

# 家族企業與自願性財務預測

曹壽民

國立中央大學企業管理學系

林哲弘\*

國立中央大學企業管理學系財務暨會計組博士候選人

## 摘要

本研究探討家族企業與自願性財務預測的關聯性。實證結果發現，家族企業較不願意發佈自願性財務預測，可能原因為家族成員長期投資以及有效的監督可以降低其與經理人間的資訊不對稱，家族成員不需透過發佈財務預測降低其與經理人間的資訊不對稱。家族企業雖然不願發佈財務預測，但是一旦發佈，家族企業發佈的自願性財務預測品質較好，可能原因為家族企業較重視家族企業的聲譽。我們再進一步將總經理是否由家族成員擔任以及股權是否偏離將家族企業分群，實證結果發現，家族與非家族企業對於財務預測次數以及預測品質的差異主要是來自於家族成員擔任總經理的家族企業(而非專業經理人擔任總經理的家族企業)；相較於非家族企業，股權存有偏離或沒有偏離的家族企業都會發佈較少的財務預測，財務預測品質也較好。

**關鍵詞：**家族企業、自願性財務預測

---

\*作者非常感謝審查人的諸多指教與建議，謹致謝忱。

# The Association between Founding Family Ownership and the Properties of Management Voluntary Earnings Forecasts

**Shou-Min Tsao**

Department of Business Administration

National Central University

**Che-Hung Lin**

Ph.D. Candidate, Department of Business Administration- Doctoral Program in  
Financing and Accounting, National Central University

## **Abstract**

This study investigates the association between founding family ownership and voluntary earnings forecasts. We find that compared to non-family firms, family firms are less likely to make earnings forecasts. However, when family firms decide to make earnings forecasts, their forecasts are more accurate than non-family firms. Family firms also tend to decrease forecasts error and avoid issuing over optimistic forecasts. These findings are consistent with the notion that family owners have a longer investment horizon, have lower information asymmetry between owners and managers, and are more concerned about reputation costs. Additional analysis also suggests that family firms with family members being CEOs (rather than family firms with professional CEOs) are primarily responsible for family firms exhibiting less earnings forecasts, and more accurate earnings forecasts as compared to non-family firms. However, compared to non-family firms, both family firms with and without voting-cash flow rights divergence provide fewer earnings forecasts, and their forecasts are more accurate.

**Keywords:** *Family firms, Management voluntary earnings forecasts.*

## 壹、緒論

家族企業普遍存在於許多國家，S&P 500的公司中，有超過三分之一的企業為家族企業(Anderson & Reeb 2003a)，對於投資人保護較差及許多新興市場的國家中，家族企業佔有最高的比例<sup>1</sup> (La Porta et al. 1999；Claessens et al. 2000；Faccio & Lang 2002；Burkart et al. 2003)。台灣的上市(櫃)公司也普遍存在著家族企業，根據本研究的統計，台灣上市(櫃)公司家族企業的比例達58%。家族企業普遍存在股權高度集中的現象，家族成員也常親自參與公司的經營。平均而言，台灣的家族成員持有約32%的家族股權，家族成員擔任CEO的比例約占54%。本文以為，這些家族企業獨具的特色會影響家族企業的代理問題，進而影響家族企業對自願性揭露的態度。

過去研究股權結構、代理成本與揭露關聯性的文獻多探討內部人持股(Healy, Hutton & Palepu 1999；Bushee & Noe 2000；Ajinkya et al. 2005)、董事會結構(Ajinkya et al. 2005；Karamanou & Vafeas 2005)等因素對揭露的影響。大致而言，公司內部人(包括控制股東與經理人)與外部人對於資訊揭露的態度並不一致，公司外部人多偏好較多的資訊揭露(Ajinkya et al. 2005)，因為資訊揭露可以降低公司與外部人間的資訊不對稱，進而降低公司的代理成本，但是公司內部人對於資訊揭露的態度則未獲一致的結論。大多數的研究顯示，內部人傾向於較少的資訊揭露，原因為企業資訊具有私密性，若揭露了這些私有資訊將會使企業喪失競爭優勢(Diamond 1985；Healy & Palepu 1993；康榮寶 1994)。但也有少數文獻顯示，內部人也會主動揭露私有資訊給外界，原因為企業若不願意揭露資訊可能會導致訴訟問題，而影響到企業的聲譽(Elliott & Jacobson 1994；Skinner 1994；康榮寶 1994)。

前述文獻多未區分家族與非家族企業內部人對資訊揭露的影響，家族企業內部人與非家族企業內部人對於自願性揭露的態度應不同。家族企業的文獻指出，家族企業可能會帶來兩種效果：利益一致效果(incentive alignment effect)與權力鞏固效果(entrenchment effect)。家族企業的利益一致效果對於公司價值應可帶來正面的影響(Anderson & Reeb 2003a)，家族企業的利益一致效果主要來自於家族成員較能監督經理人，家族成員持股期間也較長，家族成員也較重視家族企業的聲譽。家族企業的權力鞏固效果則會對公司價值產生負面的影響

---

<sup>1</sup> La Porta et al.(1999)針對 27 個富裕的經濟體進行研究，結果發現，如希臘、以色列、義大利、南韓、墨西哥、葡萄牙、瑞典和瑞士等屬於較差投資者保護之國家，股權結構集中且多為家族或政府所控制居多，家族企業佔有最高的比例；Claessens et al.(2000)探討東亞 2,980 家上市公司的股權結構，結果亦發現這些公司中有超過半數的公司為家族控制型態。

(Anderson & Reeb 2003a)，隨著家族成員持股的增加，持股也較長，由於董事會較難監督家族成員，家族成員也較有能力剝削其他小股東或公司員工的利益；家族成員可能為了獲取其私人的利益犧牲小股東的利益。本文以為，前述家族企業對於代理成本的影響也會影響家族企業對自願性揭露的態度。

本文使用自願性財務預測衡量公司自願性揭露程度。本文第一個研究議題探討家族企業對於自願性財務預測揭露意願之影響。我們預期，相較於非家族企業，家族企業可能較不願意發佈自願性財務預測，可能原因為家族企業的成員長期持有公司的股權，並且多親自參與公司的經營，所以家族的控制股東不需藉由自願性財務預測的發佈獲得公司的內部資訊；家族控制股東也較重視家族企業的聲譽，因此，家族企業為避免財務預測不實導致聲譽的損失，會傾向少發佈自願性財務預測。但是另一方面，家族企業也可能較願意發佈自願性財務預測，因為存有剝削動機的家族控制股東，可能會藉由財務預測的發佈獲取內線利得。

本文第二個研究議題探討家族企業對於自願性財務預測品質之影響。過去的文獻顯示，自願性財務預測的發佈多與內線交易有關 (Penman 1982；Noe 1999；Narayanan 2000；Cheng & Lo 2006；吳安妮 1993；郭敏華 2005；林維珩和盧鎮璋 2005)。家族企業財務預測品質可能較好，可能原因為家族的控制股東多長期持有公司的股權，發佈不實的財務預測雖可獲得暫時的股價利益；但是家族成員持有公司大量的股票，一旦投資人發現財務預測不實，家族的控制股東反而蒙受更大的跌價損失；家族控制股東也較重視家族企業的聲譽，發佈不實的財務預測會導致其聲譽的損失。但是對於股權存有偏離的控制股東而言，財務預測的發佈可能為其剝削的方式之一；家族控制股東可能透過發佈不實的財務預測影響股價，獲取內線交易的利益，此時，家族企業所發佈的財務預測品質較差。

本文以台灣上市(櫃)企業為樣本，由於新制的自願性財務預測開始於 2005 年，本文的選樣期間為 2005 到 2007 年。根據過去的文獻，本文使用兩個家族變數：(1)若家族成員擔任董事、高階經理人或大股東<sup>2</sup>，定義其為家族企業，(2)前述定義家族成員的持股總合。由於國內上市(櫃)公司有可能發佈一次以上的財務預測，參考過去的文獻(Ajinkya et al. 2005；Roger & Stocken 2005；Williams 1996)，第二個研究主題(檢測財務預測品質)以公司發佈的第一次財務預測為研究對象。主要原因有二：1.相較於第一次發佈的財務預測，後續更新的財務預測擁有較多的資訊，預測精確度較高，因此，比較第一次財務預測與後續更新財

<sup>2</sup> 本文參考 Villalonga & Amit (2006)對高階經理人或大股東之定義，高階經理人是指董事長、總經理及副總經理，大股東是指前 10 大股東。

務預測的精確度沒有意義(Williams 1996);2.第一次的財務預測有較長的預測期間，預測期間愈長，經理人愈可能藉由發佈不實的財務預測獲得私人利益，投資人也必需審慎評估第一次財務預測的可信度(Roger & Stocken 2005)，因此，第一次的財務預測可能存有較多的代理問題。

研究結果發現，相較於非家族企業，家族企業較不願意發佈自願性財務預測，此一實證結果隱含，家族企業的控制股東多親自參與公司經營，並長期持有公司的股票，可以有效降低家族成員與經理人間的資訊不對稱，自無須透過財務預測發佈獲得內部資訊。家族企業雖然較不願意發佈財務預測，但是一旦發佈，家族企業所發佈的財務預測擁有較高的準確度，較低的樂觀性。此一實證結果隱含，家族成員較重視公司的聲譽，家族企業會試圖控制其財務預測誤差，也避免發佈過於樂觀的財務預測，以避免財務預測不實導致家族聲譽的損失<sup>3</sup>。

我們再進一步將家族成員是否擔任總經理，以及股權是否偏離將家族企業分群。實證結果發現，家族企業財務預測的發佈意願小於非家族企業，以及財務預測品質優於非家族企業主要是來自於家族成員擔任 CEO 的家族企業(而非專業人士擔任 CEO 的家族企業)。另一方面，不論股權是否存有偏離，家族企業財務預測的發佈意願均小於非家族企業，財務預測品質也都優於非家族企業。

本文具有下列貢獻，第一，過去有關於公司監理或股權結構與自願性揭露關聯性的文獻多未區分其是否為家族企業，透過本研究，有助於了解並區別家族企業的控制股東與非家族企業的內部人對資訊揭露的影響。第二，本文的研究結果顯示，家族企業財務預測品質較好，此一實證結果隱含家族企業的代理成本較小，所以本研究有助於釐清台灣上市(櫃)公司家族企業與非家族企業何者代理問題較為嚴重。第三，新制自願性財務預測實施後，上市(櫃)公司發佈自願性財務預測的意願降低，但財務預測的品質卻提高(黃劭彥與鍾宇軒 2007)，本文比較家族與非家族企業對自願性財務預測揭露意願與揭露品質的影響，有助於解釋此現象。

本文結構如下，下一節介紹自願性財務預測的制度背景與相關文獻，第三節為假說發展，第四節為研究設計，第五節為本研究的實證結果分析，第六節為額外測試，第七節為本研究的結論與未來研究方向。

---

<sup>3</sup> 家族企業親自參與公司的管理、或者較重視公司的聲譽可能導致家族企業財務預測的發佈意願較低，財務預測品質較好。所以家族成員的參與管理或是家族企業較重視其聲譽應為導致本文實證結果(包括財務預測意願與財務預測品質)的充份條件，但非必要條件。

## 貳、財務預測規範的制度背景與文獻探討

本單元首先介紹家族企業的相關研究，再介紹探討我國財務預測規範的制度背景，最後探討股權結構與自願性揭露的相關文獻。

### 一、家族企業相關研究

除了英美等少數英美法系國家外<sup>4</sup>，對於世界上許多國家而言，家族企業佔有最高的比例，因此家族企業之相關研究一直是國內外公司治理與股權結構相關文獻關注的焦點。過去研究公司監理的文獻比較家族與非家族的代理成本是否不同，並探討這些不同的代理問題是否會影響許多財管與會計的決策。家族企業所面臨的代理問題與非家族企業不同，許多非家族的企業多為股權分散的公司，這些公司代理問題的來源為所有權與管理權的分離(Jensen & Meckling 1976)，因此導致管理者與股東間的利益衝突(型 I 代理問題)。相反的，多數家族企業的管理權與所有權結合，因此可以有效降低前述來自於非家族企業的类型 I 代理問題；但是家族企業卻可能帶來另一個代理問題，即家族控制股東與小股東間的利益衝突(型 II 代理問題)。

型 I 代理問題與型 II 代理問題何者較為嚴重為代理文獻的重要議題，過去的文獻藉由探討家族對公司價值、財管與會計決策的影響間接提供此一問題的解答。大多數財務管理的文獻多間接支持家族企業的类型 II 代理成本較小。例如，Villalonga & Amit (2006)以及 Anderson et al. (2003)研究顯示，家族企業的經營績效較好，公司價值較高；Anderson, Mansi & Reeb (2003)研究顯示，相較於非家族企業，家族企業有較低的負債資金成本，這些結果隱含家族企業的代理成本較小。會計的文獻顯示，家族企業會有較好的盈餘品質(Wang 2006；Ali et al. 2007)，盈餘管理的幅度較低，盈餘資訊性也較大(Wang 2006；Ali et al. 2007)，當公司有壞消息時，家族企業也會主動揭露此一壞消息給外界(Ali et al. 2007)，這些結果也間接支持型 I 代理成本大於型 II 代理成本。

由於家族企業普遍存有股權偏離，家族的成員也多兼任公司的董事長或總經理，過去許多家族企業的文獻探討家族企業的股權偏離與參與管理對代理成本的影響(Villalonga & Amit 2006；Ali et al. 2007)。大致而言，過去的文獻顯示，股權偏離會增加家族企業的类型 II 代理成本，因為股權偏離的家族企業權利(控制權)與義務(所有權)不相稱，控制股東較有誘因剝削小股東的利益。家族成員擔任公司的董事長或總經理則可以克服所有權與經營權間的利益衝突，有助於

<sup>4</sup> 即使是美國及英國兩國，家族企業約占 20% 及 5% (La Porta et al. 1999)，顯示家族企業在英美等國家的比重也很大。

降低型 I 代理問題。

## 二、財務預測規範的制度背景

為了能夠有效保障投資者的權益，並減少投資者和內部人之間的資訊不對稱，財政部證券暨期貨管理委員會於民國 80 年便開始推動財務預測制度。根據民國 82 年發佈的公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點規定，上市(櫃)公司在有重大的變動情事，足以影響或改變公司目前營運狀況者均必須發佈強制性的財務預測。蘇裕惠等人(2001)研究發現，上市(櫃)公司在 1997 至 1999 年發佈強制性財務預測的比例分別為 63.5%、66.2% 及 59.9%，由此可發現強制性財務預測的普遍性。然而從過去國內財務、會計文獻的實證研究顯示，我國強制性財務預測資訊準確度不高(蘇裕惠等人 2001)；上市(櫃)公司公佈強制性財務預測結果往往透過財務預測的更新或盈餘管理以規避 20% 的財務預測誤差門檻(金成隆等人 1999、2000)；公司也可能透過強制性財務預測的發佈操縱股價，以獲取內線利得(吳安妮 1993；郭敏華 2005；林維珩和盧鎮瑋 2005)。

由於強制性財務預測實施效果不彰，證券暨期貨管理委員遂於民國 94 年 1 月 1 日修正「公開發行公司公開財務資訊處理準則」，刪除強制性財務預測制度，改採自願性財務預測制度<sup>5</sup>，自願性財務預測得以簡式或完整式擇一為之。簡式財務預測僅提供營業收入、營業毛利、營業費用、營業利益、稅前損益、每股盈餘及取得或處分重大資產等重要項目預測資訊，簡式財務預測涵蓋期間至少一季，並允許以區間估計為之。完整式財務預測則必須參照歷史性基本財務報表的完整格式，按單一金額表達，並將最近二年度財務報表與本年度財務預測並列表達。不論簡式與完整式財務預測，均需要會計師核閱，公司應依主要產品別揭露相關資訊，並按月評估檢討有無更新財務預測之必要，若營業損益或稅前損益變動達 20% 則均需要申請更新財務預測。

新制財務預測制度實施後，公告財務預測的公司大幅減少。經就財務預測新制運作近三年之結果分析，截至 96 年 11 月底止，上市(櫃)公司採用新制公開 94、95 及 96 年度財務預測者合計僅 151 筆資料(其中僅 19% 的樣本曾更新、更正或重編財務預測)。相對的，93 年依舊制所公告的強制性財務預測家數達 669 家(其中 345 家曾更新、更正或重編財務預測，占 51%)。雖然公告財務預測的公司家數大幅減少，但是新制財務預測制度實施後，更新、更正或重編財

