

影響會計師懲戒對簽證客戶資訊蔓延效果 之因素

黃劭彥

國立中正大學會計與資訊科技學系教授

卓佳慶*

國立中正大學會計與資訊科技學系助理教授

蔡昀瑾

國立中正大學會計與資訊科技學系碩士

林琦珍

國立臺北商業大學會計資訊系助理教授

摘要

本文透過事件研究法分析會計師受懲戒處分之後，該會計師個人之其他簽證客戶的資訊蔓延效果，主要深入探討懲戒特性的影響。實證結果顯示累積異常報酬顯著為負，支持會計師懲戒存在負向的資訊蔓延。而在宣告日與事件日的時間差為三年以內時，可進一步發現會計師屬於產業專精及四大會計師事務所時，對累積異常報酬之影響顯著為負，表示會計師的專業性及聲譽受懲戒而傷害時，連帶對其他簽證客戶的股價會有明顯的負面影響。同時，懲戒程度與懲戒次數也為負向顯著，表示懲戒的嚴重程度將會影響投資人對股價的評估。整體結果支持懲戒案件的公告具有資訊蔓延效果且受特定因素影響，此外本文進行多項敏感性測試，同樣支持原本之推論。

關鍵詞：會計師懲戒、蔓延效果、累積異常報酬

*作者在此感謝匿名審稿委員的建議與指導。

The Influential Elements of Contagion Effect of Auditor Sanction on Client Stock Price Reactions

Shaio-Yan Huang

Professor, Department of Accounting and Information Technology, College of
Management, National Chung-Cheng University

Chia-Ching Cho

Assistant Professor, Department of Accounting and Information Technology,
College of Management, National Chung-Cheng University

Yun-Jin Tsai

Master, Department of Accounting and Information Technology, College of
Management, National Chung-Cheng University

Chi-Chen Lin

Assistant Professor, Department of Accounting Information, College of Business,
National Taipei University of Business

Abstract

This study adopts event study to explore the contagion effect on the audit clients' value following the auditor sanction, and then further analyzes the consequences of sanction characteristics. The results show that four independent variables, including industry specialization, big-4 status, degrees of sanctions and number of sanctions, are negatively associated with cumulative abnormal returns, when the duration between event day and announcement day is shorter than three years. It suggests that the contagion effect of Auditor Sanction to others' client stock price is present in Taiwan. Finally, various sensitivity tests are conducted and the results are consistent.

Keywords : *Auditor Sanction, Contagion Effect, Cumulative Abnormal Return*

壹、緒論

資本市場蓬勃發展的股份有限公司，採經營權與所有權分離之設計，使經理人與股東之間存在代理問題。為求減低代理問題，具資訊優勢的經理人，可尋求會計師的審計服務，提供確認後的財務資訊給外部投資人(戚務君 2011)。因此，解決代理問題是審計自願性需求的主要來源。同時各國法令強制上市櫃公司的財務報表，需經由會計師執行審計簽證，直接賦予會計師具有確保公司財報正確性之責。Chow (1982)與 Beatty (1989)的實證結果，即支持會計師查核財務報表，確實具有經濟價值。不過近來國內外知名公司接連發生弊案，如美國的恩隆(Enron)與世界通訊(WorldCom)、台灣的皇統與博達等，這些財務報表不實的弊案，使會計師的獨立性與聲譽受到質疑，更引起投資人對審計品質之重視。

在審計市場中，會計師為確保賺取經濟準租，將盡力維持其聲譽與簽證品質，以達到留住客戶及收取較高公費之機會。Watts and Zimmerman (1986)及 Francis and Wilson (1988)就指出，提升審計品質有助於會計師聲譽之建立。反之，當資本市場發生財務舞弊造成會計師聲譽受創時，其簽證客戶的股價將連帶受到負面影響(Firth 1990; Franz, Crawford and Johnson 1998)。2001年美國發生恩隆弊案，Chaney and Philipich (2002)發現恩隆的簽證會計師事務所(Arthur Andersen, 簡稱 AA)被揭露私下銷毀相關書面證據時，AA 的其他客戶股價顯著下跌，再次驗證會計師聲譽受傷害時，將使市場修正對其簽證客戶股權的評價，即存在負向的蔓延效果。Easley and O'Hara (2004)與 Leuz and Verrecchia (2004)均指出，資訊風險是影響權益資金成本的要素。當會計師善盡其審計查核，將提高財務報表公信力與減低資訊不對稱，就可使投資人所面臨的資訊風險越低。進一步連結會計師聲譽與財務資訊攸關性，聲譽較佳的會計師，其簽證客戶的盈餘反應係數較高，即盈餘與股價間的連結較強(Francis and Ke 2006; Teoh and Wong 1993)。不過 Nelson, Price and Rountree (2008)的研究則發現，AA 其他簽證客戶的股價負面影響，僅集中於資訊科技產業，且其盈餘反應係數與非 AA 簽證公司相比並無顯著差異。

我國則有陳立偉 (2009)提出，投資人可經由媒體揭露會計師聲譽之負面消息，推論該會計師所查核客戶之財務資訊品質也不佳，即降低對該會計師審計品質的認知，進而修正其簽證客戶的股價。劉嘉雯 (2004)探討匯豐證券事件，官月緞與張家豪 (2010)探討力霸弊案，均依 Wallace (1980)審計自願性需求之資訊假說，推論會計師的聲譽受傷害時，其簽證客戶的股價將會下跌。這都是從資訊提供的角度，連結會計師聲譽與審計品質，最終連動投資人的決策與股價的修正。

