2.9253	2.5649
FC	-	0.5611	2.1530	0.6608	2.7211	-3.0744	-8.2357	0.9347	2.3404
UE	+	17.8859	1.3215	21.3949	1.7777	36.1724	2.0382	36.7436	2.1949
UE*TD	+	2.9317	1.3696	-2.0903	-0.7399				
UE*TDH	+					16.2050	2.7490	5.0077	1.3817
UE*TDL	-					-3.5088	-1.6349	-4.2721	-2.1037
UE*FC	-	-7.2863	-3.9284	-1.5157	-0.4823	-3.3080	-1.4218	-2.6681	-1.2766
UE*PER	+	-0.8335	-0.2779	3.0269	0.5199	7.6313	1.7172	-3.5712	-1.0316
UE*BETA	-	0.5318	0.1866	-9.5062	-1.7484	-4.3080	-1.4315	-11.7936	-3.6797
UE*VAR	-	-3.4773	-2.7096	0.6787	0.4114	-7.1550	-2.2178	-3.9943	-1.4255
UE*GROWTH	+	2.1213	2.3125	-0.4318	-0.4286	2.4078	2.2554	0.9480	0.9485
UE*LEV	-	-0.0728	-1.7840	-0.1955	-2.4032	-0.2388	-3.8214	-0.1325	-2.1365
UE*LOSS	-	-6.9210	-3.9404	-2.7814	-1.3277	2.7308	1.2740	-4.0388	-1.2987
UE*SIZE	?	-0.0861	-0.0843	0.4961	0.6297	-0.6259	-0.5380	-0.4367	-0.3677
UE*MARKET	-	1.0637	0.6056	-2.9506	-1.6573	-0.9672	-0.3770	2.8022	1.0479
Adjusted R <sup>2</sup>		0.1937	0.1937	0.1857	0.1857	0.2177	0.2177	0.1068	0.1068
F value		13.32	13.32	14.96	14.96	15.88	15.88	7.70	7.70
樣本數		688	688	797	797	803	803	841	841

各變數定義：SCAR=標準化累積平均異常報酬；TD=資訊揭露透明度（虛擬變數，若公司為資訊揭露較透明者設為1，否則為0）；FC=家族控制企業（虛擬變數，若公司為家族控制企業者設為1，否則為0）；UE=未預期盈餘，為第t年及t-1年之每股盈餘變動數，並以期初股價平減之；PER=盈餘持續性，以公司前16季盈餘一階自我相關衡量之；BETA=系統風險，採市場模式衡量之；VAR=盈餘變動數，以公司前16季盈餘之標準差衡量之；GROWTH=成長機會，為市場價值對權益的帳面價值之比；LEV=長期負債對總資產之比；LOSS=營業淨損（虛擬變數，若公司稅後淨利為負者設為1，否則為0）；SIZE=公司規模，為期初總資產之帳面價值取自然對數；MARKET=市場型態（虛擬變數，若公司為上市者設為1，否則為0）。

\*\*\*表示達1%顯著水準；\*\*表示達5%顯著水準；\*表示達10%顯著水準

表七 Hausman 內生性檢定結果

$$SCAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TD_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} + \beta_3 UE_{i,t} + \beta_4 UE_{i,t} \times TD_{i,t} + \beta_5 UE \times FC_{i,t} \\ + \beta_6 UE_{i,t} \times PER_{i,t} + \beta_7 UE_{i,t} \times BETA_{i,t} + \beta_8 UE_{i,t} \times VAR_{i,t} \\ + \beta_9 UE_{i,t} \times GROWTH_{i,t} + \beta_{10} UE_{i,t} \times LEV_{i,t} + \beta_{11} UE_{i,t} \times LOSS_{i,t} \\ + \beta_{12} UE_{i,t} \times SIZE_{i,t} + \beta_{13} UE_{i,t} \times MARKET_{i,t} + \beta_{14} UE_{i,t} \times RESID\_TD + \varepsilon_{i,t}$$