---

<sup>5</sup> 在廢除強制性財務預測前，除了強制性財務預測外，公司也可以公佈自願性的財務預測(在此稱為舊制的自願性財務預測制度)。自行公開財務預測資訊之公司，亦應依照財會準則第十六號公報編製，且在揭露之前其相關資訊必須經會計師核閱。由於當時法令及資訊較不完善，舊制的自願性財務預測公司並未確實依照規定辦理，逕於大眾傳播媒體或公共場所公開財務預測資訊，且大多有過分樂觀預測的現象。

務預測之比率顯著下降，財務預測的品質也較好。

國外的研究顯示，為了避免財務預測發佈不實導致的訴訟風險，或者避免透露公司內部訊息給外界，公司內部人多傾向於不發佈財務預測。但是當公司外部監督機制較強，例如機構投資人持股較多，外部董事較多時，則會要求公司發佈自願性的財務預測。因此，自願性財務預測發佈的意願與內部人的意願以及公司的股權結構有關。另外，家族企業長期持有公司的股權，可能會降低家族企業透過財務預測進行內線交易的情況。因此，自願性財務預測發佈的品質與家族長期持有公司股權有關。家族企業普遍存在於我國上市(櫃)公司，本文探討家族企業對於財務預測揭露的意願與品質，應有助於了解新制自願性財務預測制度實施後對於自願性財務預測揭露意願以及揭露品質的影響。

### 三、股權結構與揭露關聯性的文獻

過去的文獻顯示，公司的股權結構會影響公司自願性揭露的意願<sup>6</sup>，但是公司內部人與外部股東對於自願性揭露的意願並不一致。過去的文獻顯示，公司的外部人(包括外部董事、機構投資人以及小股東)多偏好公司有較多的揭露(Healy, Hutton & Palepu 1999; Bushee & Noe 2000; Ajinkya et al. 2005)。例如，Beasley(1996)和 Ajinkya et al. (2005)的研究顯示，外部董事的持股比例與公司自願性財務預測的揭露意願呈正相關。機構投資人也會要求公司多揭露(Healy, Hutton & Palepu 1999; Bushee & Noe 2000; Ajinkya et al. 2005)，原因為機構投資人持股較多，對於企業較瞭解，較有能力監督該企業。另外，機構投資人持股比例愈高，基於財務依存性及本身具有的專業能力，更有動機監督管理階層發佈攸關可靠之資訊。另外，外部小股東亦多偏好公司有較多的揭露(Healy & Palepu 2001)，原因為公司內部人與外部股東間存在嚴重的資訊不對稱問題，為解決此問題外部股東會要求公司盡完全揭露的義務，將公司的資訊提供給外部投資者，以解決資訊不對稱問題(Healy & Palepu 2001)。

對於公司內部人而言，企業的揭露會帶給企業利益，例如管理階層可能主動揭露壞消息給投資者，避免其免於訴訟風險及降低聲譽的損失(Skinner 1994)。企業揭露也可能帶來成本，包括蒐集和傳播資訊之成本、會計師核閱成本及訴訟成本，揭露不正確的資訊也會造成聲譽受損(Francis, Philbrick &

---

<sup>6</sup> 本研究主要探討股權結構(家族持股)與發佈自願性財務預測的關聯性，股權結構會影響自願性財務預測發佈與否。根據過去的文獻，除了股權結構的因素外，解釋管理階層發佈自願性財務預測之動機，主要有下列相關理論：(1)信號假說(Signaling Hypothesis) (Peman 1980; Grossman 1981)，(2)預期調整假說(Expectation Adjustment Hypothesis) (Ajinkya & Gift 1984; Glosten & Millgrom 1985; Diamond 1985)，(3)減緩代理問題假說(Mitigating Agency Hypothesis) (Jensen & Meckling 1976)，(4)訴訟假說(Litigation Hypothesis) (Skinner 1994; Kasznik & Lev 1995)。

Schipper 1994；Elliot & Jacobson 1994；Skinner 1997)。由於揭露同時帶來成本與效益，因此，過去的文獻顯示，內部人對揭露的影響並無定論。有些研究顯示，內部人持股與揭露意願呈負相關。例如，Ho & Wong(2001)、Yen & Lee(2001)及許崇源等人(2006)發現，內部人可能藉由職務之便而獲取其私人控制利益(private control benefit)，在獲取私利的同時，內部人會因避免外部投資者或債權人發現其獲取私利的不法行為，降低揭露的意願。Ali et al. (2007)的研究則顯示，家族企業較重視聲譽，訴訟成本較大。面臨壞消息的家族企業，為了降低訴訟成本以及避免聲譽的損失，會主動發佈財務預測。

公司股權結構、董事會結構也會影響自願性揭露的品質。Ajinkya et al.(2005)和 Karamanou & Vafeas (2005)的研究發現，外部董事及機構投資人持股愈多，財務預測準確度愈高，財務預測也較悲觀。主要原因為外部董事與機構投資人持股愈高，董事會運作愈獨立，較能遏止內部人操縱財務預測獲取私人利益。另一方面，Karamanou & Vafeas (2005)的研究發現，內部人持股比例愈高，財務預測準確度愈低，財務預測愈樂觀，顯示內部人持股愈多，其權力鞏固效果情況愈嚴重。

前述影響關於內部人對自願性財務預測揭露意願與品質的影響多未區分公司是否為家族企業。家族企業所面臨的代理問題迥異於非家族企業，二者對自願性揭露的意願應不同；同時，不同的代理問題也會影響自願性揭露的品質。因此，本文應可補足前述文獻的不足。

## 參、假說發展

### 一、家族企業的特色與代理問題

相較於非家族企業的股東，家族企業的家族成員持股較多，持股期間也較長，家族成員也常會親自參與公司的經營，這些家族企業所獨有的特性可能同時帶來兩種效果：利益一致效果(incentive alignment effect)與權力鞏固效果(entrenchment effect) (Anderson & Reeb 2003a；Wang 2006)。家族企業的利益一致效果對於公司價值應可帶來正面的影響(Anderson & Reeb 2003a)。首先，由於家族成員持股較多，較有誘因蒐集公司的內部資訊，以及監督經理人，因此，家族企業應可降低股東與經理人間的資訊不對稱；其次，由於家族成員的持股期間長，較能長期監控經理人的許多決策，因此，家族企業也不會為了短期的績效犧牲長期的投資計劃；第三，家族成員也多將公司視為可以傳給其後代子孫的產業，因此較重視聲譽，訴訟的成本也較大。家族企業的權力鞏固效果則會對公司價值產生負面的影響(Anderson & Reeb 2003a)，隨著家族成員持股的

增加，持股也較長，由於董事會較難監督家族成員，家族成員也較有能力剝削其他小股東或公司員工的利益；家族成員可能為了獲取其私人的利益犧牲小股東的利益。當家族企業的股權結構存有所有權與控制權偏離時，家族企業的權力鞏固或剝削效果更為嚴重，因為隨著控制權的擴大，家族成員較有能力剝削小股東，但是由於家族成員的所有權小於其控制權，具有剝削動機的家族成員只需負擔部份的剝削成本。本文以為，這些家族企業所獨有的特色應會影響其資訊揭露的態度與資訊揭露品質。

## 二、家族企業對自願性財務預測揭露意願的影響

家族與非家族企業所面臨的代理成本不同，家族企業的股權較集中，持股期間也較長，這些因素都會影響其揭露自願性財務預測的意願。相較於非家族企業，家族企業發佈財務預測的意願可能較低，可能原因有三，首先，過去國內外的文獻顯示，對於所有權與經營權分離的公司而言，管理當局的自願性揭露可以降低管理者與外部股東間的資訊不對稱(Ajinkya & Gift 1984；Glosten & Millgrom 1985；Diamond 1985；Lang & Lunkholm 1993)。由於家族成員擁有公司大量的持股，家族成員較有誘因蒐集公司內部資訊並監督經理人，因此，家族成員無須透過財務預測的發佈獲得公司內部資訊。第二，過去國內外的文獻顯示，公司會透過自願性財務預測的發佈進行內線交易(Penman 1982；Noe 1999；Narayanan 2000；Cheng & Lo 2006；吳安妮 1993；郭敏華 2005；林維珩和盧鎮璋 2005；劉毅馨 2007)。家族企業的家族成員多長期持有公司股票，家族企業多將公司視為自身的產業(Chittoor & Das 2007；Steier 2007)，並會將此一產業傳給後代，因此，相較於非家族企業，家族企業應較重視其長期的形象。家族企業為維護其長期建立之形象，較不會透過財務預測的發佈獲取短期的內線利得。另一方面，透過操縱財務預測影響股價，股價終會迴轉，家族的成員也會因為股價的迴轉蒙受損失。第三，自願性財務預測本身存有重大的不確定性(康榮寶 1995；林嬋娟等 1996)，如因預測不實會使公司遭受聲譽的損失。家族企業比非家族企業更重視聲譽，財務預測不實所導致聲譽的損失也較大。因此，縱使不考慮內線交易的原因，家族企業也傾向於不發佈財務預測避免因財務預測不實導致聲譽的損失。

但是家族企業也可能較會發佈財務預測。隨著家族持股的增加，家族成員同時握有公司的經營權與控制權，因此，家族成員也較有能力剝削小股東的利益(家族的權力鞏固效果)。對於股權存有偏離的家族企業而言，家族成員更有誘因剝削小股東，因為股權偏離的公司，家族成員因剝削小股東付出的成本較小。對於有剝削動機的家族企業，透過財務預測發佈進行內線交易應也是剝削的手段之一，因此，存有剝削動機的家族企業，可能會藉由財務預測的發佈獲

取內線利得。

綜上所述，對於家族企業是否較願意提供自願性財務預測之意願並無一致的結論，因此本研究第一個假說為：

**H1：家族企業和非家族企業對自願性財務預測的揭露意願存在差異**

對於發佈財務預測的公司，公司可能發佈一次以上的財務預測，因此在進行實證分析時，本文以公司是否發佈財務預測以及發佈的次數衡量揭露的意願。

### 三、家族企業對自願性財務預測揭露品質之影響

家族企業除了會影響自願性財務預測的揭露意願外，也會影響自願性財務預測的品質，我們以財務預測誤差以及財務預測樂觀性衡量財務預測的品質。

相較於非家族企業，家族企業可能有較好的財務預測品質。第一，公司可以透過發佈不實的財務預測影響股價，進而獲取內線利得；但是根據假說一的推論，長期持股的家族企業透過財務預測進行內線交易的誘因較小，因此，家族企業所發佈的財務預測應較準確，樂觀程度較低。第二，如不考慮內線交易的影響，相較於非家族企業，家族企業因聲譽下降蒙受的損失較大，家族企業傾向少發佈財務預測避免聲譽的損失。但是一旦發佈，家族企業也會試圖降低財務預測誤差，或是避免發佈過於樂觀的財務預測，以免遭受財務預測不實導致聲譽的損失。

但是對於具有剝削動機的家族控制股東而言，財務預測的發佈可能為其剝削的方式之一。家族控制股東可能透過發佈不實財務預測影響股價，獲取內線交易的利益，此時，家族企業所發佈的財務預測品質較差。

由於家族對自願性財務預測的品質的影響沒有定論，家族企業的財務預測品質是否較好為一實證的問題，我們建立的假說為：

**H2: 家族企業與非家族企業發佈的自願性財務預測品質存有差異**

## 肆、研究設計

### 一、研究期間與資料來源

由於我國自願性財務預測開始實施年度為 2005 年，故本研究以 2005 年至 2007 年之曆年制上市(櫃)公司為樣本。本研究自願性財務預測的樣本主要來自於上市(櫃)公司，並依公開發行公司公開財務預測資訊處理準則在公開資訊觀

測站正式公告者為主<sup>7</sup>。另一方面，公告的財務預測可分為「簡式財務預測」與「完整式財務預測」兩種，我們將兩種型式公告的財務預測均納入樣本。假說一係以全體的樣本進行檢測，假說二則以有發佈自願性財務預測的公司進行檢測。若公司發佈兩次以上之財務預測，則僅將第一次的財務預測納入為樣本(Williams 1996；Ajinkya et al. 2005；Roger & Stocken 2005)。

本研究之財務與股價資料取自「台灣經濟新報社(TEJ)」，另外我們依據中華徵信所出版之「台灣地區集團研究」、「台灣經濟新報社(TEJ)」公司治理模組中的控制股東持股與董監事明細資料、公司的公開說明書、公開資訊觀測站中之董監事組成與親屬關係、大股東名冊與持股比例等資料，判斷公司為家族或非家族企業，再進一步求得家族成員持股總和。

## 二、實證模式與變數定義

測試 H1 的迴歸式為：

$$\begin{aligned} OCCUR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 FAM_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 RVOL_{i,t} \\ & + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 PROA_{i,t} + \alpha_9 MB_{i,t} + \alpha_{10} AUDIT_{i,t} + \alpha_{11} LOSS_{i,t} \\ & + \alpha_{12} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} FREQ_{i,t} = & EXP(\beta_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 BOSIZE_{i,t} + \beta_4 BDIND_{i,t} + \beta_5 RVOL_{i,t} \\ & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 PROA_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} AUDIT_{i,t} + \beta_{11} LOSS_{i,t} \\ & + \beta_{12} LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

為了測試假說一，本研究採用 Logit 迴歸來檢測家族企業對是否揭露財務預測(*OCCUR*)之影響，而家族企業對揭露次數(*FREQ*)的影響則以 Poisson 迴歸檢測，Poisson 迴歸可能存有過度離散(over-dispersion)或不足離散(under-dispersion)的問題，如存有過度離散或不足離散的問題，必需重新估計應變數標準差，再據以調整估計係數的標準差以及 *t* 值<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 公司也可以透過其他管道發佈財務預測，例如，新聞、雜誌、廣播、電視、網路、其他傳播媒體，或於業績發表會、記者會或其他場所發佈營業收入或獲利之預測性資訊。透過其他方式發佈的自願性財務預測不納入本研究的樣本，主要原因為主管機關並未立法特別規範透過其他管道所發佈的財務預測，這些財務預測即便發佈不實，也不用接受主管機關的處罰與糾正。另外，TEJ 也沒有蒐集公司透過其他管道所發佈的財務預測樣本。

<sup>8</sup> 由於(2)式的應變數(*FREQ*)為大於等於 0 的整數(count variable)，(2)式為一 Poisson 迴歸模式，我們使用最大概似法(maximum likelihood estimation)估計(2)式的參數。Poisson 分配的基本假定應變數(*FREQ*)的期望值與變異數相等，亦即， $Var(FREQ|X) = E(FREQ|X)$ 。但是實際的資料不一定符合此一嚴格的假定。如不符合此一嚴格的假定，最大概似法的估計結果雖然仍具有一致性，在大樣本

(1)式與(2)式中家族企業以兩個變數衡量：(1)家族企業之虛擬變數 (*FAMILY*)，若有家族成員擔任公司董事、高階經理人或大股東時為 1，否則為 0 (Anderson & Reeb 2003a; Ali et al. 2007)；(2) *F\_OWN* 為家族企業所有家族成員的持股總和(Wang 2006)，若為非家族企業，*F\_OWN* 則為 0。

其餘變數的衡量方式為：

- OCCUR<sub>i,t</sub>* = 自願性揭露之虛擬變數，若在第 *t* 年時有發佈者為 1，否則為 0。  
*FREQ<sub>i,t</sub>* = *i* 公司 *t* 年度發佈自願性財務預測的總次數。  
*INST<sub>i,t</sub>* = *i* 公司在第 *t* 年時，法人機構投資人之持股比例。  
*BOSIZE<sub>i,t</sub>* = *i* 公司在第 *t* 年董事會規模，以董事會中全體董事人數來衡量。  
*BDIND<sub>i,t</sub>* = *i* 公司在第 *t* 年之獨立董事比例。  
*RVOL<sub>i,t</sub>* = *i* 公司之報酬波動度，以第 *t* 年日報酬的標準差來衡量。  
*SIZE<sub>i,t</sub>* = *i* 公司在第 *t* 年底總資產取自然對數，用來衡量公司規模。  
*ROA<sub>i,t</sub>* = *i* 公司在第 *t* 年的資產報酬率。  
*PROA<sub>i,t</sub>* = 公司前五年非常項目前盈餘的平均數除以前五年總資產平均數的值。  
*MB<sub>i,t</sub>* = *i* 公司在第 *t* 年時，權益市值對帳面價值比。  
*AUDIT<sub>i,t</sub>* = 公司 *t* 年度由四大會計師事務所查核者為 1，否則為 0。  
*LOSS<sub>i,t</sub>* = 公司 *t* 年度若前一年的盈餘數為負者為 1，否則為 0。  
*LEV<sub>i,t</sub>* = 公司於第 *t* 年長期負債除以總資產。  
 $\varepsilon_{i,t}$  = 誤差項。