對於會計師聲譽的傷害，除了財務弊案所引發的疑慮，另一種更直接的衝擊是會計師受到處罰，這包含違法時的司法起訴與判決，或違反主管機關行政規定時的懲戒。林志潔與林孝倫 (2010)回顧台灣的法律判決，指出課予會計師負擔簽證不實財報民刑事責任的機率偏低，加上法律訴訟程序繁複，故本文以會計師遭懲戒對聲譽的傷害為研究主體。過去的研究結果(Wilson and Grimlund 1990; Dee, Lulseged and Zhang 2011; 洪玉舜與顏信輝 2010)發現懲戒案件之宣告，其他簽證客戶之股價將會下修，即資訊風險觀點下，會計師聲譽因懲戒受傷害，其簽證顧客將產生股價蔓延之效果。仔細比較懲戒之案例，發現不同懲戒案件存在差異，例如懲罰的強弱、受懲戒的頻率、受懲戒者原本的聲譽高低等，這些可能會影響股價蔓延效果的大小。但是過去的文獻則鮮少有深入的分析¹，這形成本文的研究動機。以下，詳細說明本文所要討論的四項懲戒案件特性。

首先，會計師行業具有高度專業性，過去文獻發現會計師產業專精(industry specialization)有助審計人員提升財報的品質(Romanus, Maher and Fleming 2008)，以及產業專精相對於非產業專精，較能賦予財務報表更好的確定性(Craswell, Francis and Taylor 1995; Beasley, Carcello and Hermanson 2000)。實務上，會計師事務所定期持續培訓查核人員之專業知識，審計部門也趨向以產業分組，因此會計師之產業知識及經驗有助查核績效之提昇(姜家訓與楊雅雯 2005)。然而，此種較為專精的會計師若被懲戒，即意味主管機關認定此類產業專精會計師提供服務時有所瑕疵，投資者得知此懲戒處分之宣告時，對於專精會計師之信賴程度下修的強度，將導致公司股價可能受到修正的幅度。故此項特性，為值得探討之重要議題。

第二，我國會計師產業結構與歐美國家類似，存在大型與為中小型會計師事務所的雙重市場結構(dual market structure)。四大與非四大之間的聲譽，存在一定之差異；且同一事務所內，個別會計師之審計品質亦不相同(劉嘉雯 2004; 李建然與陳政芳 2004)。劉嘉雯 (2004)的研究就發現，在匯豐證券事件爆發時，其簽證會計師個人之客戶股票，於事件期間的負累積異常報酬幅度，超過該事務所其他會計師之客戶股票的負累積異常報酬幅度。這表示投資人對審計品質的疑慮，主要來自於會計師個人，但其所屬事務所也會受到牽連。因此本文以會計師是否為產業專精，來代理會計師個人層級的聲譽效果，然後再依據文獻考量會計師所屬事務所是否為四大，來代理事務所層級的聲譽效果。同時考量個人與事務所兩個層級，有助於完備本文探討懲戒特性對股價蔓延的影響。

¹ 林欣怡 (2009)曾討論懲戒程度，對會計師簽證客戶股價之影響。

第三，國內會計師的懲戒處分，依重大程度可分為除名、停業、申誡、警告四種。藉由懲戒輕重差異的探討，能提供會計師專業在執行業務時的重要參考。以期在法律責任逐漸提昇之時，透過對會計師責任高低對資本市場影響之分析，能有助於提醒會計師善盡職責，並降低執行業務時的法律責任風險。

第四，我國曾有多位會計師遭受多次懲戒嚴重者導致停業，懲戒次數更多達五、六次，最後甚至除名，其中還不乏四大會計師事務所的執業會計師。過去研究(Sanders, Allen and Korte 1995; Krishnan, Krishnan and Stephens 1996; Becker, DeFond and Jiambalvo 1998; Hackenbrack, Jensen and Payne 2000)多以會計師事務所規模(四大與非四大)作為審計品質之代理變數，實證結果普遍認同四大會計師事務所的審計品質越高。然而，過去被認定為審計品質較高的事務所，卻仍舊出現會計師遭受主管機關懲戒的案件，甚至出現被懲戒多次的情況。投資者對於傷害聲譽的懲戒資訊，是否會因為懲戒次數累積較多，而加強認定此會計師的審計品質不佳，進而大幅下修該會計師其他簽證客戶之股價；或者投資人對懲戒處分的宣告，只會日趨疲乏，造成對其他簽證客戶股價之改變不明顯。這項問題在過去文獻中，也相當缺乏，故值得詳加討論。

綜上所述，本文的主要研究目的，是要針對會計師個人受懲戒案件之特性，包含懲戒程度與次數，再考量會計師個人的產業專精，以及會計師所屬不同事務所的聲譽效果，深入分析這些特性對懲戒造成簽證客戶股價的資訊蔓延之影響。

本文以民國 94 至 100 年，共計 7 年，於行政院公報所揭露的會計師懲戒資訊為樣本來源。經實證分析後發現，懲戒公布日與受懲戒案件發生日之時間差距相近時，即定義為短時間差($DURATION \leq 3$)的次樣本中，四項特性均與懲戒案件宣告的累積異常報酬有關。當受懲戒會計師屬於產業專精與四大會計師事務所，股價蔓延效果較強。表示原市場聲譽較佳者受到懲戒之後，將使投資人大幅修正，對該會計師簽證客戶財務資訊的信賴。同時，懲戒程度越強與懲戒次數越多，也有將強的股價蔓延效果。至於在長時間差($DURATION > 3$)的次樣本中，是否屬於四大事務所與懲戒嚴重性，則與累積異常報酬不具有顯著關聯。這表示懲戒公布日與案件日之間隔拉長之時，部分特性對投資人下修其他簽證客戶股價的影響會降低。此外本文進行多項敏感性測試，其結果皆與原結果相近，支持本文推論之穩固。