變數	參數	預期方向	係數	t-值
Intercept	$\beta_0$	?	0.6333	5.2890
TD	$\beta_1$	+	-0.9729	-4.8079
FC	$\beta_2$	-	-0.5690	-3.2824
UE	$\beta_3$	+	40.0530	3.5308
UE*TD	$\beta_4$	+	15.1095	1.5077
UE*FC	$\beta_5$	-	-1.8226	-2.0769
UE*PER	$\beta_6$	+	-0.0815	-0.0497
UE*BETA	$\beta_7$	-	-4.7533	-3.5379
UE*VAR	$\beta_8$	-	-1.8985	-1.9146
UE*GROWTH	$\beta_9$	+	0.2925	0.6294
UE*LEV	$\beta_{10}$	-	-0.1518	-5.1120
UE*LOSS	$\beta_{11}$	-	1.5389	1.1757
UE*SIZE	$\beta_{12}$	?	-1.3990	-1.5102
UE*MARKET	$\beta_{13}$	+	-0.1280	-0.1202
UE*RESID_TD	$\beta_{14}$	?	-13.0521	-1.2924
Adjusted R <sup>2</sup>			0.1136	
F value			29.45	***

各變數定義：

SCAR=標準化累積平均異常報酬；

TD=資訊揭露透明度(虛擬變數，若公司為資訊揭露較透明者設為1，否則為0)；

FC=家族控制企業(虛擬變數，若公司為家族控制企業者設為1，否則為0)；

UE=未預期盈餘，為第t年及t-1年之每股盈餘變動數，並以期初股價平減之；

PER=盈餘持續性，以公司前16季盈餘一階自我相關衡量之；

BETA=系統風險，採市場模式衡量之；

VAR=盈餘變動數，以公司前16季盈餘之標準差衡量之；

GROWTH=成長機會，為市場價值對權益的帳面價值之比；

LEV=長期負債對總資產之比；

LOSS=營業淨損(虛擬變數，若公司稅後淨利為負者設為1，否則為0)；

SIZE=公司規模，為期初總資產之帳面價值取自然對數；

MARKET=市場型態(虛擬變數，若公司為上市者設為1，否則為0)；

RESID\_TD=縮減式估計的殘差值。

\*\*\*表示達1%顯著水準；\*\*表示達5%顯著水準；\*表示達10%顯著水準

## 伍、結論

由於企業不斷發生舞弊之行為，使得投資大眾對於企業提供之資訊透明度的要求及需求日漸殷切，加強資訊透明度成為全球最熱門的議題。為提升企業資訊揭露的透明度，落實公司治理之原則，台灣證交所及證券櫃買中心委託證基會發展一套資訊揭露評鑑系統，於 2003 年開始針對全體上市櫃公司資訊揭露情形所作的透明度評比，期望藉由獨立、公正、專業、客觀系統化的評鑑，來強化投資人對資本市場的信心。

此外，台灣上市櫃公司普遍為家族企業，然而在強化企業資訊揭露透明度與降低代理成本及減低資訊不對稱之問題的同時，當公司利益與家族利益兩者有所衝突，家族成員可能以家族利益為優先考量，操弄財務報表的數字或隱匿重大攸關資訊的揭露，使得資訊透明度與揭露品質相對較低。因此，本研究以證基會所公佈 2003 至 2006 年共四屆的資訊揭露評鑑系統之結果，探討資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性之關係。

實證結果發現企業資訊揭露透明度與盈餘價值攸關性呈顯著正相關，表示從 2003 年開始，在證基會耗費大筆人力及財力資源所建置的「資訊揭露評鑑系統」與強力推行資訊揭露評鑑下，由於評鑑制度發展趨於成熟，已逐漸引起投資大眾與公司對資訊透明度之重視。因此，公司可藉由提升資訊透明度，傳遞公司的訊息，讓投資人減少投資過程中所面臨的不確定性，使股價合理反應公司價值，進而增加盈餘價值攸關性。此外，公司若屬於家族控制企業，其盈餘價值攸關性會明顯低於非家族控制企業，意謂著家族企業比較會以自身的利益為考量，操弄財務報表的數字或隱匿重大攸關資訊的揭露，使得揭露品質相對較差，因此盈餘價值的攸關性會下降。本研究之結果，除了彌補台灣文獻在此一議題缺少實證證據外，更可提供證基會作為推行資訊揭露評鑑系統之參考依據，以作為投資人決策之參考。