控制變數多根據過去文獻的研究結果。Ajinkya et al. (2005) 與 Karamanou & Vafeas (2005) 的研究發現，機構投資人持股較多，董事會規模越大及獨立董事越多，較有能力監督公司主要股東及管理階層，並促使其揭露必要資訊，我們預期其與自願性財務預測發佈意願呈正相關。Ajinkya & Gift (1984) 與 Hutton (2005) 的研究發現，若公司擁有較高的資訊不對稱(股票報酬的波動度較高)，市場對資訊的需求程度會愈高，公司較有可能自願性發佈財務預測以迎合市場的需求，我們預期 *RVOL* 變數與自願性財務預測發佈意願呈正相關。企業規模

---

下也會符合常態分配，但此時估計係數的標準差必須加以調整。我們參考 Wooldridge (2002) 的做法調整係數的標準差。假定 *FREQ* 的變異數與期望值的關係為： $Var(FREQ|X) = \sigma^2 E(FREQ|X)$ ，若  $\sigma^2 > 1$ ，稱之為過度離散(over-dispersion)， $\sigma^2 < 1$ ，稱之為不足離散(under-dispersion)。如有過度離散或不足離散的問題，必須依據  $\sigma^2$  的估計結果調整前述依照 MLE 法估出的標準差，調整後的標準差為  $\hat{\sigma}$  乘以 *FREQ* 的預期值。至於  $\hat{\sigma}^2$  為  $(n-k-1) \sum_{i=1}^n \hat{\mu}_i^2 / \hat{y}_i$ ，其中， $\hat{\mu}_i$  為 *FREQ* 的實際值減預測值， $\hat{y}_i$  為 *FREQ* 的預測值，*n* 樣本數，*k* 為(2)式中自變數的數目加 1。

大小亦會影響自願性財務預測的發佈(Hossain, Perera & Rahman 1995)，規模較大的企業其資金與資源較豐富且組織規範較完善，公司愈有可能自願性發佈財務預測。因此，我們預期企業規模與自願性財務預測發佈意願呈正相關。另外，企業之經營績效會影響自願性揭露決策(Miller 2002)，績效好的企業會愈早揭露好消息給外部投資者以獲得市場的認同。因此，我們預期企業績效與自願性財務預測發佈意願呈正相關，參考 Ali et al. (2007)的做法，我們以資產報酬率(ROA)及公司前五年非常項目前盈餘的平均數除以前五年總資產平均數(PROA)衡量公司的績效。Frankl, McNichols & Wilson (1995)指出若為高成長機會的企業，當企業在迅速擴張的營運活動及快速變遷的產業環境下，可能會使企業外部融資需求增加，導致企業傾向自願性揭露以降低市場資訊不對稱之情形。因此，我們預期MB與自願性財務預測發佈意願呈正相關。Craswell & Taylor(1992)指出當企業聘請前四大會計師事務所查核時，四大會計師事務所為維持聲譽及避免遭受訴訟，會鼓勵公司發佈自願性財務預測。因此，我們預期AUDIT變數與自願性財務預測發佈意願呈正相關。另外，Ajinkya et al. (2005)指出，若公司過去年度曾發生虧損，代表公司面臨較大的不確定風險，此時公司會傾向不願意發佈財務預測。因此，我們預期LOSS變數與自願性財務預測發佈意願呈負相關。Hossain et al. (1995)認為債權人以契約的方式限定公司行為，使得公司的契約成本增加，公司為了降低契約成本，會主動揭露資訊以提高資訊透明度。因此，我們預期LEV變數與自願性財務預測發佈意願呈正相關。

### 測試 H2 的迴歸式為：

$$ABS_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FAM_{i,t} + \gamma_2 INST_{i,t} + \gamma_3 BOSIZE_{i,t} + \gamma_4 BDIND_{i,t} + \gamma_5 HORIZON_{i,t} + \gamma_6 SIZE_{i,t} + \gamma_7 MB_{i,t} + \gamma_8 AUDIT_{i,t} + \gamma_9 LOSS_{i,t} + \gamma_{10} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$FR_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 FAM_{i,t} + \delta_2 INST_{i,t} + \delta_3 BOSIZE_{i,t} + \delta_4 BDIND_{i,t} + \delta_5 HORIZON_{i,t} + \delta_6 SIZE_{i,t} + \delta_7 MB_{i,t} + \delta_8 AUDIT_{i,t} + \delta_9 LOSS_{i,t} + \delta_{10} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

(3)式與(4)式使用 OLS 迴歸，我們用財務預測誤差(ABS)與財務預測樂觀性(FR)衡量財務預測的品質。

(3)式與(4)式的變數定義如下：

$ABS_{i,t}$  =  $i$  公司  $t$  年度稅前淨利預測值與實際值差異的絕對值除以期初總市值。

$FR_{i,t}$  =  $i$  公司  $t$  年度稅前淨利預測值與實際值的差異除以期初總市值。

$INST_{i,t}$  =  $i$  公司在第  $t$  年時，法人機構投資人之持股比例。

$BOSIZE_{i,t}$  =  $i$  公司在第  $t$  年董事會規模，以董事會中全體董事人數來衡量。

- $BDIND_{i,t}$  =  $i$ 公司在第 $t$ 年之獨立董事比例。  
 $HORIZON_{i,t}$  = 第一次發佈自願性財務預測到年底的間隔月數。  
 $SIZE_{i,t}$  =  $i$ 公司在第 $t$ 年底總資產取自然對數，用來衡量公司規模。  
 $MB_{i,t}$  =  $i$ 公司在第 $t$ 年時，權益市值對帳面價值比。  
 $AUDIT_{i,t}$  = 公司 $t$ 年度由四大會計師事務所查核者為1，否則為0。  
 $LOSS_{i,t}$  = 公司 $t$ 年度若前一年的盈餘數為負者為1，否則為0。  
 $LEV_{i,t}$  = 公司於第 $t$ 年長期負債除以總資產。  
 $\varepsilon_{i,t}$  = 誤差項。

Ajinkya et al. (2005) 與 Karamanou & Vafeas (2005)的研究發現，機構投資人持股較多，董事會規模越大及獨立董事越多，較有能力監督公司主要股東及管理階層，並促使其揭露必要資訊，若發佈財務預測則準確性較高，且趨向保守的財務預測。因此，我們預期其與財務預測準確度呈正相關，與財務預測樂觀性呈現負相關。Choi & Ziebart (2000)的研究發現，當離年報公告日愈遠者，財務預測誤差愈大，財務預測之品質愈差，故預期  $HORIZON$  變數與財務預測準確度呈負相關，與財務預測樂觀性呈現正相關。Atiase (1985)和 Dempsy (1989)認為大規模企業可藉由分析師、競爭者、交易者或主管機構中取得較多的資訊，另一方面，Michael & Smith (1992)認為企業規模愈大，企業資源愈多，財務預測愈準確。因此，我們預期企業規模與財務預測準確度呈正相關，與財務預測樂觀性呈現負相關。另外，Richardson et al. (1999)和 Matsumoto (2002)指出高成長型的企業由於企業資訊不對稱和代理問題較為嚴重，為了減輕代理衝突，成長型的企業較有動機發佈財務預測以降低資訊不對稱(Smith & Watts 1992; Gaver & Gaver 1995)。因此，預期成長型企業相較於非成長型企業較願意揭露更多的資訊，我們預期  $MB$  變數與財務預測準確度呈正相關，與財務預測樂觀性呈現負相關。最後，Ajinkya et al.(2005)指出當企業聘請大型會計師事務所查核時，會使企業的財務預測更保守，進而提高企業財務預測準確度。因此，我們預期  $AUDIT$  變數與財務預測準確度呈正相關，與財務預測樂觀性呈現負相關。Ajinkya et al.(2005)的研究顯示，若企業過去年度曾發生虧損，代表面臨較大風險且不確定性也較大，使得企業傾向不願意發佈自願性財務預測，若發佈財務預測則準確性較低，且趨向樂觀的財務預測。因此，我們預期  $LOSS$  變數與財務預測準確度呈負相關，與財務預測樂觀性呈現正相關。最後，Hossain et al. (1995)認為債權人以契約的方式限定公司行為，使得公司的契約成本增加，公司為了降低契約成本，會主動揭露財務預測資訊以提高資訊透明度，因此若公司發佈財務預測則準確性較高，且趨向保守的財務預測。我們預期  $LEV$  變數與財務預測準確度呈正相關，與財務預測樂觀性呈現負相關。

## 伍、實證結果分析

### 一、敘述性統計與相關分析

表一列示選樣的過程、財務預測次數分配，財務預測的型態以及樣本在各產業的分配。Panel A 顯示，測試假說一的樣本數共有 2,405 個公司/年觀察值，測試假說二的樣本數共有 131 個公司/年觀察值。Panel B 顯示，在 131 個發佈財務預測的公司/年觀測值中，僅發佈一次財務預測的觀測值為 92 筆，發佈兩次財務預測的觀測值為 33 筆，發佈 3 次財務預測的觀測值則僅有 6 筆資料，沒有任何一家公司發佈 4 次以上的財務預測。Panel C 統計財務預測的發佈型態，樣本公司在 2005~2007 年間共發佈 176 次的財務預測，包括第一次的財務預測 131 筆，第二次的財務預測 39 筆<sup>9</sup>，以及第三次的財務預測 6 筆。我們發現上市(櫃)公司所發佈的財務預測多為簡式點估計的財務預測(共計 142 筆)，其次為完整式的財務預測(共計 29 筆)，簡式區間估計的財務預測則僅有 5 筆資料。測試假說二的樣本僅包括第一次的財務預測，第一次財務預測的樣本也多為簡式點估計(簡式點估計財務預測 105 筆，簡式區間估計財務預測 3 筆，完整式財務預測 23 筆，共 131 筆)。我將這 131 筆的財務預測樣本均納入測試假說二的樣本中，對於採用區間估計發佈的簡式財務預測，我們在計算財務預測誤差與財務預測樂觀性時以實際盈餘減去區間估計的平均數衡量。如將這 3 筆樣本刪除，也不會影響本文的研究結果。

Panel D 顯示，測試假說一的樣本中，家族企業占全部樣本數約占 58%。就家族企業樣本數占該產業之樣本數比重而言，汽車業比重最高，其次為水泥業，約占 95%，家族企業比重最低者為營建和百貨業。Panel E 則顯示，測試假說二樣本中，家族企業占全部樣本數約 40%。就家族企業樣本數占該產業之樣本數比重而言，水泥、塑膠和觀光業比重最高，其次為電器電纜和汽車業，約占 67%。

---

<sup>9</sup> 第一次財務預測是指發佈一次、兩次與三次財務預測的觀測值所發佈的第一次財務預測；同理，第二次財務預測則是指發佈兩次與三次財務預測的觀測值所發佈的第二次財務預測，發佈兩次財務預測的樣本有 33 筆，發佈三次財務預測的樣本有 6 筆，這兩群樣本都會發佈第二次的財務預測，所以第二次財務預測的發佈數量共為 39 次(33+6)；最後，第三次財務預測只會來自於發佈三次財務預測的樣本，所以為 6 次(與 Panel B 中發佈三次財務預測的公司/年觀測值相同)。作者非常感謝匿名評論人的指正。

表一 樣本分配表

| <b>Panel A: 選樣過程</b>        |              |              |              |               |            |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|
|                             |              |              | 假說一樣本數       | 假說二樣本數        |            |
| 2005 至 2007 年上市櫃曆年制公司之年度樣本數 |              |              | 4,344        | 151           |            |
| 減：金融保險證券投信業                 |              |              | (123)        | (2)           |            |
| 缺乏財務相關資料                    |              |              | (32)         | (10)          |            |
| 缺乏控制變數所需資料                  |              |              | (1,021)      | (8)           |            |
| 增資審查期間不得公佈財務預測的樣本           |              |              | (763)        | -             |            |
| 研究樣本數                       |              |              | <u>2,405</u> | <u>131</u>    |            |
| <b>Panel B: 財務預測的次數分配</b>   |              |              |              |               |            |
| 發佈財務預測次數                    | 1 次          | 2 次          | 3 次          | 4 次以上         | 合計         |
| 公司/年數目                      | 92           | 33           | 6            | 0             | <u>131</u> |
| <b>Panel C: 財務預測的型態</b>     |              |              |              |               |            |
| 財務預測的型態                     | 簡式財務預測       |              | 完整式財務預測      | 合計            |            |
|                             | 點估計          | 區間估計         | 點估計          |               |            |
| 第一次財務預測的型態                  | 105          | 3            | 23           | <u>131</u>    |            |
| 第二次財務預測的型態                  | 27           | 2            | 10           | <u>39</u>     |            |
| 第三次財務預測的型態                  | 3            | 0            | 3            | <u>6</u>      |            |
| 合計                          | <u>142</u>   | <u>5</u>     | <u>29</u>    | <u>176</u>    |            |
| <b>Panel D: 假說一產業分配</b>     |              |              |              |               |            |
| 產業名稱                        | 全部樣本數        | 家族樣本數        | 非家族樣本數       | 家族樣本比率        |            |
| 水泥                          | 22           | 21           | 1            | 95.45%        |            |
| 食品                          | 56           | 44           | 12           | 78.57%        |            |
| 塑化                          | 66           | 39           | 27           | 59.09%        |            |
| 紡織                          | 125          | 88           | 37           | 70.40%        |            |
| 電機                          | 132          | 91           | 41           | 68.93%        |            |
| 電器電纜                        | 39           | 28           | 11           | 71.97%        |            |
| 生技                          | 150          | 89           | 61           | 59.33%        |            |
| 玻璃                          | 22           | 14           | 8            | 63.64%        |            |
| 造紙                          | 22           | 18           | 4            | 81.82%        |            |
| 鋼鐵                          | 83           | 42           | 41           | 50.60%        |            |
| 橡膠                          | 32           | 22           | 10           | 68.75%        |            |
| 汽車                          | 14           | 14           | 0            | 100.00%       |            |
| 電子                          | 1,329        | 711          | 618          | 53.49%        |            |
| 營建                          | 92           | 41           | 51           | 44.57%        |            |
| 運輸                          | 40           | 23           | 17           | 57.50%        |            |
| 觀光                          | 23           | 15           | 8            | 65.22%        |            |
| 百貨                          | 29           | 14           | 15           | 48.27%        |            |
| 其他                          | 129          | 75           | 54           | 58.13%        |            |
| 合計                          | <u>2,405</u> | <u>1,389</u> | <u>1,016</u> | <u>57.75%</u> |            |

表一 樣本分配表(續)

**Panel E: 假說二產業分配**

| 產業名稱 | 全部樣本數      | 家族樣本數     | 非家族樣本數    | 家族樣本比率        |
|------|------------|-----------|-----------|---------------|
| 水泥   | 1          | 1         | 0         | 100.00%       |
| 食品   | 1          | 0         | 1         | 0.00%         |
| 塑化   | 1          | 1         | 0         | 100.00%       |
| 紡織   | 4          | 1         | 3         | 25.00%        |
| 電機   | 10         | 4         | 6         | 40.00%        |
| 電器電纜 | 3          | 2         | 1         | 66.67%        |
| 生技   | 5          | 1         | 4         | 20.00%        |
| 玻璃   | 2          | 0         | 2         | 0.00%         |
| 造紙   | 0          | 0         | 0         | 0.00%         |
| 鋼鐵   | 4          | 0         | 4         | 0.00%         |
| 橡膠   | 2          | 0         | 2         | 0.00%         |
| 汽車   | 6          | 4         | 2         | 66.67%        |
| 電子   | 63         | 26        | 37        | 41.26%        |
| 營建   | 10         | 3         | 7         | 30.00%        |
| 運輸   | 2          | 1         | 1         | 50.00%        |
| 觀光   | 2          | 2         | 0         | 100.00%       |
| 百貨   | 4          | 1         | 3         | 25.00%        |
| 其他   | 11         | 5         | 6         | 45.45%        |
| 合計   | <u>131</u> | <u>52</u> | <u>79</u> | <u>39.69%</u> |