本文具有以下幾項貢獻：(1) 研究期間涵蓋 7 個年度，27 位會計師受懲戒之案件，有別過去針對於單一事件的文章(例如：劉嘉雯 2004；官月緞與張家豪 2010)，提供更具外部有效性之論證。(2) 影響股價蔓延之因素包含四項，

有別於過去只著重部分懲戒特性的文獻(例如：林欣怡 2009；洪玉舜與顏信輝 2011)，提供更具廣度之研究成果。(3) 有別過去之文獻，本文發現懲戒宣告日與事件日的時間差距，對於資訊蔓延效果有影響，當時間差超過 5 年時，懲戒資訊的累積異常報酬將由負轉正，佐證資本市場對於資訊的判斷力會受到時間經過而降低。

本文整體結構，除本節緒論之外，其餘依序如下：下一節介紹審計需求、資訊假說與股價蔓延等相關文獻，並建立本研究之假說。第參節說明樣本及研究方法，第肆節彙整實證結果，最後第伍節為結論與建議。

貳、文獻回顧及假說建立

Wallace (1980)首先指出企業對審計自願性需求之來源有三，主要分為代理/監督假說、保險假說與資訊假說，後繼 Chow and Rice (1982)與 Simunic (1990)也支持相同之看法。首先，代理/監督假說，主要起源於經理人與股東間目標不一致的代理問題。經理人在考量其自身之成本與效益後，會有動機約束其行為，並讓外部投資人可以監督。一般常見的方式為提供有關公司經營績效之財務報表，並以財務數字做為獎酬基礎(Jensen and Meckling 1976)。而為使所提供的財務報表可以取信於外部人，將聘用獨立會計師進行審計簽證，這就是代理/監督假說的主要觀點。由於具有資訊優勢的內部經理人，可以尋求會計師的審計服務，向資訊弱勢的外部投資者，提出允當表達的財務績效來滿足其所需(戚務君 2011)。對於資訊傳遞在代理/監督假說扮演重要角色，故與後續提到的資訊假說常連結在一起。第二，保險假說，則是推論當企業的財務報表是經會計師查核，投資人會以信賴財務報表的公開資訊卻蒙受損失為由，向會計師提起訴訟而獲得賠償，因此對審計產生需求(Kellogg 1984; Stice 1991)。第三，資訊假說，則是指投資人在制定投資決策時，會需要企業的經營績效與財務狀況等資訊。當財報經會計師查核，將提高資訊品質而有利其投資決策，因此對審計產生需求。此外，資訊假說也延伸至會計師選擇或更換的議題上，例如：擁有私有資訊的經理人，可能藉由會計師之選擇，做為發布訊息的工具(Datar, Feltham and Hughes 1991)。

對於會計師遭受懲戒後，先從代理/監督假說的觀點來看，會計師所提供監督經理人的審計價值將會喪失，並使代理問題加劇，同時會計師聲譽受損的蔓延效果將導致其所屬簽證客戶的股價下跌。而從保險假說的觀點，會計師受懲戒的案件本身，可能涉及查核不實的損害賠償，對投資人發揮其主要的功能。但對於其他簽證客戶來說，可獲得賠償的份額減少，也就是保險功能減低，則同樣使投資人向下修正其他簽證客戶之股價。最後的資訊假說觀點，則認為會

計師受懲戒，將減低其查核品質的信賴，則審計服務的低品質，成為投資人評估相關公司股價的新資訊，故也會造成向下修正其他簽證客戶股價的結果。劉嘉雯 (2004)探討匯豐證券事件，官月緞與張家豪 (2010)探討力霸弊案，均從代理/監督、保險與資訊假說推論會計師聲譽的受傷害時，其簽證客戶的股價將會下跌。此外，Easley and O'Hara (2004)與 Leuz and Verrecchia (2004)也指出，資訊風險是影響公司權益資金成本的重要因素。而審計在資本市場中扮演著降低資訊不對稱及提高財務報表公信力的角色，亦即審計品質越佳，投資人所面臨的資訊風險越低。整體來說，審計品質於資本市場中是被訂價的，同時資本市場對於審計品質的看法確實影響股價，進而產生蔓延效果。

故本文主要從資訊假說(資訊風險)的論點，進一步探討此會計師懲戒引起的股價蔓延效果，可能會受到那些因素的影響。因為以往文獻多探討懲戒處分後對於會計師審計品質之影響，雖有少數分析懲戒之經濟後果(資本市場對股價之反應)，但過去研究大多以單一事件作探討²，僅就單一事件雖可清楚分析特定事件對於資本市場之影響，難免欠缺完整性。而以整體市場進行實證分析的幾篇文獻(林欣怡 2009；王俐雯 2009；陳立偉、楊清溪與顏志達 2009；洪玉舜與顏信輝 2010)，對於懲戒案件特性的分析，多屬單一面向之討論，如僅針對懲戒程度區分或是否有會計師輪調。以下對本文所分析影響蔓延效果的四項懲戒特性因素進行詳細的說明，並依此建立假說。