## 參考文獻

- 沈中華與李建然，2000，事件研究法-財務與會計實證研究必備，華泰文化事業公司。
- 林穎芬與劉維琪，2003，「從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度」，管理學報，第 20 卷 2 期：365-395。
- 林有志與曾乾豪，2007，財務透明度對盈餘資訊性之影響，當代會計，第 8 卷 2 期：155-179。
- 李建然、陳信吉與張石羨珍，2005，資訊評鑑系統與股票評價之攸關性，當前

會計理論與實務研討會，私立銘傳大學會計學系。

- 侍台誠，1994，董事會特性中家族因素與經營績效之實證研究-兼論法人董事的影響，國立台灣大學會計學系未出版之碩士論文。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統，商智文化出版。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華，2006，董事會結構特性與公司績效關係之研究-兼論台灣家族企業因素之影響，東吳經濟商學學報，第54期：117-160。
- 廖益興與許博渝，2007，董事會組成、股權結構與資訊揭露透明度，會計理論與實務研討會，國立台北大學會計學系。
- Ali, A., T. Y. Chen, and S. Radhakrishnan. 2007. Corporate disclosure by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44:238-286.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72: 323-349.
- Collins, D. W., and S. P. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficient. *Journal of Accounting and Economics* 11: 143-181.
- Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost capital. *The Journal of Finance* 46: 1325-1360.
- Douthett E. B., J. E. Duchac., I. Haw, and S. C. Lim. 2003. Differential levels of disclosure and the earnings-return association: evidence from foreign registrants in the United States. *The International Journal of Accounting* 38: 145-162.
- Easton, P., and M. Zmijewski. 1989. Cross-sectional variation in the stock market response to the announcement of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 11:117-142.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33: 401-425.
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11: 689-732.

- Gilson R. J, and J. N. Gordon. 2003. Controlling shareholders. Working paper. 7-14.
- Glosten, L., and P. Milgrom. 1985. Bid ask and transaction prices in specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics* 14:71-100.
- Gul, F. A., J. Tsui., and D. S. Dhaliwal. 2006. Non-audit services, auditor quality and the value relevance of earnings. *Accounting and Finance* 46: 797-817.
- Haniffa, R. M., and T. E. Cooke. 2002. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus* 38:317-349.
- Hayn, C. 1995. The Information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20:125-154.
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16: 485-520.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31: 405-440.
- Hirst, D., and P. Hopkins. 1998. Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. *Journal of Accounting Research* 36:47-75.
- Kormendi, R., and R. Lipe. 1987. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *Journal of Business* 60:323-345.
- Maines, A., and L. McDaniel. 2000. Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgment: The role of financial-statement presentation format. *The Accounting Review* 75:179-207.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71: 467-492.
- Lee, J. 2004. The Effects of Family Ownership and Management on Firm Performance. *S. A. M Advanced Management Journal* 69: 46-53.
- Lipe, R. 1990. The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information. *The Accounting Review* 65: 49-71.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.

- Organization for Economic Cooperation and Development. 1999. OECD principles of corporate governance. OECD Paris.
- Richardson, V. J. 2000. Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15:325-347.
- Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3:91-102.
- Teoh, S. H., and T. J. Wong. 1993. Perceived Auditor Quality and The Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review* 68:346-367.
- Warfield, T., J. Wild, and K. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-92.
- White, H. 1980. A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity. *Econometrica* 48: 817-838.
- Welker, M. 1995. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity market. *Contemporary Accounting Research* 11 : 801-828.