註: 1.本研究選樣期間為 2005 至 2007 年曆年制之上市(櫃)公司。

2.此處的家族企業依據定義係為家族成員擔任董事、經理人或大股東之公司。

表二 Panel A 顯示家族企業的特徵，平均而言，家族企業現金流量權的比率為 32.09%，家族企業投票權的比率為 39.15%。家族企業股權有偏離的比率為 44.34%，此現金流量權和投票權的差異可能會導致家族企業有較大的型 II 代理問題(來自於控制股東與小股東間的利益衝突)(Villalonga & Amit 2006)。而家族成員身兼總經理(參與管理)的家族企業的比率為 54.46%，此現象則會減輕家族企業型 I 代理問題(來自於經理人與股東間的利益衝突)(Villalonga & Amit 2006)。

表二 Panel B 顯示假說一樣本敘述統計量及差異檢定，其中，家族企業發佈自願性財務預測的比率為 0.025；而非家族企業發佈自願性財務預測的比率為 0.057，且兩者差異達顯著水準，顯示家族企業對自願性財務預測的揭露意願小於非家族企業。另外，就發佈財務預測的公司而言，家族平均發佈 1.24 次，非家族平均發佈 1.31 次(未列表)，表示家族發佈財務預測的頻率也低於非家族企業。就家族企業之機構投資人持股比率而言，其平均數(中位數)為 18.18% (13.84%)，非家族企業則為 22.65% (18.57%)，且兩者差異達顯著水準，表示家族企業之機構投資人持股比重較低。就董事會規模而言，家族企業之平均數高於非家族企業；獨立董事比例則小於非家族企業，惟差異皆不顯著。家

族企業的股票波動度之平均數(中位數)為 2.54% (2.48%)，非家族為 2.67% (2.66%)，且兩者差異達顯著水準，顯示家族企業之股票波動度顯著低於非家族企業，此可間接說明家族企業的資訊不對稱程度較低，因此，在家族企業資訊的需求程度較低下，較無意願發佈自願性財務預測。此外，家族公司的規模大於非家族公司的規模，兩者差異達顯著水準( $t=3.51$ )。在資產報酬率方面( $ROA$  和  $PROA$ )，無論在平均數或中位數，家族企業之資產報酬率皆顯著優於非家族企業，表示家族企業的獲利能力較好。而家族企業之成長機會低於非家族企業，但不顯著。而就是否由國內前四大會計師事務所查核而言，家族企業較不傾向採用四大會計師事務所查核。就  $LOSS$  變數而言，家族企業之平均數為 12%，非家族為 26%，顯示家族企業發佈自願性財務預測前一年度的盈餘為負所占的比例顯著低於非家族企業。最後，家族企業負債比例低於非家族企業，兩者差異達顯著水準( $t=-2.64$ )，顯示家族企業較少融資。

表二 Panel C 顯示假說二敘述統計量及差異檢定，其中，就財務預測誤差  $ABS$  而言，家族企業之平均數(中位數)為 9.1% (8.1%)，非家族企業則為 9.7% (8.5%)，表示家族企業財務預測的誤差小於非家族企業，財務預測準確度較高。家族企業  $FR$  之平均數(中位數)為 0.6%(1.4%)，非家族企業則為 0.8%(-5.9%)，但兩者的差異不顯著。就控制變數而言，家族企業之機構投資人持股比率而言，其平均數(中位數)為 17.55% (12.05%)，非家族企業則為 21.50% (17.78%)，且兩者差異達顯著水準( $t=-5.43$ )，表示家族企業之機構投資人持股比重較低。就家族企業之董事會規模而言，其平均數(中位數)為 7.97 (7.00)，非家族企業則為 7.65 (7.00)，且兩者差異達顯著水準( $t=2.22$ )，表示家族企業之董事會規模大於非家族企業。家族企業之獨立董事比例而言，家族企業之獨立董事比例則小於非家族企業，惟差異不顯著。就  $HORIZON$  而言，家族平均數與中位數均高於非家族企業，惟不顯著。就家族企業規模而言，無論在平均數或中位數皆顯著大於非家族企業。就成長性而言，家族企業成長性高於非家族企業。而就是否由國內四大會計師事務所查核而言，家族企業之平均數為 0.75，非家族為 0.85，兩者差異達顯著水準( $t=-2.65$ )，顯示家族企業較不傾向採用四大會計師事務所查核。就  $LOSS$  變數而言，家族企業之平均數為 11%，非家族為 26%，顯示家族企業發佈自願性財務預測前一年度的盈餘為負所占的比例低於非家族企業，但兩者的差異不顯著。最後，家族企業負債比例顯著低於非家族企業，兩者差異達顯著水準( $t=-2.16$ )，顯示家族企業存在較少的融資。

表三為各變數之相關係數，右上角為 *Spearman* 等級相關係數，左下角為 *Pearson* 積差相關係數，Panel A 為假說一樣本變數相關係數；Panel B 為假說二樣本變數相關係數。由表中看出，自願性財務預測發佈意願與發佈次數 ( $OCCUR$  和  $FREQ$ ) 與家族企業 ( $FAMILY$  和  $F\_OWN$ ) 呈負相關；而自願性財務預測誤差 ( $ABS$ ) 和樂觀性 ( $FR$ ) 與家族企業 ( $FAMILY$  和  $F\_OWN$ ) 亦呈負相關。由相關分析的初步結果顯示，家族企業對於自願性財務預測揭露意願較低，發佈次數也較少，而家族企業所發佈自願性財務預測的品質較好，樂觀性也較低。

表二 樣本敘述統計量

| <b>Panel A: 假說一 家族企業樣本(N=1,389)的特徵</b>    |              |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
|---|--------------|--------|--------|--------|---------------|--------|----------------|--------|--------|-----------|-----------|
| 家族企業現金流量權的平均數                             | 32.09%       |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
| 家族企業投票權的平均數                               | 39.15%       |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
| 家族企業成員擔任總經理 (FAMILY_CEO)的比率               | 54.46%       |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
| 家族企業股權偏離(FAMILY_CV)的比率                    | 44.34%       |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
| <b>Panel B: 假說二 樣本敘述統計量及差異檢定(N=2,405)</b> |              |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
|   | 總樣本(N=2,405) |        |        |        | 家族樣本(N=1,389) |        | 非家族樣本(N=1,016) |        | 差異檢定   |           |           |
|   | 25%<br>分位數   | 平均數    | 標準差    | 中位數    | 75%<br>分位數    | 平均數    | 中位數            | 平均數    | 中位數    | t 值       | Z 值       |
| <i>OCCUR</i>                              | 0.000        | 0.041  | 0.200  | 0.000  | 0.000         | 0.025  | 0.000          | 0.057  | 0.000  | -4.048*** | -4.245*** |
| <i>FREQ</i>                               | 0.000        | 0.053  | 0.290  | 0.000  | 0.000         | 0.032  | 0.000          | 0.073  | 0.000  | -3.434*** | -3.153*** |
| <i>INST</i>                               | 8.780        | 20.535 | 18.596 | 16.110 | 27.040        | 18.179 | 13.835         | 22.653 | 18.572 | -4.672*** | -6.581*** |
| <i>BOSIZE</i>                             | 5.000        | 6.790  | 2.395  | 7.000  | 7.000         | 6.795  | 7.000          | 6.776  | 7.000  | 0.553     | 1.247     |
| <i>BDIND</i>                              | 0.000        | 0.151  | 0.162  | 0.000  | 0.290         | 0.147  | 0.000          | 0.152  | 0.000  | -0.988    | -1.040    |
| <i>RVOL</i>                               | 2.016        | 2.599  | 0.910  | 2.548  | 3.082         | 2.536  | 2.481          | 2.671  | 2.659  | -5.651*** | -7.285*** |
| <i>SIZE</i>                               | 14.169       | 15.075 | 1.310  | 14.929 | 15.781        | 15.268 | 15.075         | 14.879 | 14.717 | 3.511***  | 3.532***  |
| <i>ROA</i>                                | 1.370        | 5.179  | 1.383  | 6.039  | 10.376        | 6.312  | 6.163          | 4.015  | 5.640  | 4.841***  | 5.167***  |
| <i>PROA</i>                               | 1.572        | 5.209  | 1.198  | 6.042  | 10.525        | 6.402  | 6.257          | 4.111  | 5.872  | 3.300***  | 2.415**   |
| <i>MB</i>                                 | 0.543        | 1.360  | 2.073  | 1.002  | 1.668         | 1.349  | 0.982          | 1.375  | 1.022  | -0.632    | -0.445    |
| <i>AUDIT</i>                              | 1.000        | 0.831  | 0.430  | 1.000  | 1.000         | 0.758  | 1.000          | 0.904  | 1.000  | 3.186***  | 3.342***  |
| <i>LOSS</i>                               | 0.000        | 0.190  | 0.390  | 0.000  | 0.000         | 0.125  | 0.000          | 0.259  | 0.000  | -1.702*   | -1.461    |
| <i>LEV</i>                                | 0.079        | 0.152  | 0.094  | 0.129  | 0.203         | 0.146  | 0.121          | 0.159  | 0.133  | -2.642*** | -3.018*** |
| <b>Panel C: 假說二 樣本敘述統計量及差異檢定(N=131)</b>   |              |        |        |        |               |        |                |        |        |           |           |
|   | 總樣本(N=131)   |        |        |        | 家族樣本(N=52)    |        | 非家族樣本(N=79)    |        | 差異檢定   |           |           |
|   | 25%<br>分位數   | 平均數    | 標準差    | 中位數    | 75%<br>分位數    | 平均數    | 中位數            | 平均數    | 中位數    | t 值       | Z 值       |
| <i>ABS</i>                                | 0.054        | 0.107  | 0.104  | 0.083  | 0.130         | 0.091  | 0.081          | 0.097  | 0.085  | -2.097**  | -2.214**  |
| <i>FR</i>                                 | -0.073       | 0.012  | 0.132  | -0.009 | 0.063         | 0.006  | 0.014          | 0.008  | -0.059 | 1.279     | 1.061     |
| <i>INST</i>                               | 7.160        | 19.521 | 18.739 | 13.530 | 27.821        | 17.551 | 12.046         | 21.495 | 17.781 | -5.427*** | -6.259*** |
| <i>BOSIZE</i>                             | 5.000        | 7.820  | 3.430  | 7.000  | 9.000         | 7.970  | 7.000          | 7.651  | 7.000  | 2.217**   | 2.181**   |
| <i>BDIND</i>                              | 0.000        | 0.135  | 0.154  | 0.000  | 0.285         | 0.129  | 0.000          | 0.143  | 0.000  | -1.578    | -1.309    |
| <i>HORIZON</i>                            | 3.633        | 6.667  | 3.529  | 6.733  | 9.567         | 6.856  | 7.000          | 6.491  | 6.133  | 0.500     | 0.492     |
| <i>SIZE</i>                               | 14.275       | 15.424 | 1.491  | 15.242 | 16.183        | 15.781 | 15.567         | 15.037 | 14.754 | 1.691*    | 2.136**   |
| <i>MB</i>                                 | 1.043        | 1.852  | 1.049  | 1.728  | 2.327         | 1.927  | 1.883          | 1.761  | 1.663  | 1.742*    | 1.839*    |
| <i>AUDIT</i>                              | 1.000        | 0.791  | 0.420  | 1.000  | 1.000         | 0.759  | 1.000          | 0.853  | 1.000  | -2.653*** | -3.108*** |
| <i>LOSS</i>                               | 0.000        | 0.187  | 0.381  | 0.000  | 0.000         | 0.110  | 0.000          | 0.260  | 0.000  | -0.899    | -0.900    |
| <i>LEV</i>                                | 0.087        | 0.141  | 0.086  | 0.132  | 0.196         | 0.137  | 0.128          | 0.146  | 0.137  | -2.159**  | -2.601*** |

註: 1. 平均數差異為  $t$  統計量, 中位數差異為  $z$  統計量, \*\*\*, \*\*, 及 \* 分別表示雙尾檢定的  $P$  值小於 1%、5% 及 10%

2. 變數定義:

|                   |   |                                       |
|-------------------|---|---------------------------------------|
| <i>FAMILY_CEO</i> | = | 家族企業成員擔任管理階層的比率。                      |
| <i>FAMILY_CV</i>  | = | 家族股份偏離的比率。                            |
| <i>OCCUR</i>      | = | 自願性揭露之虛擬變數, 若在第 $t$ 年時有發佈者為 1, 否則為 0。 |
| <i>FREQ</i>       | = | 公司 $t$ 年度發布自願性財務預測的總次數。               |
| <i>INST</i>       | = | 公司在第 $t$ 年時, 法人機構投資人之持股比例。            |
| <i>BOSIZE</i>     | = | 公司在第 $t$ 年董事會規模, 以董事會中全體董事人數來衡量。      |
| <i>BDIND</i>      | = | 公司在第 $t$ 年之獨立董事比例。                    |
| <i>RVOL</i>       | = | 公司之報酬波動度, 以第 $t$ 年日報酬的標準差來衡量。         |
| <i>SIZE</i>       | = | 公司在第 $t$ 年底總資產取自然對數, 用來衡量公司規模。        |
| <i>ROA</i>        | = | 公司在第 $t$ 年的資產報酬率。                     |
| <i>PROA</i>       | = | 公司前五年非常項目前盈餘的平均數除以前五年總資產平均數的值。        |
| <i>MB</i>         | = | 公司在第 $t$ 年時, 權益市值對帳面價值比。              |
| <i>AUDIT</i>      | = | 公司 $t$ 年度由四大會計師事務所查核者為 1, 否則為 0。      |
| <i>LOSS</i>       | = | 公司 $t$ 年度若前一年的盈餘數為負者為 1, 否則為 0。       |
| <i>LEV</i>        | = | 公司於第 $t$ 年長期負債/總資產。                   |
| <i>ABS</i>        | = | 公司 $t$ 年度稅前淨利預測值與實際值差異的絕對值除以期初總市值。    |
| <i>FR</i>         | = | 公司 $t$ 年度稅前淨利預測值與實際值的差異除以期初總市值。       |
| <i>HORIZON</i>    | = | 第一次發佈自願性財務預測到年底的間隔月數。                 |