一、產業專精

會計師的專業能力涵蓋查核技術、法規知識、溝通技巧與產業知識等，其中對於查核屬於特定產業的財務報表最有助益者，主要仰賴隨查核經驗而累積學習的產業知識。Solomon, Shields and Whittington (1999)即將產業專精定義為「經過專門訓練且對該產業具豐富經驗之會計師」。Reichelt and Wang (2010)認為產業專精會計師有較完備的產業查核實務經驗，以及可維繫得來不易的聲譽資產，因此具有較佳的審計品質。Craswell et al. (1995)與Beasley and Petroni (2001)均指出產業專精會計師相較於非產業專精會計師，其產業專精能力有助提升公信力，具有產業專精之會計師被視為擁有較佳的發現問題能力。陳耀宗、劉若蘭與林坤霖 (2003)也指出產業專精會計師在審計品質、客戶滿意度與審計公費，均較非產業專精者來得高。

這些文獻都認同具有特定產業專業知識的會計師，能提供更高品質的審計服務。然而，此類會計師一旦遭受懲戒，投資大眾基於對產業專精與審計品質的連結，將大幅修正對產業專精會計師的期待與信賴，進而對該會計師所提供

² 例如：陳宗成 (2006)以博達事件為研究，官月緞與張家豪 (2010)以力霸事件為研究。

的財務報表簽證產生疑慮。此即資本市場對負面資訊的反應，同時也反映會計師對減低代理問題與提供外部監督的疑慮。陳立偉 (2009)實證發現當會計師出現負面資訊時，受該會計師查核客戶之股價將普遍下跌。因此，產業專精會計師受懲戒時，審計品質的信賴大幅下修，使其個人所簽證客戶之財務報表品質連帶受到懷疑，投資人修正對這些公司股權評價的幅度將高於非產業專精會計師所查核者。故在會計師個人層級的特性部分，本文推論假說一如下：

假說一：在個別會計師懲戒的資訊被公佈時，產業專精會計師相較於非產業專精者遭受懲戒，投資人對該會計師個人所簽證其他公司，進行股價下修之幅度較高。

二、四大會計師事務所

Krishnamurthy, Zhou and Zhou (2006)指出，對於會計師事務所而言，保持高品質的聲譽是最重要的。過去研究也顯示聲譽對於會計師個人或其事務所皆屬相當重要的，因為公司股東需依賴會計師才能確保財務報表的可靠性 (Balvers, McDonald and Miller 1988; Beatty 1989)。Becker et al. (1998)與 Reynolds and Francis (2000)的研究證實前六大會計師事務所所有較優越的知識，且為了維護事務所的聲譽，會有較高的動機與誘因去發現並揭露公司的盈餘管理行為。基於四大會計師事務所具有較高之審計聲譽，因而其審計失敗所面臨之風險與損失亦較為可觀，故提供審計服務將會更為謹慎，以避免簽證會計師事務所因賠償投資人而面臨財務困難，或涉及財務舞弊而遭受主管機關懲戒。

對於四大會計師事務所查核之財務報表，過去研究皆顯示擁有較好的審計品質 (Simunic and Stein 1987; 李文智 1995; 張文瀾 2001)，即提供財務報表是允當表達的高度確定。Wang, Liu and Chang (2011)探討2000年在台灣屬於五大之一的致遠會計師事務所與非五大的榮聰會計師事務所合併，實證發現合併後，客戶裁決性應計數顯著降低，代表審計品質提升。此文除支持大型事務所維護聲譽而有較高的審計品質外，也驗證DeAngelo (1981)提出的事務所規模擴大，可降低對單一客戶的經濟依賴度，進而具有較高的獨立性與審計品質之論點。雖然Khurana and Raman (2004)曾指出在美國與其他英美法系國家之四大會計師事務所均有較高的審計品質，其中法律責任高低的影響比維護聲譽更高，但四大事務所與高審計品質的正向關聯不變，只是增加不同因素的影響。

一旦會計師的聲譽受到傷害時，投資人將反映對其簽證客戶財報品質的疑慮，進而重新調降對相關公司的評價。以美國恩隆弊案爆發時為例，當時其簽證會計師事務所Arthur Andersen(簡稱AA)所查核之其他公司，受到AA與弊案關聯性提高而股價受到市場調降，出現顯著之異常報酬(王詩緯 2003)。臺灣於民

國90年7月2日爆發匯豐證券無預警向台灣證券交易所申請停業之重大事件，劉嘉雯 (2004)分析此事件後，發現負責匯豐證券財報查核的會計師事務所的其他上市櫃簽證客戶之股價，在該停業事件發生時呈現顯著負向的累計異常報酬，證明會計師聲譽與審計報告品質高低有關，且投資人會採用此資訊來重新評價。Weber, Willenborg and Zhang (2008)針對德國ComROAD AG公司於2001年發生虛增營收的財務舞弊，研究發現其所委任之事務所(KPMG)的其他簽證客戶有平均3%的負向累積股票報酬，雖然當時德國屬於股東訴訟風險相對較低的國家，因此支持會計師聲譽、審計品質與財務資訊之間的緊密關係。

Skinner and Srinivasan (2012)則分析日本佳麗寶公司於2006年發生一連串財務弊端，其簽證會計師事務所(ChuoAoyama，屬於PwC在日本的會員所)之其他簽證客戶有超過四分之一解除對該事務所的委任，以避免遭受牽連。該文進一步發現，公司規模越大、成長性越高者，越傾向解除委任聲譽受影響的會計師事務所。此研究結果，同樣支持了聲譽與審計品質的關連性。此外，Wallace (1980)指出的保險假說，則強化大型會計師事務所在資本市場的保險功能。劉嘉雯 (2003)依此保險假說，論證會計師事務所的規模愈大，未來面對審計失敗發生時的賠償能力愈高。當審計失敗發生時，投資人較可能獲得大事務所的賠償，則對其簽證客戶的股權價值有較高的評價。

整體來說，當會計師因審計失敗發生使聲譽受到損害時，投資人基於聲譽與審計品質的連結，將對會計師所提供的財務報表簽證品質產生疑慮，進而修正對相關公司股權的評價。而當會計師屬於原本具有較高聲譽價值的四大會計師事務所時，一旦出現聲譽受損的負面情況，將使投資人對原本對高審計品質的認知做反向的修正。同時因其屬於審計市場佔有率較高的事務所，更容易受到資本市場的關注，這將增強投資人對其簽證顧客股價的下修幅度。我們從過去文獻發現，當四大會計師事務所面臨舞弊事件時，資本市場將顯著的調降其所簽證客戶的股價，呈現顯著的負向異常報酬，並無因為其原本之高聲譽而減低對其審計品質之疑慮。而財務舞弊之外，會計師遭受懲戒處分時，同樣會傷害其在審計市場的聲譽，而屬於四大事務所的會計師遭受懲戒的市場反應也更加明顯。因此本文預期受懲戒會計師屬於四大會計師事務所時，投資人修正對相關公司股權評價的幅度，將高於非四大事務所的會計師。故在會計師所屬事務所層級的特性部分，本文推論假說二如下：

假說二：在個別會計師懲戒的決策被公佈後，遭受懲戒之會計師，其屬於四大會計師事務所相較於非四大會計師事務所，投資人對該會計師個人所簽證其他公司，進行股價下修之幅度較高。

三、懲戒程度

會計師遭受主管機關處分，投資大眾基於原本對會計師的審計需求與信賴，將對審計品質存疑。俞洪昭、戚務君與李承易 (2000)分析影響我國會計師懲戒程度高低的原因，發現會計師提供財務簽證有疏失時會給予較重的處分，但會計師所屬事務所的型態與當時出具的查核意見則無影響。同時，被懲戒的疏失原因，則包含無會計師綜合性結論、缺乏足夠之查核證據、未取得客戶聲明書或日期有誤以及未確實參與現金盤點等最為常見。而洪玉舜與顏信輝 (2011)討論懲戒後會計師簽證的保守性(以裁決應計數衡量)是否受到懲戒程度的影響，實證發現懲戒程度是影響後續年度會計師簽證保守性的重要因素。可見懲戒依據會計師疏失嚴重與否，以及影響的範圍，將使處分大小有所差異，最嚴重為除名，其次依序為停業、申誠、警告與罰鍰等處分。當會計師遭受停業甚至除名等較嚴重處分，其簽證客戶遭到市場懲罰而導致股價下修，與資本市場對主管機關處分程度與簽證品質打折幅度有關。當投資人信任主管機關所設的會計師懲戒制度，則懲戒程度的差異會對其簽證客戶股價反應有所不同。即會計師懲戒的發布為一負面資訊，若會計師遭懲戒程度較嚴重者，投資人相信該會計師所提供的簽證品質越差，則下修簽證客戶股價的幅度會越大。據此本文推論假說三，如下：

假說三：在個別會計師懲戒的決策被公佈後，遭受懲戒之會計師，其遭受懲戒程度越嚴重，投資人對該會計師個人所簽證其他公司，進行股價下修之幅度較高。

四、懲戒次數

過去研究未見對於會計師遭受數次懲戒，其簽證客戶之股價反應進行探討。但實務上卻存在會計師連續遭受懲戒之案例，例如：2007年發生掏空舞弊的中華商業銀行，其簽證會計師被懲戒的次數達5次。此連續遭受懲戒意味會計師可能在查核程序上有多次嚴重的瑕疵，原本財務報表使用者對會計師之職責賦予相當大的期待，但當會計師個人遭受主管機關多次懲戒，最後甚至停業者處分者，勢必對於會計師的獨立性及專業性產生重大負面影響。從會計師聲譽的角度來看，多次懲戒表示聲譽受損的程度越高，則投資人對其審計品質的疑慮越大，從而對其簽證客戶股權評價的向下修正越強烈。因此本文推論假說四，如下：

假說四：在個別會計師懲戒的決策被公佈後，遭受懲戒之會計師，其遭受懲戒次數越多，投資人對該會計師個人所簽證其他公司，進行股價下修之幅度較高。

參、樣本及研究方法

一、資料來源、樣本選取及事件日之選擇

博達案發生後，雖引發投資大眾特別重視會計師的審計品質及主管機關的修法³，但我國至今尚未對於會計師懲戒案建立完整之公開資料庫，對於本文想探討的四項懲戒案件特性，需由研究者依主管機關公告之資訊來人工彙整。而本研究基於資料來源的客觀性、公開性與可驗證性的考量，選擇以行政院公報資訊網所公布的行政院公報作為單一來源。然此會計師懲戒資訊，遲至民國94年才納入行政院公報並定期發行，所以本文以博達案後的民國94年起點，蒐集至民國100年，共計7年為研究期間。如公報有不清楚的部份，則輔以金管會證期局全球資訊網上公告者來補充。而受懲戒會計師的簽證客戶，其相關財務資訊則選取自台灣新報資料庫(TEJ)。