表三 相關係數矩陣表

| Panel A: 自願性財務預測意願之相關係數(N=2,405) |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                  | 1         | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7         | 8         | 9         | 10        | 11        | 12        | 13        | 14        | 15        |
| OCCUR                            |           | 0.091***  | -0.064*** | -0.091*** | -0.027    | 0.037**   | 0.014     | -0.047*** | 0.031*    | 0.065***  | 0.059***  | 0.103***  | -0.004*** | -0.011*   | 0.079***  |
| FREQ                             | 0.018***  |           | -0.065*** | -0.073*** | -0.026    | 0.038**   | 0.011     | -0.046*** | 0.033*    | 0.072***  | 0.058***  | 0.112***  | -0.007*** | -0.023**  | 0.067***  |
| FAMILY                           | -0.068*** | -0.053*** |           | 0.129***  | -0.147*** | -0.029*   | -0.022    | -0.132**  | 0.114***  | 0.055***  | 0.043***  | 0.003     | -0.004*** | 0.007**   | 0.061**   |
| F_OWN                            | -0.078*** | -0.065*** | 0.129***  |           | 0.071***  | -0.031**  | 0.002     | -0.142**  | -0.010    | 0.074*    | -0.081*** | 0.061***  | -0.011    | 0.039     | 0.082***  |
| INST                             | -0.035**  | -0.038*   | -0.097*** | 0.065***  |           | 0.092***  | 0.050***  | 0.118***  | -0.04**   | 0.120***  | 0.127**   | -0.126*** | 0.001***  | 0.014     | 0.044***  |
| BOSIZE                           | 0.051***  | 0.062***  | 0.007     | -0.031    | 0.109***  |           | -0.047*** | -0.133*** | 0.253***  | 0.046***  | 0.039***  | 0.001     | 0.019***  | 0.019     | -0.014    |
| BDIND                            | 0.016     | 0.008     | -0.018    | 0.002     | 0.016***  | -0.119*** |           | 0.112***  | -0.255*** | 0.231***  | 0.244***  | 0.087***  | -0.099*** | 0.037     | -0.051*** |
| RVOL                             | -0.026    | -0.034**  | -0.097*** | -0.142**  | 0.062**   | -0.120*** | 0.100***  |           | -0.285*** | -0.195*** | -0.203*** | -0.032*   | 0.082***  | -0.031    | 0.049     |
| SIZE                             | 0.046***  | 0.063***  | 0.113***  | -0.010    | 0.059***  | 0.342***  | -0.231*** | -0.234*** |           | 0.176***  | 0.169***  | -0.064*** | -0.012    | -0.042    | 0.011     |
| ROA                              | 0.056***  | 0.056***  | 0.079***  | 0.074***  | 0.102***  | 0.047***  | 0.198***  | -0.147*** | 0.216***  |           | 0.258***  | 0.154***  | 0.011***  | -0.009    | 0.006     |
| PROA                             | 0.059***  | 0.062***  | 0.084***  | -0.076*** | 0.121***  | 0.047**   | 0.193***  | -0.152*** | 0.218***  | 0.237***  |           | 0.159***  | 0.013***  | 0.012     | 0.106***  |
| MB                               | 0.061***  | 0.049***  | -0.007    | 0.052***  | -0.032*   | -0.019    | 0.058***  | 0.151***  | -0.094*** | 0.031*    | 0.027**   |           | 0.001***  | -0.097*** | 0.101***  |
| AUDIT                            | 0.003***  | 0.009***  | -0.005*** | -0.005    | 0.002***  | 0.019***  | -0.099*** | -0.001    | 0.082***  | -0.012*** | -0.025*** | 0.007**   |           | 0.173***  | -0.005    |
| LOSS                             | -0.006**  | -0.012*** | 0.005***  | 0.024     | 0.004     | 0.004     | 0.015     | -0.024    | -0.030    | -0.008    | 0.005     | -0.083*** | 0.160***  |           | -0.018    |
| LEV                              | 0.085***  | 0.074***  | 0.050**   | 0.071**   | 0.038**   | 0.043**   | -0.013    | -0.064*** | 0.038*    | 0.005     | 0.001**   | 0.097***  | 0.083**   | -0.023    |           |

  

| Panel B: 自願性財務預測品質之相關係數(N=131) |           |           |           |           |          |           |          |          |           |          |           |           |           |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
|                                | 1         | 2         | 3         | 4         | 5        | 6         | 7        | 8        | 9         | 10       | 11        | 12        | 13        |
| ABS                            |           | 0.112***  | -0.067*** | -0.036*** | 0.082**  | -0.091    | 0.078*** | 0.131    | -0.044*** | 0.053**  | 0.011     | -0.065    | 0.052***  |
| FR                             | 0.063***  |           | -0.072*** | -0.053*** | -0.029   | -0.046*** | 0.023    | 0.152**  | -0.019**  | 0.041*   | -0.178**  | -0.211*** | 0.131**   |
| FAMILY                         | -0.037*** | -0.037*** |           | 0.133***  | 0.124    | -0.039**  | 0.158**  | 0.047*** | 0.270***  | 0.130**  | 0.142*    | -0.195**  | -0.111*** |
| F_OWN                          | -0.072*** | -0.017*** | 0.023***  |           | 0.162**  | -0.042    | 0.218*** | 0.049*** | 0.258***  | 0.183**  | 0.161*    | -0.177**  | -0.134    |
| INST                           | -0.039**  | -0.089*   | 0.057     | 0.116***  |          | 0.202**   | 0.187**  | -0.035** | 0.030     | 0.255*** | 0.217**   | -0.193**  | -0.018**  |
| BOSIZE                         | -0.055*   | -0.008**  | -0.047*** | -0.073*** | 0.193**  |           | -0.031   | -0.048   | -0.064    | 0.074*** | 0.062     | 0.016     | -0.112*** |
| BDIND                          | 0.075**   | 0.072     | 0.160***  | 0.223***  | 0.121*** | -0.152*   |          | 0.022    | 0.091**   | 0.167**  | 0.126***  | -0.045    | 0.006     |
| HORIZON                        | 0.161*    | 0.148***  | 0.052***  | 0.062**   | -0.038** | -0.035    | 0.035    |          | 0.046***  | -0.096   | -0.089*** | -0.028    | 0.093*    |
| SIZE                           | -0.090**  | -0.105**  | 0.138***  | 0.229***  | -0.039   | -0.002*   | 0.068    | 0.048*   |           | -0.070   | -0.031    | -0.172**  | 0.073     |
| MB                             | -0.021*   | -0.050*** | 0.080***  | 0.131***  | 0.134*** | 0.018***  | 0.132*** | -0.120   | -0.126*** |          | 0.155**   | -0.202**  | 0.059***  |
| AUDIT                          | -0.099**  | -0.199**  | 0.142*    | 0.170**   | 0.167*   | -0.033    | 0.111    | -0.082** | 0.015**   | 0.095**  |           | -0.301*** | -0.147*** |
| LOSS                           | -0.001    | -0.093*** | -0.195**  | -0.161*   | -0.141*  | 0.037***  | -0.049*  | -0.034   | -0.176**  | -0.129*  | -0.101*** |           | 0.116**   |
| LEV                            | 0.077***  | 0.092**   | -0.070*** | -0.072    | 0.047**  | -0.061*   | 0.006**  | 0.047    | 0.092***  | 0.073*** | -0.098**  | 0.134**   |           |

註: 1. 右上角為Spearman 等級相關係數，左下角為Pearson 相關係數

2. \*, \*\*, \*\*\*分別表示雙尾檢定的P值小於10%、5%及1%的顯著水準。各變數定義參見表二。

## 二、家族企業對自願性財務預測發佈意願之影響

表四檢測家族企業(*FAM*)對於自願性財務預測揭露意願與揭露次數(*OCCUR*和*FREQ*)的影響。Model 1與Model 2以*OCCUR*為應變數，Model 3與Model 4則以*FREQ*為應變數<sup>10</sup>。Model 1的結果發現，*FAMILY*的係數為-0.876( $P < 0.01$ )，表示相對於非家族企業而言，家族企業較不願意發佈自願性財務預測。Model 2的結果顯示，*F\_OWN*的係數為-0.024( $P < 0.01$ )，表示家族企業持股比率愈高，則愈不願意發佈自願性財務預測。Model 3的結果顯示，*FAMILY*的係數為-0.045( $P < 0.01$ )，表示家族企業發佈自願性財務預測的次數較少。Model 4的結果顯示，*F\_OWN*的係數為-0.007( $P < 0.01$ )，表示家族企業持股比率愈高，發佈自願性財務預測的頻率愈低。綜言之，表四的結果支持假說一，相較於非家族企業，家族企業較不願意發佈財務預測，如果發佈，發佈的次數也較少。

控制變數中，機構投資人持股比率(*INST*)與自願性財務預測揭露意願及揭露次數均呈現顯著負相關，表示機構投資人持股比率愈大，自願性財務預測揭露意願愈低且揭露次數愈少。董事會規模(*BOSIZE*)與自願性財務預測揭露意願及揭露次數呈顯著正相關，表示董事會規模越大，愈有能力監督公司主要股東及管理階層，並促使其揭露必要資訊。公司規模(*SIZE*)與自願性財務預測揭露意願及揭露次數呈顯著正相關並和預期符號一致，顯示公司規模愈大，資金與資源愈豐富且組織規範較完善，因此自願性財務預測揭露意願及頻率也愈高。另外，經營績效(*ROA*和*PROA*)及成長機會(*MB*)與自願性財務預測揭露意願及揭露次數呈正相關且均達顯著水準，表示公司成長機會愈大，經營績效愈好，發佈自願性財務預測意願愈高且次數愈多。事務所規模(*AUDIT*)與自願性財務預測揭露意願及揭露次數呈負相關，且均達顯著水準，顯示由四大會計師事務所查核之企業，財務預測揭露意願較低。此一實證結果與Craswell & Taylor(1992)的研究結果不同，與國內林于聖(2007)的研究相同，可能原因為台灣的會計師如公司不主動揭露財務預測，面臨的訴訟成本較低，前四大事務所自無需鼓勵公司發佈自願性財務預測。另外自願性財務預測必須經過會計師的核閱，如果財務預測不實，會計師反倒有聲譽的損失，由於前四大會計師事務所較重視聲譽，因此，前四大會計師事務所的客戶反較不會發佈自願性財務預測。另外，過去年度曾發生虧損(*LOSS*)的公司，會傾向不願意發佈財務預測，可能原因為曾發生虧損的公司面臨的不確定風險較大，因此，自願性財務預測

<sup>10</sup> 我們估計出 $\hat{\sigma}$ 為1.08，所以Model 3與Model 4的Poisson迴歸有過度離散問題，我們將估計出的 $\hat{\sigma}$ 乘以MLE法所估出的係數標準差，進而得到調整的標準差與 $t$ 值。後續以財務預測發佈次數為應變數的敏感度分析，我們也估計出 $\hat{\sigma}$ 值，再據以調整Poisson迴歸過度離散或不足離散的問題。

揭露意願及揭露次數均比較低。最後，負債比率(LEV)而言，公司為了降低契約成本，會主動揭露財務預測資訊以提高資訊透明度，因此，自願性財務預測揭露意願及揭露次數均比較高。

表四 家族企業對自願性財務預測揭露意願之影響

| 自變數                   | 依變數：OCCUR              |                      | 依變數：FREQ               |                      |
|-----------------------|------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|
|                       | Model 1<br>FAM (dummy) | Model 2<br>F_OWN (%) | Model 3<br>FAM (dummy) | Model 4<br>F_OWN (%) |
| Constant              | -5.279***<br>(19.57)   | -5.281***<br>(17.24) | -0.205**<br>(-2.55)    | -0.196**<br>(-2.42)  |
| FAMILY                | -0.876***<br>(13.21)   |                      | -0.045***<br>(-3.46)   |                      |
| F_OWN                 |                        | -0.024***<br>(16.98) |                        | -0.007***<br>(-3.57) |
| INST                  | -0.021***<br>(5.83)    | -0.019*<br>(2.80)    | -0.019**<br>(-2.43)    | -0.016*<br>(-1.76)   |
| BOSIZE                | 0.079**<br>(4.26)      | 0.065*<br>(3.03)     | 0.045***<br>(2.86)     | 0.044***<br>(2.91)   |
| BDIND                 | 0.882<br>(2.16)        | 0.901**<br>(3.61)    | 0.058<br>(1.53)        | 0.056<br>(1.47)      |
| RVOL                  | -0.183<br>(2.37)       | -0.199<br>(2.45)     | -0.161<br>(-0.26)      | -0.174<br>(-0.45)    |
| SIZE                  | 0.146**<br>(4.35)      | 0.151*<br>(3.26)     | 0.014***<br>(2.69)     | 0.011**<br>(2.25)    |
| ROA                   | 0.026***<br>(6.82)     | 0.025***<br>(6.74)   | 0.032***<br>(3.11)     | 0.031***<br>(2.94)   |
| PROA                  | 0.021***<br>(7.73)     | 0.023***<br>(7.69)   | 0.015***<br>(3.08)     | 0.016**<br>(2.03)    |
| MB                    | 0.050***<br>(11.28)    | 0.065***<br>(11.31)  | 0.039***<br>(2.81)     | 0.045***<br>(2.79)   |
| AUDIT                 | -2.405***<br>(16.82)   | -2.411***<br>(16.89) | -0.064**<br>(-2.43)    | -0.065*<br>(-1.92)   |
| LOSS                  | -0.038**<br>(3.85)     | -0.057**<br>(4.46)   | -0.007*<br>(-1.73)     | -0.009**<br>(-2.01)  |
| LEV                   | 4.019***<br>(18.32)    | 4.172***<br>(19.24)  | 0.238***<br>(3.83)     | 0.241***<br>(3.88)   |
| 年度虛擬變數                | Include                | Include              | Include                | Include              |
| 樣本數                   | 2,405                  | 2,405                | 2,405                  | 2,405                |
| Log likelihood        | 57.62***               | 56.34***             | --                     | --                   |
| F 值                   | --                     | --                   | 6.88***                | 7.13***              |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.215                  | 0.207                | 0.219                  | 0.221                |

註：1.迴歸模型：

$$OCCUR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM(F\_OWN)_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 RVOL_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 PROA_{i,t} + \alpha_9 MB_{i,t} + \alpha_{10} AUDIT_{i,t} + \alpha_{11} LOSS_{i,t} + \alpha_{12} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$FREQ_{i,t} = EXP(\alpha_0 + \alpha_1 FAM(F\_OWN)_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 RVOL_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 PROA_{i,t} + \alpha_9 MB_{i,t} + \alpha_{10} AUDIT_{i,t} + \alpha_{11} LOSS_{i,t} + \alpha_{12} LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

2.模型1和2之括弧內為Wald  $\chi^2$  值，模型3和4之括弧內為z值，\*\*\*、\*\*、\*分別表示雙尾檢定的P值小於1%、5%及10%顯著水準。相關變數定義，詳見表二。

3.模型3和4採用Poisson迴歸，經過檢定資料有過度離散(over-dispersion)的問題，模型3和4之括弧內的z值是經過修正最大似法所估計出的標準差，再據以調整的z值。

### 三、家族企業對自願性財務預測品質之影響

表五 係檢測家族企業(*FAM*)對於自願性財務預測品質(*ABS*和*FR*)的影響。Model 1 與 Model 2 以 *ABS* 為應變數，Model 3 與 Model 4 則以 *FR* 為應變數。Model 1 的結果顯示，*FAMILY* 的係數為  $-0.039 (P < 0.05)$ ，表示相對於非家族企業而言，家族企業財務預測誤差較小。Model 2 的結果顯示，*F\_OWNER* 的係數為  $-0.004 (P < 0.01)$ ，表示家族企業持股比率愈高，自願性財務預測準確度愈大。Model 3 的結果顯示，*FAMILY* 的係數為  $-0.041 (P < 0.05)$ ，表示家族企業較不願意發佈樂觀的自願性財務預測。另外，家族成員的持股比例也會影響自願性財務預測樂觀性，Model 4 的結果顯示，*F\_OWNER* 的係數為  $-0.005 (P < 0.05)$ ，表示家族企業持股比率愈高，財務預測越保守。綜言之，表五的結果支持假說二，家族企業雖然不願意發佈財務預測，但是一旦發佈，家族企業為了維持其長期建立的形象，財務預測的準確度較高，財務預測樂觀性也較低。

在控制變數方面，機構投資人持股比率(*INST*)、董事會規模(*BOSIZE*)及獨立董事比例(*BDIND*)與預測誤差(*ABS*)及預測樂觀程度(*FR*)均呈現顯著負相關，顯示機構投資人持股較多，董事會規模越大及獨立董事越多，較有能力監督公司主要股東及管理階層，並促使其揭露必要資訊，所以發佈財務預測之誤差較小，且愈會傾向發佈較保守的財務預測。變數 *HORIZON* 與預測誤差 (*ABS*) 及預測樂觀程度(*FR*)均呈現顯著正相關，表示發佈預測時點距離年底月數愈遠，則預測的品質愈不準確且愈會傾向發佈較樂觀的財務預測。公司規模(*SIZE*)變數與預測誤差(*ABS*)及預測樂觀程度(*FR*)呈現顯著負相關，顯示公司規模愈大，企業資源愈多的情況下，公司財務預測愈準確且愈會傾向發佈較保守的財務預測。另外，公司成長機會(*MB*)與預期方向一致，但不顯著。事務所規模(*AUDIT*)與預測誤差 (*ABS*)及預測樂觀程度(*FR*)均呈現顯著負相關，顯示由四大會計師事務所查核之企業，財務預測準確度較高，且較不會發佈樂觀的財務預測。過去年度曾發生虧損(*LOSS*)的公司，會傾向不願意發佈財務預測，若發佈財務預測則財務預測準確度較低，且發佈較樂觀的財務預測。最後，負債比率(*LEV*)變數與預測誤差(*ABS*)及預測樂觀程度(*FR*)呈現顯著負相關，顯示公司為了降低契約成本，會主動揭露財務預測，因此，財務預測準確度較高，且發佈較保守的財務預測。