至於會計師在受懲戒宣告後，對股價蔓延效果的認定，過去研究(林欣怡2009)採懲戒公告日當時，該受懲戒會計師之簽證客戶。此一方法，採直觀認定特定事件之爆發對當時的其他相關的客戶股價影響程度。然實務上，懲戒案件與懲戒公告日之間隔甚長，在此期間原簽證會計師可能改變生涯規畫，放棄簽證上市櫃公司。或在重大案件發生時(如力霸集團案件等)，會發生連續懲戒與較嚴厲懲戒(如停業處分)之情況。這些情況會導致往後懲戒案件公告時，遭受停業之會計師早已不再從事簽證業務。故若採用「懲戒公告日當時受懲戒會計師之簽證客戶」此一作法將導致樣本大量失去(如表一)，且忽略許多重要案件對於資本市場之反應⁴。故本文改以懲戒案件日為基準，去選取受懲戒會計師的其他客戶。同時參考文獻(官月緞與張家豪2010)因應金融保險與證券業之產業特性和一般產業不同，排除金融保險業之樣本，並刪除資料不全者，最終篩選出241筆樣本⁵。而本文的研究，主要分析受懲戒會計師之簽證客戶，其股價的下修情形，是否受到特定因素的影響而有不同，並非一般討論懲戒事件對整體資本市場的反應。且樣本限定以受懲戒會計師為選取基準，是為了符合研究之本質，與一般事件研究法之文獻(劉嘉雯2004；官月緞與張家豪2010)僅針對受到特定事件影響或特定資訊宣告的樣本之作法一致。故不會因選樣的局限性，而有所謂樣本自我選擇偏誤之問題。反觀推估一般化函數(賴子珍2000)或考量整體市場對會計師選擇與公費高低關係(薛敏正、張瑀珊與高君慈

³ 行政院於當年七月展開證券交易法及會計師法草案之修訂審議，重新審視法律並強化預防措施。

⁴ 由表一可知，如用「懲戒公告日當時受懲戒會計師之簽證客戶」僅剩36筆樣本，將少掉205筆樣本，這包含在研究期間內發生的許多案件，如：阮呂魁會計師的力華票券案，及李嘉惠會計師的皇統案等。

⁵ 樣本原有336筆，排除金融保險業與刪除資料不全等95筆，最終為241筆樣本。

2008)，則樣本自我選擇偏誤，將是實證時不可忽略之重要考量。

表一 受懲戒會計師簽證上市櫃公司家數

受懲戒會計師	懲戒公告日	懲戒事件公司	懲戒案件日其他簽證客戶家數 ⁶	懲戒公告日時其他簽證客戶家數 ⁷
王引凡	2007/5/22	力泰建設企業股份有限公司	2	0
林憲章	2007/5/22	力泰建設企業股份有限公司	0	2
王清義	2008/3/21	寶祥實業建設股份有限公司	1	3
吳昭德	2009/5/7	陞技電腦股份有限公司	6	0
吳傳銓	2005/11/24	第七商業銀行股份有限公司	5	11
李佩璽	2006/5/12	久津實業股份有限公司	5	0
	2009/5/7	陞技電腦股份有限公司	6	1
李嘉惠	2006/10/31	皇統科技股份有限公司	9	0
	2007/4/14	太平洋電線電纜股份有限公司	9	0
	2011/9/23	皇旗資訊股份有限公司	8	0
杜天佑	2005/11/25	聚隆纖維股份有限公司	5	0
阮呂芳周	2009/4/7	台鳳股份有限公司	11	0
	2007/3/3	友聯產物保險股份有限公司	10	0
	2007/3/3	中華銀行	10	0
阮呂艷	2007/3/3	力華票券金融股份有限公司	10	0
	2008/11/6	力華票券金融股份有限公司	10	0
	2008/11/6	友聯產物保險股份有限公司	10	0
周齊平	2007/4/14	太平洋電線電纜股份有限公司	8	0
林昇平	2007/8/8	國產汽車股份有限公司	1	2
林賢郎	2008/9/30	太平洋電線電纜股份有限公司	12	0
郝麗麗	2008/6/3	中國力霸股份有限公司	2	0
	2008/6/3	嘉新食品化纖股份有限公司	1	0
馬國柱	2006/5/12	久津實業股份有限公司	21	0
張仕奇	2008/8/13	凱聚股份有限公司	4	4
莊俊華	2008/8/13	凱聚股份有限公司	4	4

⁶ 懲戒案件日意指懲戒案件公告內容中述明受懲戒會計師之受託業務年度。例如甲會計師受託查核 93 年財務報表，而此一懲戒案件為 95 年公告，則懲戒案件日為 93 年，故依此定義之其他受查客戶則以 93 年為認定標準。

⁷ 懲戒公告日為懲戒案件之發布當年度，承上註解之舉例，依此定義時其他受查客戶即以 95 年為認定標準。

表一 受懲戒會計師簽證上市櫃公司家數(續)

受懲戒會計師	懲戒公告日	懲戒事件公司	懲戒案件日其他簽證客戶家數	懲戒公告日時其他簽證客戶家數
陳仁基	2007/8/8	國產汽車股份有限公司	1	1
游朝堂	2008/2/4	紐新企業股份有限公司	8	0
黃素貞	2008/9/30	太平洋電線電纜股份有限公司	2	0
黃敏全	2009/4/7	台鳳股份有限公司	11	0
	2007/3/3	友聯產物保險股份有限公司	3	0
黃學平	2008/11/6	友聯產物保險股份有限公司	3	0
	2011/8/31	嘉新食品化纖股份有限公司	10	0
謝惠娟	2008/3/21	寶祥實業建設股份有限公司	1	0
王正吉	2011/5/19	環隆電氣股份有限公司	6	0
何志儒 ⁸	2009/12/25	力華票券金融股份有限公司	10	0
	2011/8/31	嘉新食品化纖股份有限公司	2	0
林克武	2011/5/19	環隆電氣股份有限公司	7	0
譚清	2010/8/26	中國力霸股份有限公司	5	4
	2010/8/26	嘉新食品化纖股份有限公司	5	4
總計			241	36

而本文所採用之事件研究法，其事件日是指市場「接收」到該事件相關資訊的時點，而非該事件實際發生的時點，故以懲戒處分會計師之公告日作為該事件之發生日。並以事件日前 11 個交易日至事件日前 260 個交易日作為估計期，且至少須包含 100 個交易日。沈中華與李建然 (2000)指出，事件期長度之設定過去並無客觀標準，事件期越長，雖然可以掌握到事件對股價的影響，但是也越容易遭受其他因素的干擾。故本文採用洪玉舜與顏信輝 (2010)之方式，以前後各一天的累積異常報酬作為事件期。此外，劉嘉雯 (2004)以匯豐事件探討蔓延效果，其簽證事務所之客戶於各窗期的累積異常報酬率皆為負值，且於窗期(-1, 0)、(-1, 1)達顯著水準。故本研究以窗期(-1, 1)測試主要結果，在敏感性分析中以窗期(-1, 0)測試。

⁸ 中華銀行一案，雙簽會計師為阮呂艷與何志儒，原何志儒會計師應該同樣會有因該案受懲戒之日期與案件名，但在該懲戒案件發生年度，何志儒會計師的其他簽證公司在 TEJ 資料庫中有兩筆，一筆為金融業證券業，一筆為公開發行但非上市上櫃公司，所以都予以刪除。如於表中放上 2007/3/3 中華銀行案件的懲戒日期，將會出現樣本數為 0 的狀況，故此筆全部予以刪除。其他部分如有雙簽會計師同遭懲戒，卻於表一中無法配對者，均為此現象，並非本文遺漏雙簽之事實。

二、實證方法

本文採用事件研究法(event study)，用以探討當會計師遭受主管機關懲戒案件宣告時，是否會引起其簽證客戶股價的異常變動，因而產出異常報酬率(abnormal returns，簡稱 AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與此特定事件是否有關聯性，藉以明瞭欲研究事件是否對公司股價造成影響。

為估計股價之累積異常報酬(cumulative abnormal return，簡稱 CAR)，需先選定股票報酬率預期模型，沈中華與李建然 (2000)指出三種常見模式：平均調整法(mean-adjusted returns model)、市場指數調整法(market-adjusted returns model)及市場模式(market model)等。過去 Brown and Warner (1980, 1985)曾針對事件研究法所估算異常報酬率的各種模型進行比較，發現市場模式的效果並不比其他複雜的模式差，且為多數文獻所使用，因此本研究採用市場模式來估計股票的預期報酬率。

所謂市場風險模式如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + u_{it} \quad (1)$$

其中，

R_{it} = 簽證客戶 i 第 t 個交易日的市場報酬率

α_i = 截距項

β_i = 簽證客戶 i 之系統性風險 (beta)

R_{mt} = 加權調整市場指數

u_{it} = 誤差項

再可由市場模型估計事件日之日異常報酬(AR)：

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

其中，事件日為金融監督管理委員會懲戒簽證會計師之消息釋放日，估計期間為從事件日之前第 1 個交易日至事件日之前第 100 個交易日，共 100 個交易日。包括事件日及後 1 個交易日，共 2 個交易日。採用洪玉舜與顏信輝 (2010) 之做法，設定事件日前後一天之短測試窗期，以避免其他消息對研究結果之干擾與混淆。並於估計模型係數時，將估計期間中有包含其他相近事件日予以排除，以免除相近事件日對估計個別係數時所產生之干擾。簽證客戶之股價效應即定義為累積異常報酬(CAR)：

$$CAR(-1,+1) = \sum_{-1}^{+1} AR_{it} \quad (3)$$

為測試假說 H1、H2、H3、H4（比較會計師懲戒特性與會計師其他客戶股價之蔓延效果，會計師懲戒特性分別為遭懲戒之會計師是否為產業專精、會計師是否屬於四大會計師事務所、遭受懲戒程度及遭受懲戒次數），本文建立如下之迴歸模型：

$$\begin{aligned} CAR(-1, +1) = & \beta_0 + \beta_1 MOSTCL + \beta_2 BIG4 + \beta_3 SANLEVEL \\ & + \beta_4 SANORDER + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 SALESROW + \beta_8 ZSCORE \\ & + \beta_9 SANSIZE + \beta_{10} IND + \beta_{11} MERGE + \beta_{12} DURATION + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