表五 家族企業對自願性財務預測品質之影響

| 自變數                | 應變數：ABS                |                      | 應變數：FR                 |                      |
|--------------------|------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|
|                    | Model 1<br>FAM (dummy) | Model 2<br>F_OWN (%) | Model 3<br>FAM (dummy) | Model 4<br>F_OWN (%) |
| Constant           | 0.177***<br>(2.59)     | 0.189***<br>(2.68)   | 0.280**<br>(2.06)      | 0.292**<br>(2.13)    |
| FAMILY             | -0.039**<br>(-2.46)    |                      | -0.041**<br>(-2.27)    |                      |
| F_OWN              |                        | -0.004***<br>(-2.67) |                        | -0.005**<br>(-2.31)  |
| INST               | -0.014**<br>(-2.27)    | -0.015**<br>(-2.31)  | -0.016***<br>(-2.93)   | -0.015***<br>(-2.87) |
| BOSIZE             | -0.091**<br>(-2.33)    | -0.089**<br>(-2.32)  | -0.053**<br>(-2.45)    | -0.061**<br>(-2.47)  |
| BDIND              | -0.071***<br>(-3.11)   | -0.067**<br>(-2.05)  | -0.103**<br>(-2.34)    | -0.098**<br>(-2.26)  |
| HORIZON            | 0.006***<br>(2.71)     | 0.007**<br>(2.37)    | 0.005**<br>(2.28)      | 0.004**<br>(2.24)    |
| SIZE               | -0.007**<br>(-2.08)    | -0.009**<br>(-2.12)  | -0.015*<br>(-1.82)     | -0.016*<br>(-1.93)   |
| MB                 | -0.005<br>(-0.67)      | -0.006<br>(-0.71)    | -0.009<br>(-0.63)      | -0.010<br>(-0.67)    |
| AUDIT              | -0.026*<br>(-1.83)     | -0.032**<br>(-1.96)  | -0.073**<br>(-2.52)    | -0.074***<br>(-2.61) |
| LOSS               | 0.019***<br>(2.74)     | 0.016***<br>(2.62)   | 0.074**<br>(2.36)      | 0.073**<br>(2.34)    |
| LEV                | -0.081**<br>(-2.19)    | -0.087*<br>(-1.80)   | -0.183**<br>(-2.34)    | -0.189**<br>(-2.39)  |
| 年度虛擬變數             | Include                | Include              | Include                | Include              |
| 樣本數                | 131                    | 131                  | 131                    | 131                  |
| F 值                | 5.56***                | 5.49***              | 6.71***                | 6.68***              |
| 調整後 R <sup>2</sup> | 0.209                  | 0.211                | 0.189                  | 0.197                |

註:1.迴歸模型:

$$ABS(FR)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM(F\_OWN)_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 HORIZON_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 MB_{i,t} + \alpha_8 AUDIT_{i,t} + \alpha_9 LOSS_{i,t} + \alpha_{10} LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

2.括弧內為t值，\*\*\*、\*\*、\*分別表示雙尾檢定的P值小於1%、5%及10%顯著水準。相關變數定義，詳見表二。

## 陸、額外的測試與敏感度分析

### 一、家族成員擔任總經理對自願性財務預測揭露意願與揭露品質的影響

我們將家族企業分為家族成員擔任 CEO (*FAMILY\_CEO*)與外聘 CEO (*FAMILY\_NCEO*)兩類，並將家族的虛擬變數(*FAMILY*)拆解為*FAMILY\_CEO*與*FAMILY\_NCEO*兩者；另外，當家族變數使用*F\_OWN*時，我們也將家族持股變數(*F\_OWN*)拆解為*F\_OWN\_CEO*與*F\_OWN\_NCEO*兩者。

由表六 Panel A，Model 1 看出，*FAMILY\_CEO*的係數顯著小於0(係數為

-1.188,  $P < 0.01$ ), *FAMILY\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 -0.073,  $P > 0.10$ ); Model 2 看出, *F\_OWN\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.079,  $P < 0.01$ ), *F\_OWN\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 -0.008,  $P > 0.10$ ), 顯示家族企業財務預測的發佈意願小於非家族企業主要是來自於家族成員擔任 CEO 的家族企業。另一方面, Model 1 中 *FAMILY\_CEO* 與 *FAMILY\_NCEO* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.931,  $P < 0.01$ ); Model 2 中 *F\_OWN\_CEO* 與 *F\_OWN\_NCEO* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.791,  $P < 0.01$ ), 表示家族成員擔任 CEO 的家族企業財務預測發佈意願小於專業人士擔任 CEO 的家族企業。

由表六 Panel B, Model 1 看出, *FAMILY\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.167,  $P < 0.01$ ), *FAMILY\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 -0.081,  $P > 0.10$ ); Model 2 看出, *F\_OWN\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.081,  $P < 0.01$ ), *F\_OWN\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 -0.013,  $P > 0.10$ ), 顯示家族企業財務預測的發佈頻率小於非家族企業主要是來自於家族成員擔任 CEO 的家族企業。另一方面, Model 1 中 *FAMILY\_CEO* 與 *FAMILY\_NCEO* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.051,  $P < 0.05$ ); Model 2 中 *F\_OWN\_CEO* 與 *F\_OWN\_NCEO* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.734,  $P < 0.01$ ), 顯示相較於外聘 CEO 的家族企業, 家族成員擔任 CEO 發佈自願性財務預測的次數較少。

由表六 Panel C, Model 1 看出, *FAMILY\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.093,  $P < 0.05$ ), *FAMILY\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 0.026,  $P > 0.10$ ); Model 2 看出, *F\_OWN\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.020,  $P < 0.05$ ), *F\_OWN\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 0.007,  $P > 0.10$ ), 顯示家族企業財務預測的準確度大於非家族企業主要是來自於家族成員擔任 CEO 的家族企業。另一方面, Model 1 中 *FAMILY\_CEO* 與 *FAMILY\_NCEO* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -1.711,  $P < 0.10$ ); Model 2 中 *F\_OWN\_CEO* 與 *F\_OWN\_NCEO* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.501,  $P < 0.05$ ), 顯示相較於外聘 CEO 的家族企業, 家族成員擔任 CEO 發佈自願性財務預測的品質較好。

由表六 Panel D, Model 1 看出, *FAMILY\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.107,  $P < 0.05$ ), *FAMILY\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 0.021,  $P > 0.10$ ); Model 2 看出, *F\_OWN\_CEO* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.018,  $P < 0.05$ ), *F\_OWN\_NCEO* 的係數則不顯著 (係數為 0.005,  $P > 0.10$ )。另一方面, Model 1 中 *FAMILY\_CEO* 與 *FAMILY\_NCEO* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.281,  $P < 0.05$ ); Model 2 中 *F\_OWN\_CEO* 與 *F\_OWN\_NCEO* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.214,  $P < 0.05$ ), 顯示相較於外聘 CEO 的家族企業, 家族企業所發佈的財務預測較為保守。

綜合表六 Panel A 到 Panel D 的結果顯示，家族與非家族企業財務預測的差異主要來自於家族成員擔任總經理的家族企業(而非外聘的專業人士擔任總經理的家族企業)。此一實證結果顯示，家族成員擔任總經理使得家族成員更能獲得公司內部資訊，因而降低家族企業發佈財務預測的必要性；家族成員的參與管理也有助於家族成員控制財務預測的品質。雖然家族成員參與管理的家族企業傾向少發佈財務預測，但是一旦發佈，家族企業也會試圖降低財務預測誤差，或是避免發佈過於樂觀的財務預測，以免遭受財務預測不實導致聲譽的損失。

## 二、家族股權偏離對自願性財務預測揭露意願與品質的影響

由表二 Panel A 中亦看出，家族企業的控制權大多大於所有權，普遍存在股權偏離的情形。股權偏離愈大，權力鞏固效果愈強，而家族企業權力鞏固效果應會影響自願性財務預測的意願與品質。因此，為了測試權力鞏固效果對財務預測的影響，我們進一步將家族企業分為家族股權有偏離(*FAMILY\_CV*)與家族無股權偏離(*FAMILY\_NCV*)兩者，並將家族的虛擬變數(*FAMILY*)拆解為 *FAMILY\_CV* 與 *FAMILY\_NCV* 兩者；另外，當家族變數使用 *F\_OWN* 時，我們也將家族持股變數(*F\_OWN*)拆解為 *F\_OWN\_CV* 與 *F\_OWN\_NCV* 兩者。

由表七 Panel A，Model 1 看出，*FAMILY\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -1.471,  $P < 0.01$ )，*FAMILY\_CV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.877,  $P < 0.01$ )；Model 2 看出，*F\_OWN\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.098,  $P < 0.01$ )，*F\_OWN\_CV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.020,  $P < 0.01$ )，表示不論家族企業股權存有偏離或沒有偏離其財務預測的發佈意願均較小。另一方面，Model 1 中 *FAMILY\_NCV* 與 *FAMILY\_CV* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -1.737,  $P < 0.10$ )；Model 2 中 *F\_OWN\_NCV* 與 *F\_OWN\_CV* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -1.785,  $P < 0.10$ )，表示股權沒有偏離的家族企業財務預測的發佈意願較有偏離的家族企業低。

由表七 Panel B，Model 1 看出，*FAMILY\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.187,  $P < 0.01$ )，*FAMILY\_CV* 的係數亦顯著小於 0 (係數為 -0.076,  $P < 0.01$ )；Model 2 看出，*F\_OWN\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.101,  $P < 0.01$ )，*F\_OWN\_CV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.017,  $P < 0.01$ )，表示不論家族企業股權存有偏離或沒有偏離其發佈財務預測的頻率均較少。另一方面，Model 1 中 *FAMILY\_NCV* 與 *FAMILY\_CV* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -1.761,  $P < 0.10$ )；Model 2 中 *F\_OWN\_NCV* 與 *F\_OWN\_CV* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.269,  $P < 0.05$ )，表示股權沒有偏離的家族企業財務預測的發佈次數較有

偏離的家族企業低。

由表七 Panel A 與 Panel B 的結果顯示，相較於非家族企業，股權存有偏離或沒有偏離的家族企業其所發佈財務預測的意願較低且頻率較少，這是因為家族企業多將公司視為自身的產業，故較重視其長期的形象及聲譽，較不會短視近利，且傾向於不發佈財務預測避免因財務預測不實導致聲譽的損失。

由表七 Panel C, Model 1 看出，*FAMILY\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.089,  $P < 0.05$ )，*FAMILY\_CV* 的係數亦顯著小於 0 (係數為 -0.019,  $P < 0.05$ )；Model 2 看出，*F\_OWN\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.028,  $P < 0.05$ )，*F\_OWN\_CV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.006,  $P < 0.05$ )，顯示不論家族企業股權存有偏離或沒有偏離其所發佈財務預測的準確度均較高。另一方面，Model 1 中 *FAMILY\_NCV* 與 *FAMILY\_CV* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.063,  $P < 0.05$ )；Model 2 中 *F\_OWN\_NCV* 與 *F\_OWN\_CV* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -2.009,  $P < 0.05$ )，表示股權沒有偏離的家族企業財務預測的準確度較有偏離的家族企業高。

由表七 Panel D, Model 1 看出，*FAMILY\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.091,  $P < 0.01$ )，*FAMILY\_CV* 的係數亦顯著小於 0 (係數為 -0.024,  $P < 0.05$ )；Model 2 看出，*F\_OWN\_NCV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.031,  $P < 0.05$ )，*F\_OWN\_CV* 的係數顯著小於 0 (係數為 -0.005,  $P < 0.10$ )，顯示不論家族企業股權存有偏離或沒有偏離其所發佈的財務預測均較保守。另一方面，Model 1 中 *FAMILY\_NCV* 與 *FAMILY\_CV* 係數差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -1.818,  $P < 0.10$ )；Model 2 中 *F\_OWN\_NCV* 與 *F\_OWN\_CV* 係數亦差異顯著小於 0 ( $t$  值為 -1.917,  $P < 0.10$ )，表示股權沒有偏離的家族企業其財務預測較偏向保守的財務預測。

股權存有偏離的家族企業較可能存在權力鞏固效果，但是綜合表七 Panel A 到 Panel D 的結果顯示，無論股權是否存有偏離，家族企業的財務預測發佈意願都小於非家族企業，家族企業的財務預測品質也較非家族企業好，此一實證結果隱含，家族企業的權力鞏固效果對財務預測的影響較小，不論股權是否存有偏離，家族企業都會因為聲譽的因素傾向不發佈財務預測，一旦發佈，也會因為聲譽的考量降低財務預測的誤差與樂觀性。

表六 家族成員擔任總經理對自願性財務預測揭露意願與品質的影響

| 自變數                   | Panel A：依變數 OCCUR       |                       | Panel B：依變數 FREQ        |                       | Panel C：依變數 ABS        |                       | Panel D：依變數 FR          |                       |
|-----------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
|                       | Model 1:<br>FAM (dummy) | Model 2:<br>F_OWN (%) | Model 1:<br>FAM (dummy) | Model 2:<br>F_OWN (%) | Model 1:<br>FAM(dummy) | Model 2:<br>F_OWN (%) | Model 1:<br>FAM (dummy) | Model 2:<br>F_OWN (%) |
| Intercept             | -7.419***<br>(18.67)    | -7.238***<br>(16.58)  | -0.183***<br>(-2.37)    | -0.167**<br>(-2.05)   | 0.205***<br>(2.58)     | 0.226**<br>(2.01)     | 0.291**<br>(2.13)       | 0.306**<br>(2.21)     |
| FAMILY_CEO            | -1.188***<br>(15.29)    |                       | -0.167***<br>(-4.49)    |                       | -0.093**<br>(-2.32)    |                       | -0.107**<br>(-2.48)     |                       |
| FAMILY_NCEO           | -0.073<br>(0.86)        |                       | -0.081<br>(-1.05)       |                       | 0.026<br>(0.24)        |                       | 0.021<br>(0.33)         |                       |
| F_OWN_CEO             |                         | -0.079***<br>(13.10)  |                         | -0.081***<br>(-3.61)  |                        | -0.020**<br>(-2.49)   |                         | -0.018**<br>(-2.36)   |
| F_OWN_NCEO            |                         | -0.008<br>(0.47)      |                         | -0.013<br>(-1.39)     |                        | 0.007<br>(0.78)       |                         | 0.005<br>(0.57)       |
| 控制變數                  | Include                 | Include               | Include                 | Include               | Include                | Include               | Include                 | Include               |
| 年度虛擬變數                | Include                 | Include               | Include                 | Include               | Include                | Include               | Include                 | Include               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.208                   | 0.198                 | 0.214                   | 0.219                 | --                     | --                    | --                      | --                    |
| 調整後 R <sup>2</sup>    | --                      | --                    | --                      | --                    | 0.217                  | 0.215                 | 0.199                   | 0.196                 |
| 樣本數                   | 2,405                   | 2,405                 | 2,405                   | 2,405                 | 131                    | 131                   | 131                     | 131                   |

註:1.迴歸模型:

$$OCCUR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAMILY\_CEO(F\_OWN\_CEO)_{i,t} + \alpha_2 FAMILY\_NCEO(F\_OWN\_NCEO)_{i,t} + \alpha_3 INST_{i,t} + \alpha_4 BOSIZE_{i,t} + \alpha_5 BDIND_{i,t} + \alpha_6 RVOL_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 PROA_{i,t} + \alpha_{10} MB_{i,t} + \alpha_{11} AUDIT_{i,t} + \alpha_{12} LOSS_{i,t} + \alpha_{13} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$FREQ_{i,t} = EXP(\alpha_0 + \alpha_1 FAMILY\_CEO(F\_OWN\_CEO)_{i,t} + \alpha_2 FAMILY\_NCEO(F\_OWN\_NCEO)_{i,t} + \alpha_3 INST_{i,t} + \alpha_4 BOSIZE_{i,t} + \alpha_5 BDIND_{i,t} + \alpha_6 RVOL_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 PROA_{i,t} + \alpha_{10} MB_{i,t} + \alpha_{11} AUDIT_{i,t} + \alpha_{12} LOSS_{i,t} + \alpha_{13} LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ABS(FR)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAMILY\_CEO(F\_OWN\_CEO)_{i,t} + \alpha_2 FAMILY\_NCEO(F\_OWN\_NCEO)_{i,t} + \alpha_3 INST_{i,t} + \alpha_4 BOSIZE_{i,t} + \alpha_5 BDIND_{i,t} + \alpha_6 HORIZON_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 MB_{i,t} + \alpha_9 AUDIT_{i,t} + \alpha_{10} LOSS_{i,t} + \alpha_{11} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

式中:

FAMILY\_CEO = 家族成員擔任高階經理人之虛擬變數，若在第  $t$  年時家族成員有擔任董事長或總經理者為 1，其他為 0。

FAMILY\_NCEO = 家族企業外聘高階經理人之虛擬變數，若在第  $t$  年時家族企業外聘董事長或總經理擔任高階經理人者為 1，其他為 0。

F\_OWN\_CEO = 家族企業其家族成員擔任高階經理人之家族成員的持股總和。

F\_OWN\_NCEO = 家族企業外聘高階經理人之家族成員的持股總和。

2. Panel A 括弧內為 Wald  $\chi^2$  值，Panel B 括弧內為  $z$  值，其它括弧內為  $t$  值，\*\*\*、\*\*、\* 分別表示雙尾檢定的  $P$  值小於 1%、5%、10% 顯著水準。相關變數定義，詳見表二。

表七 家族股權偏離對自願性財務預測揭露意願與品質的影響

| 自變數                   | Panel A：依變數 OCCUR       |                       | Panel B：依變數 FREQ        |                       | Panel C：依變數 ABS         |                       | Panel D：依變數 FR          |                       |
|-----------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
|                       | Model 1:<br>FAM (dummy) | Model 2:<br>F_OWN (%) |
| Intercept             | -7.491***<br>(18.66)    | -7.265***<br>(16.83)  | -0.179**<br>(-2.22)     | -0.181***<br>(-2.31)  | 0.155***<br>(3.27)      | 0.178**<br>(2.54)     | 0.287***<br>(2.65)      | 0.292**<br>(2.07)     |
| FAMILY_NCV            | -1.471***<br>(21.05)    |                       | -0.187***<br>(-4.83)    |                       | -0.089**<br>(-3.49)     |                       | -0.091***<br>(-2.80)    |                       |
| FAMILY_CV             | -0.877***<br>(13.11)    |                       | -0.076***<br>(-4.53)    |                       | -0.019**<br>(-2.28)     |                       | -0.024**<br>(-2.15)     |                       |
| F_OWN_NCV             |                         | -0.098***<br>(11.09)  |                         | -0.101***<br>(-2.97)  |                         | -0.028**<br>(-2.27)   |                         | -0.031**<br>(-2.33)   |
| F_OWN_CV              |                         | -0.020***<br>(9.47)   |                         | -0.017***<br>(-2.17)  |                         | -0.006**<br>(-2.46)   |                         | -0.005*<br>(-1.74)    |
| 控制變數                  | Include                 | Include               | Include                 | Include               | Include                 | Include               | Include                 | Include               |
| 年度虛擬變數                | Include                 | Include               | Include                 | Include               | Include                 | Include               | Include                 | Include               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.217                   | 0.219                 | 0.205                   | 0.218                 | --                      | --                    | --                      | --                    |
| 調整後 R <sup>2</sup>    | --                      | --                    | --                      | --                    | 0.212                   | 0.214                 | 0.184                   | 0.193                 |
| 樣本數                   | 2,405                   | 2,405                 | 2,405                   | 2,405                 | 131                     | 131                   | 131                     | 131                   |

註：1.迴歸模型：

$$OCCUR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAMILY\_NCV(F\_OWN\_NCV)_{i,t} + \alpha_2 FAMILY\_CV(F\_OWN\_CV)_{i,t} + \alpha_3 INST_{i,t} + \alpha_4 BOSIZE_{i,t} + \alpha_5 BDIND_{i,t} + \alpha_6 RVOL_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 PROA_{i,t} + \alpha_{10} MB_{i,t} + \alpha_{11} AUDIT_{i,t} + \alpha_{12} LOSS_{i,t} + \alpha_{13} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$FREQ_{i,t} = EXP(\alpha_0 + \alpha_1 FAMILY\_NCV(F\_OWN\_NCV)_{i,t} + \alpha_2 FAMILY\_CV(F\_OWN\_CV)_{i,t} + \alpha_3 INST_{i,t} + \alpha_4 BOSIZE_{i,t} + \alpha_5 BDIND_{i,t} + \alpha_6 RVOL_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 PROA_{i,t} + \alpha_{10} MB_{i,t} + \alpha_{11} AUDIT_{i,t} + \alpha_{12} LOSS_{i,t} + \alpha_{13} LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$ABS(FR)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAMILY\_NCV(F\_OWN\_NCV)_{i,t} + \alpha_2 FAMILY\_CV(F\_OWN\_CV)_{i,t} + \alpha_3 INST_{i,t} + \alpha_4 BOSIZE_{i,t} + \alpha_5 BDIND_{i,t} + \alpha_6 HORIZON_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 MB_{i,t} + \alpha_9 AUDIT_{i,t} + \alpha_{10} LOSS_{i,t} + \alpha_{11} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

式中：

FAMILY\_NCV = 家族股權無偏離之虛擬變數，若在第  $t$  年時家族控制權與現金流量權相等者為 1，其他為 0。FAMILY\_CV = 家族股權偏離之虛擬變數，若在第  $t$  年家族控制權與現金流量權不相等者為 1，其他為 0。

F\_OWN\_NCV = 家族企業其家族股權無偏離之家族成員的持股總和。

F\_OWN\_CV = 家族企業其家族股權有偏離之家族成員的持股總和。

2. Panel A 括弧內為 Wald  $\chi^2$  值，Panel B 括弧內為  $z$  值，其它括弧內為  $t$  值，\*\*\*、\*\*、\* 分別表示雙尾檢定的  $P$  值小於 1%、5% 及 10% 顯著水準。相關變數定義，詳見表二。

### 三、Heckman迴歸估計

假說二樣本為有發佈自願性財務預測的樣本，為控制自願性財務預測發佈動機對自願性財務預測品質的影響<sup>11</sup>，並且避免樣本選擇性偏誤造成係數估計的偏誤，本研究採用 Heckman 兩階段迴歸估計法重新估計(3)式與(4)式。第一階段估計(1)式，求得各公司發佈財務預測的機率以及 Inverted Mill's Ratio (Lambda 值)，再將第一階段模型估計出的 Inverted Mill's Ratio (Lambda 值)，加入(3)式與(4)式迴歸式右邊的變數中。表八的結果與表五的結果大致相同，表示本文不存在選樣偏誤的問題。

表八 Heckman 迴歸估計

| 自變數                | 依變數: ABS               |                      | 依變數: FR                |                      |
|--------------------|------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|
|                    | Model 1<br>FAM (dummy) | Model 2<br>F_OWN (%) | Model 3<br>FAM (dummy) | Model 4<br>F_OWN (%) |
| Constant           | 0.184***<br>(2.66)     | 0.197***<br>(2.78)   | 0.293**<br>(2.11)      | 0.300**<br>(1.98)    |
| FAMILY             | -0.046**<br>(-2.53)    |                      | -0.052***<br>(-3.16)   |                      |
| F_OWN              |                        | -0.007***<br>(-2.83) |                        | -0.009**<br>(-2.39)  |
| INST               | -0.021**<br>(-2.34)    | -0.024**<br>(-2.41)  | -0.022***<br>(-2.88)   | -0.023***<br>(-2.95) |
| BOSIZE             | -0.099**<br>(-2.41)    | -0.100**<br>(-2.23)  | -0.058***<br>(-2.61)   | -0.063**<br>(-2.52)  |
| BDIND              | -0.078***<br>(-3.09)   | -0.076**<br>(-2.15)  | -0.108**<br>(-2.39)    | -0.106**<br>(-2.21)  |
| HORIZON            | 0.010**<br>(2.03)      | 0.009**<br>(1.99)    | 0.011**<br>(2.19)      | 0.015*<br>(1.76)     |
| SIZE               | -0.013**<br>(-2.17)    | -0.010**<br>(-2.34)  | -0.014***<br>(-2.82)   | -0.016**<br>(-2.47)  |
| MB                 | -0.008<br>(-0.74)      | -0.010<br>(-0.83)    | -0.011<br>(-0.95)      | -0.014<br>(-1.07)    |
| AUDIT              | -0.036*<br>(-1.92)     | -0.031**<br>(-2.08)  | -0.069***<br>(-2.57)   | -0.063**<br>(-2.29)  |
| LOSS               | -0.012**<br>(-2.19)    | -0.023***<br>(-2.72) | -0.076*<br>(-1.78)     | -0.080**<br>(-2.26)  |
| LEV                | -0.089***<br>(-2.67)   | -0.096*<br>(-1.94)   | -0.188**<br>(-2.39)    | -0.197**<br>(-2.47)  |
| Lambda             | -0.048<br>(-0.91)      | -0.053<br>(-0.89)    | -0.034<br>(-0.42)      | -0.036<br>(-0.35)    |
| 年度虛擬變數             | Include                | Include              | Include                | Include              |
| 樣本數                | 131                    | 131                  | 131                    | 131                  |
| F 值                | 5.35***                | 5.41***              | 6.36***                | 6.52***              |
| 調整後 R <sup>2</sup> | 0.216                  | 0.202                | 0.184                  | 0.186                |

註: 1. 迴歸模型:

$$ABS(FR)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAM(F\_OWN)_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 HORIZON_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 MB_{i,t} + \alpha_8 AUDIT_{i,t} + \alpha_9 LOSS_{i,t} + \alpha_{10} LEV_{i,t} + \alpha_{11} Lambda_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (10)$$

2. 括弧內為 t 值，\*\*\*、\*\*、\* 分別表示雙尾檢定的 P 值小於 1%、5% 及 10% 顯著水準。

3. Lambda 為 Inverse Mill's Ratio，其他相關變數定義，詳見表二。

11 本文在第一階段的迴歸式(1)中若與迴歸式(3)及(4)中有相同變數者均予以排除，排除的變數包括 FAM、SIZE、MB、AUDIT 及 LIT，然後重新執行第一階段並估計(1)式，求得各公司發佈財務預測的機率以及 Inverted Mill's Ratio (Lambda 值)，再將第一階段模式估計出的 Inverted Mill's Ratio (Lambda 值)，帶入(3)式及(4)式重新執行(3)式及(4)式。

#### 四、家族變數的內生性問題

本文的應變數為財務預測發佈的意願，以及財務預測的品質，主要自變數為家族企業的變數(包括家族企業虛擬變數與家族持股兩者)。家族企業的變數可能具有內生性的問題，因為家族成員可能根據公司的資訊透明度與揭露品質決定是否繼續持有股票。為了避免家族變數內生性的問題導致家族變數係數估計的偏誤，我們採用了兩階段迴歸重新執行迴歸模式(1)至迴歸模式(4)。第一階段的迴歸中，根據 Demsetz & Villalonga (2001)，我們首先將家族股權對企業規模、負債比率、市場風險及公司特定風險進行迴歸，並得到家族股權預測值(predicted value)<sup>12</sup>。第二階段的迴歸中，再將其家族股權的預測值帶入我們原本的實證模式中，表九的實證結果與表四與表五的結果相同，表示家族變數的內生性問題並不會造成係數估計的偏誤，故本文的結果尚稱穩健。

表九 家族持股對自願性財務預測之影響(兩階段最小平方法)

| Panel A: 家族持股對自願性財務預測意願之影響 |                      |                      |
|----------------------------|----------------------|----------------------|
| 自變數                        | 依變數: OCCUR           |                      |
|                            | Model 1              | Model 2              |
| Constant                   | -5.285***<br>(16.68) | -0.207**<br>(-2.52)  |
| Predicted value of F_OWN   | -0.028***<br>(16.93) | -0.016***<br>(-3.66) |
| INST                       | -0.025<br>(2.29)     | -0.023**<br>(-2.07)  |
| BOSIZE                     | 0.069**<br>(4.13)    | 0.053***<br>(2.82)   |
| BDIND                      | 0.906**<br>(3.65)    | 0.067<br>(1.52)      |
| RVOL                       | -0.203<br>(2.49)     | -0.183<br>(-1.36)    |
| SIZE                       | 0.157**<br>(3.78)    | 0.020**<br>(2.31)    |
| ROA                        | 0.029***<br>(6.83)   | 0.039***<br>(2.85)   |
| PROA                       | 0.027***<br>(7.65)   | 0.025**<br>(2.13)    |
| MB                         | 0.071***<br>(10.29)  | 0.054***<br>(2.87)   |
| AUDIT                      | -2.397***<br>(15.78) | -0.074*<br>(-1.83)   |
| LOSS                       | -0.062**<br>(4.39)   | -0.018**<br>(-2.25)  |
| LEV                        | 3.895***<br>(18.13)  | 0.232***<br>(3.79)   |
| 年度虛擬變數                     | Include              | Include              |
| 樣本數                        | 2,405                | 2,405                |

12 本研究根據 Demsetz & Villalonga (2001)方式，第一階段迴歸中，我們首先將家族股權對企業規模(SIZE)、負債比率(LEV)、市場風險(MRISK)及公司特定風險(FRISK)進行迴歸，迴歸結果中企業規模的係數顯著大於 0 (係數為 0.024,  $P < 0.01$ )；負債比率的係數顯著小於 0 (係數為-0.035,  $P < 0.01$ )；市場風險的係數顯著大於 0 (係數為 0.065,  $P < 0.05$ )；公司特定風險的係數顯著大於 0 (係數為 0.071,  $P < 0.1$ )，並計算出家族股權之預測值(predicted value)，再將家族股權之預測值帶入第二階段迴歸式。

表九 家族持股對自願性財務預測之影響-兩階段最小平方法(續)

| 自變數                         | 依變數：ABS   |         | 依變數：FR    |         |
|-----------------------------|-----------|---------|-----------|---------|
|                             | Model 1   |         | Model 2   |         |
| Constant                    | 0.201***  | (2.57)  | 0.305**   | (2.26)  |
| Predicted value of<br>F_OWN | -0.015*** | (-2.79) | -0.018**  | (-2.44) |
| INST                        | -0.027**  | (-2.43) | -0.028*** | (-3.01) |
| BOSIZE                      | -0.101**  | (-2.39) | -0.074*** | (-2.63) |
| BDIND                       | -0.079**  | (-2.17) | -0.111**  | (-2.14) |
| HORIZON                     | 0.019**   | (2.48)  | 0.017**   | (2.11)  |
| SIZE                        | -0.021**  | (-2.24) | -0.029    | (-1.57) |
| MB                          | -0.018    | (-0.85) | -0.023    | (-0.84) |
| AUDIT                       | -0.044**  | (-2.08) | -0.087*** | (-2.74) |
| LOSS                        | -0.028*** | (-2.75) | -0.079**  | (-2.45) |
| LEV                         | -0.099**  | (-2.03) | -0.202**  | (-2.52) |
| 年度虛擬變數                      | Include   |         | Include   |         |
| 樣本數                         | 131       |         | 131       |         |

註：1. 迴歸模型：

$$OCCUR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta F\_OWN_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 RVOL_{i,t} \quad (11)$$

$$+ \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 PROA_{i,t} + \alpha_9 MB_{i,t} + \alpha_{10} AUDIT_{i,t} + \alpha_{11} LOSS_{i,t} + \alpha_{12} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$FREQ_{i,t} = EXP(\alpha_0 + \alpha_1 \Delta F\_OWN_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 RVOL_{i,t} \quad (12)$$

$$+ \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 PROA_{i,t} + \alpha_9 MB_{i,t} + \alpha_{10} AUDIT_{i,t} + \alpha_{11} LOSS_{i,t} + \alpha_{12} LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

$$ABS(FR)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta F\_OWN_{i,t} + \alpha_2 INST_{i,t} + \alpha_3 BOSIZE_{i,t} + \alpha_4 BDIND_{i,t} + \alpha_5 HORIZON_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} \quad (13)$$

$$+ \alpha_7 MB_{i,t} + \alpha_8 AUDIT_{i,t} + \alpha_9 LOSS_{i,t} + \alpha_{10} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

2. Panel A 模型 1 之括弧內為 Wald  $\chi^2$  值，模型 2 之括弧內為 z 值；Panel B 模型 1、2 之括弧內為 t 值，\*\*\*、\*\*、\* 分別表示雙尾檢定的 P 值小於 1%、5% 及 10% 顯著水準。相關變數定義，詳見表二。

## 五、使用不同的家族定義測試假說

為了增加實證結果的穩健性，我們依據 Villalonga & Amit (2006)的作法，使用 8 種由寬鬆到嚴格的不同方式來定義家族企業。這些方式包括：(1)至少一位家族成員為高階管理階層、董事或前十大股東(此定義下，家族企業比例為 54.21%)，(2)家族的所有權最大(此定義下，家族企業比例為 52.09%)，(3)家族的所有權最大，且至少擁有 20%的投票權(此定義下，家族企業比例為 50.23%)，(4)家族的投票權最大(此定義下，家族企業比例為 49.28%)，(5)至少一位家族成員為董事或前十大股東(此定義下，家族企業比例為 47.39%)，(6)家族的投票權最大，且至少一位家族成員為高階管理階層及至少一位家族成員為董事(此定義下，家族企業比例為 45.64%)，(7)第二代後家族成員為高階管理階層、董事或前十大股東(此定義下，家族企業比例為 40.89%)，以及(8)家族的投票權最大，且至少擁有 20%的投票權，且至少第二代後家族成員至少一位家族成員為高階管理階層及至少一位家族成員為董事(此定義下，家族企業比例為 37.15%)。表十根據前述 8 種不同的家族企業定義重新執行(1)至(4)式的迴歸，家族的變數則同時使用家族虛擬變數與家族成員持股。表十顯示，根據不同家族定義實證結果大致與表四與表五一致，表示不同的家族企業定義不會影響本文的實證結果。

表十 使用不同家族企業的定義檢測假說

| 家族企業定義   | 家族企業<br>樣本比例 | 依變數: OCCUR           |                      | 依變數: FREQ            |                      | 依變數: ABS             |                     | 依變數: FR              |                      |
|--|--------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
|  |              | Model 1:             | Model 2:             | Model 3:             | Model 4:             | Model 5:             | Model 6:            | Model 7:             | Model 8:             |
|  |              | FAM(dummy)           | F_OWN(%)             | FAM(dummy)           | F_OWN(%)             | FAM(dummy)           | F_OWN(%)            | FAM(dummy)           | F_OWN(%)             |
| 定義一:至少一位家族成員為高階管理階層、董事或前十大股東                                     | 54.21%       | -0.701*<br>(2.97)    | -0.031**<br>(4.38)   | -0.045***<br>(-2.67) | -0.012**<br>(-2.44)  | -0.039**<br>(-2.18)  | -0.005**<br>(-2.26) | -0.029<br>(-1.19)    | -0.008<br>(-1.38)    |
| 定義二:家族的所有權最大   | 52.09%       | -0.742***<br>(10.85) | -0.024**<br>(4.55)   | -0.052***<br>(-2.81) | -0.013***<br>(-2.62) | -0.041<br>(-0.57)    | -0.007<br>(-0.98)   | -0.035**<br>(-1.97)  | -0.008*<br>(-1.86)   |
| 定義三:家族的所有權最大，且至少擁有 20% 的投票權                                      | 50.23%       | -0.552***<br>(15.27) | -0.049***<br>(10.16) | -0.049**<br>(-2.18)  | -0.010**<br>(-2.11)  | -0.034**<br>(-1.99)  | -0.007**<br>(-2.17) | -0.052***<br>(-3.95) | -0.006***<br>(-3.56) |
| 定義四:家族的投票權最大   | 49.28%       | -0.749***<br>(16.42) | -0.030**<br>(4.29)   | -0.043***<br>(-3.01) | -0.014***<br>(-2.59) | -0.046<br>(-1.04)    | -0.010<br>(-1.11)   | -0.053***<br>(-2.98) | -0.007***<br>(-2.65) |
| 定義五:至少一位家族成員為董事或前十大股東  | 47.39%       | -0.658**<br>(4.68)   | -0.027*<br>(3.02)    | -0.053<br>(-1.49)    | -0.008<br>(-1.37)    | -0.057***<br>(-2.75) | -0.006**<br>(-2.25) | -0.041*<br>(-1.91)   | -0.005**<br>(-2.07)  |
| 定義六:家族的投票權最大，至少一位家族成員為高階管理階層及至少一位家族成員為董事                         | 45.64%       | -0.549**<br>(4.31)   | -0.036***<br>(7.43)  | -0.037**<br>(-2.06)  | -0.009***<br>(-2.67) | -0.038**<br>(-2.23)  | -0.011**<br>(-2.37) | -0.035<br>(-1.47)    | -0.009<br>(-1.58)    |
| 定義七:第二代後家族成員為高階管理階層、董事或前十大股東                                     | 40.89%       | -0.658***<br>(12.51) | -0.041***<br>(8.79)  | -0.041<br>(-1.48)    | -0.011<br>(-1.61)    | -0.032<br>(-1.26)    | -0.008<br>(-1.71)   | -0.029**<br>(-2.31)  | -0.005***<br>(-2.83) |
| 定義八:家族的所有權最大，且至少擁有 20% 的投票權，且第二代後家族成員至少一位家族成員為高階管理階層及至少一位家族成員為董事 | 37.15%       | -0.725<br>(2.09)     | -0.029<br>(2.17)     | -0.043***<br>(-2.59) | -0.009***<br>(-3.12) | -0.051**<br>(-2.25)  | -0.006**<br>(-2.33) | -0.032***<br>(-3.09) | -0.004**<br>(-2.51)  |

註: 1. 模型1、2括弧內為Wald  $\chi^2$  值，模型3、4括弧內為z值，其它括弧內為t值，\*\*\*、\*\*、\*分別表示雙尾檢定的P值小於1%、5%及10%顯著水準。  
2. 各變數定義參見表二。

## 柒、結論

本研究以 2005 至 2007 年度台灣上市(櫃)企業為樣本，探討家族企業對自願性財務預測揭露意願及揭露品質的影響。實證結果顯示，相較於非家族企業，家族企業發佈自願性財務預測意願較低、發佈次數較少。此一實證結果可能隱含，家族成員親自參與公司的經營與長期持股可以降低家族成員與經理人間的資訊不對稱，家族成員自無須藉由財務預測的發佈降低資訊不對稱。實證結果也發現，雖然家族企業傾向少發佈財務預測，但是一旦發佈，家族企業發佈的財務預測準確度較高，財務預測的樂觀性較低。此一實證結果可能隱含，家族企業會試圖降低財務預測誤差，或是避免發佈過於樂觀的財務預測，以免遭受財務預測不實導致聲譽的損失。

我們再進一步探討家族成員擔任總經理及股權偏離對自願性財務預測揭露意願與揭露品質的影響。實證結果發現，家族與非家族企業對於財務預測的差異主要是來自於家族成員擔任總經理的家族企業，由專業人士擔任總經理的家族企業，家族的財務預測結果與非家族企業並無差異。此一結果顯示，由家族成員擔任總經理的家族企業，家族成員較了解公司的經營狀況，無須透過財務預測的發佈獲得公司內部資訊來降低資訊不對稱。另一方面，相較於非家族企業，股權存有偏離或沒有偏離的家族企業都會發佈較少的財務預測，財務預測品質也較好。由於股權存有偏離的家族公司家族權力鞏固效果較嚴重，此一結果家族權力鞏固效果不會影響財務預測。

本文與 Ali et al. (2007)探討的主題類似但不盡相同。Ali et al. (2007) 研究顯示，當公司面臨壞消息時，家族企業較會發佈財務預測，以避免訴訟成本。本文則未區分好消息與壞消息，平均而言，家族企業發佈財務預測的意願較低。對於壞消息公司而言，本文的結果與 Ali et al. (2007)不同，可能原因為美國的上市(櫃)公司面臨較高的訴訟成本，因此，績效不佳的公司為了避免訴訟風險，會透過財務預警提醒投資人，此一現象在家族企業更普遍，因為家族企業更關心訴訟所導致聲譽的損失，Ali et al.(2007)也據以推論家族企業面臨較小的代理問題。相對的，台灣上市(櫃)公司若不提供財務預警，面臨的訴訟風險較小，家族企業自無須透過發佈財務預測降低訴訟導致聲譽的損失。但是一旦發佈財務預測，若財務預測誤差過大可能會導致聲譽的損失，所以家族企業為了避免聲譽的損失，傾向不發佈財務預測。本文的實證結果雖然與 Ali et al. (2007)不同，但是不論我國與美國的上市(櫃)公司，我們都可以推論家族成員將公司視為可傳給後代的產業，較重視聲譽，發佈(或不發佈)財務預測對其聲譽的影響為發佈財務預測與否的重要決定因素。因此，本文與 Ali et al. (2007)

所獲得結論應無不同。

台灣上市(櫃)公司有許多家族企業，透過本研究，可瞭解家族與非家族企業所面臨的代理問題對於財務預測的影響，本研究的研究結果也具有政策意涵。我國在實行自願性財務預測制度後，財務預測資訊揭露的公司呈遞減之趨勢，主要原因為上市(櫃)公司為規避財務預測發佈不實而導致的法律責任，對於發佈財務預測資訊的態度過於消極。由於上市(櫃)公司普遍不願意發佈財務預測，投資人因而無法獲取較明確的估計資訊作為投資決策的依據。本研究的結果顯示，相較於非家族企業，家族企業更不願意發佈自願性財務預測，主要原因為家族企業因財務預測發佈不實所導致聲譽的損失更大。為了鼓勵公司發佈財務預測資訊，本研究建議主管機關可以制定相關法規降低財務預測不正確的法律責任，特別是針對家族企業的特性制定相關鼓勵措施，比如可參考美國作法增訂「避風港條款」，只要公司揭露財務預測時符合規定，則可受到避風港條款的保護。藉由避風港條款以鼓勵體質健全的家族企業在市場機制的監控下，積極揭露合理有用的財務預測資訊，提供給市場上投資人參閱。

### 參考文獻

- 林維珩、盧鎮璋，2005，股價對強制性財務預測反應之效率性研究，會計評論，第41期，頁53-75。
- 林嬋娟、黃怡娟，1996，經理人員自願性盈餘預測之產業內資訊移轉研究，台大管理論叢，第7卷第2期，頁171-196。
- 林于聖，2007，「強制性財務預測」政策改變對自願性盈餘預測之影響，台北大學會計研究所未出版碩士論文。
- 金成隆、林修葳與張永芳，1999，強制性財務預測誤差與盈餘管理關係：20%門檻限制影響之研究，中國財務學刊，頁59-96。
- 金成隆、林修葳與林憶樺，2000，臺灣上市電子公司研究發展費用與強制性盈餘預測關聯性之實證研究，管理學報，第17卷，第4期，頁713-740。
- 吳安妮，1993，臺灣經理人員主動揭露盈餘預測資訊內涵之實證研究，會計評論，第27期，頁76-107。
- 郭敏華，2005，信號資訊正實質資訊關係之探討-以自願性財務預測與內部人申報持股轉讓之聯合資訊為例，管理學報，第22卷第1期，頁45-61。
- 許崇源、朱全斌，2006，獨立董事及外部董事功能之研究，2006會計理論與實務研討會，東吳大學。

- 黃劭彥、鍾宇軒，2007，我國自願性財務預測資訊揭露流程與實施成效之探討，證券暨期貨月刊，第 25 卷 5 期：頁 5-18。
- 劉毅馨，2007，財務預測宣告前之私有資訊交易及影響因素，國立台灣大學會計學研究所博士論文。
- 康榮寶，1994，強化財報品質健全股票市場--財務報表與資訊中介，會計研究月刊，第 108 期：頁 94-98。
- 康榮寶、張仕奇，1995，預測機制三缺一球員頂替兼裁判--如何提昇我國財務預測市場機制之監督力量，會計研究月刊，第 140 期，頁 17-22。
- 蘇裕惠、陳蕃旬，2001，財務預測準確度：財務預測更新與盈餘管理，2001 年會計理論與實務研討會，政治大學。
- Ali, Ashiq; Chen, Tai-Yuan; Radhakrishnan, Suresh. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44(1-2): 238-286
- Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22 (Autumn): 425-444.
- Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 43(3): 343-376.
- Atiase, R. K. 1985. Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 23 (Spring): 21-36.
- Anderson, R., and D. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58(3): 1301-1328.
- Beasley, M.S., 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71: 443-465.
- Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer A. 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58(5): 2167-2202.
- Bushee, B. J. and Noe, C. F. 2000. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research* 38:

171-202.

- Cheng, Q. and K. Lo. 2006. Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research* 44(4): 815-848.
- Choi, J. H. and D. A. Ziebart. 2000. A reexamination of bias in management earnings forecasts. *Working paper*, Hong Kong University of Science and Technology.
- Claessen, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporation. *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Chittoor, R. and R. Das. 2007. Professionalization of management and succession performance-a vital linkage. *Family Business Review* 20(1): 65-80.
- Craswell, A.T., and S.L. Taylor. 1992. Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis. *Journal of Business Finance and Accounting* 19 (2) : 295-308.
- Demsetz, H. and B. Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7: 209-233.
- Diamond, D., 1985. Optimal release of information by firms. *Journal of Finance* 40(September): 1071-1094.
- Dempsey, S. 1989. Predisclosure information search incentive, analyst following, and earnings announcement price response. *The Accounting Review* 64(October): 748-757.
- Elliott, R. K., and P. D. Jacobson. 1994. Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting Horizons* 8(4): 80-96.
- Faccio, Mara. and Larry H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.
- Frankel, R. M., M. McNichols, and G. P. Wilson. 1995. Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review* 70(January): 135-150.
- Francis, J. D., D. Philbrick, and K. Schipper. 1994. Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 32: 137-164.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1995. Compensation policy and investment opportunity set. *Financial Management* 24: 19-31.

- Glosten, L., and P. Milgrom. 1985. Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics* 13: 71-100.
- Grossman, S. 1981. The role of warranties and private disclosure about product quality. *Journal of Law and Economics* 24(3): 461-483.
- Healy, P., and K. Palepu. 1993. The effects of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7(1): 1-11.
- Healy, P., A. Hutton, and K. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* (Fall): 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(1-3): 405-440.
- Hutton, A. 2005. Determinants of managerial earnings guidance prior to regulation fair disclosure and bias in analyst' earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research* 22(4): 867-914.
- Ho, S. S. M. and Wong, K. S. 2001. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 10: 139-160.
- Hossain, M., M. H. B. Perera., and A. R. Rahman. 1995. Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies. *Journal of International Financial Management & Accounting* 6(1): 69-87.
- Jensen, M. C., W. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kaeamanou, I., and N. Vafeas. 2005. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research* 43(3): 453-486.
- Kaszniak, R., and B. Lev. 1995. To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting Review* 70(January): 113-134.
- La porta, R., F. Lopez De Silanes, A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54: 471-517.

- Lang, M., Lundholm, R. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 (2): 246-271.
- Matsumoto, E. 2002. Management's incentive to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77(3): 483-514.
- Michael, F. and A. Smith. 1992. The accuracy of profits forecasts in initial public offering prospectuses. *Accounting & Business Research* 22(Summer): 239-247.
- Miller, G. 2002. Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research* 40(1): 173-204.
- Narayanan, R., 2000. Insider trading and the voluntary disclosure of information by firms. *Journal of Banking and Finance* 24(3): 395-425.
- Noe, C., 1999. Voluntary disclosures and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics* 27(3): 305-326.
- Penman, S. H., 1980. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 18(January): 132-160.
- Penman, S. H., 1982. Insider trading and the dissemination of firms forecast information. *Journal of Business* 55: 479-503.
- Richardson, S., S. H. Teoh., and P. Wysocki. 1999. Tracking analyst's forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? *Working Paper*, University of Michigan at Ann Arbor.
- Rogers, J., and P. Stocken. 2005. Credibility of management forecasts. *Accounting Review* 80: 1233-1260.
- Skinner, D. J., 1994. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research* 32(1): 38-59.
- Skinner, D.J., 1997. Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics* 23:249-282.
- Steier, L. 2007. New venture creation and organization: a familial sub-narrative. *Family Business Review* 60 (1): 107-109.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*

32: 263-92.

- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80: 85-117.
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44: 619-656.
- Williams, P.A., 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. *The Accounting Review* 71: 103-115
- Wooldridge, J. M., 2002. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, IL.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family controls and corporate governance : Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2: 21-48.