其中，

$CAR(-1, +1)$	=	事件日前一日至事件日後一日之累積異常報酬
$MOSTCL$	=	為一虛擬變數，依證交所(TSE)與櫃買中心(OTC)的產業分類代碼區分所屬產業，當受懲戒會計師所簽證客戶數在該產業中最多時，即產業專精設為 1；否則為 0。
$BIG4$	=	為一虛擬變數，當受懲戒會計師隸屬於四大事務所設為 1；否則為 0。
$SANLEVEL$	=	為一連續變數，依據受懲戒之嚴重程度，由高到低設為 5 至 1。當會計師受到最嚴重之除名處分設為 5；停業處分設為 4；申誠處分設為 3；警告處分設為 2；最輕的罰鍰處分設為 1。
$SANORDER$	=	為一連續變數，統計受懲戒會計師累計遭受懲戒之次數，例如：懲戒 6 次該變數等於 6；懲戒 5 次為 5...以此類推。
$SIZE$	=	為一連續變數，以公司資產用來代表規模大小，採用被懲戒會計師個人所簽證之其他客戶在第 t 期之期初總資產為基準並取自然對數來衡量，即考量會計師受懲戒事件當時，其所屬簽證公司自身之資產規模的影響。
LEV	=	為一連續變數，以負債佔總資產的比率是用來衡量財務風險，採用會計師個人被懲戒事件日所簽證之其他客戶第 t 期期初總負債÷被懲戒會計師個人所簽證之其他客戶第 t 期期初總資產，即考量會計師受懲戒事件當時，懲戒公司以外所屬簽證公司之財務風險的影響。
$SALESROW$	=	為一連續變數，以期初與期末銷貨收入變動÷期末銷貨收入來計算銷貨收入成長率，用來表示公司的成長性。採用被懲戒會計師個人所簽證之其他客戶在第 t-1 期銷貨成長率衡量之。
$ZSCORE$	=	為一連續變數，依據 Altman (1968)提出之財務績效指標模型，計算公司財務績效指標。採用被懲戒會計師個人所簽證之其他客戶在第 t-1 期財務績效指標。
$SANSIZE$	=	為一連續變數，採用會計師被懲戒事件公司在第 t 期期初總資產取自然對數來衡量之，即考量受懲戒公司規模對資訊蔓延效果的影響。
IND	=	為一虛擬變數，依 TSE 與 OTC 的產業分類代碼區分所屬產業，若懲戒公司及被懲戒會計師個人所簽證之其他客戶為同一產業設為 1；否則為 0。
$MERGE$	=	為一虛擬變數，若被懲戒公司於懲戒公告日前，已遭合併或遭其他公司購買設為 1；否則為 0。
$DURATION$	=	為一連續變數，計算懲戒公告日及案件起迄日之差距，以年為單位。
ε	=	誤差項

主要測試變數有四項，首先針對假說一之主要測試變數為產業特性無法直接觀察，本文參考 Balsam, Krishnan and Yang (2003)所提出的衡量方式，若會計師在該產業中擁有最多客戶數者視為該產業之審計專家，且此產業專精 (*MOSTCL*) 為一虛擬變數。例如：某一年度 A、B、C 與 D 四位會計師於水泥產業的查核客戶數依序為 8、5、6 與 3，則該年度的 A 會計師擁有最多客戶數，則視為產業專精，設為 1，其餘均為 0。對應假說二之四大會計師事務所 (*BIG4*) 也為一虛擬變數，當樣本公司的會計師屬於四大會計師事務所 (包含現況之勤業眾信、資誠、安侯建業及安永等四家事務所，及其過去合併及更名之事務所皆屬之) 則設為 1，其餘為 0。*MOSTCL* 與 *BIG4* 均用於代表會計師於審計市場的聲譽，由於當財務舞弊造發生使會計師聲譽受創時，其簽證客戶的股價將連帶受到負面影響 (Firth 1990; Franz et al. 1998)，故本文預期其迴歸係數的方向為負。且此兩個受懲戒會計師特性的衡量，均以懲戒案件日為基準，去分辨當時受委任之會計師是否屬於產業專精或屬於四大會計師事務所，與表一的樣本篩選條件相一致。

而假說三之懲戒程度 (*SANLEVEL*)，洪玉舜與顏信輝 (2011) 採用分組比較的方式，發現懲戒程度是影響後續年度會計師簽證保守性的重要因素，較嚴重之停業處分將比警告更會促使繼任會計師採取更為保守的簽證態度。本文依我國證券交易法第三十七條與第一百七十四條第二項第二款的規定，依照會計師遭受懲戒之嚴重程度分別依除名、停業、申誡、警告、罰鍰，採用等級變別設為 5、4、3、2 及 1。第四個自變數為對應假說四之懲戒次數 (*SANORDER*)，統計研究期間內會計師所累積受懲戒的次數。*SANLEVEL* 與 *SANORDER* 均用來代表懲戒案件的嚴重程度，當懲戒越強則會計師聲譽受損越大，則負面資訊蔓延效果將越大，故本文預期此二變數的迴歸係數為負。

在控制變數的部分，本文參考 Chaney and Philipich (2002)、洪玉舜與李建然 (2010) 與劉嘉雯 (2004)，控制公司的規模 (*SIZE*)、負債程度 (*LEV*)、銷貨收入成長率 (*SALESGROW*) 以及財務狀況 (*ZSCORE*) 對客戶股價累積異常報酬率 (*CAR-1,+1*) 之影響。一般認為公司規模愈大，代理問題較為嚴重，則對外部監督機制的需求較高，當會計師聲譽受損，規模大的公司其股票報酬的負向反應可能較強。但 Collins, Kothari and Rayburn (1987) 指出公司規模的差異隱含資訊環境也不同，影響大公司的資訊較多，所以特定資訊宣告的影響可能比小公司來得低。故規模 (*SIZE*) 的迴歸係數方向不易預期。接著負債比率向來視為財務風險的指標，也用來代表公司可能違反債務契約限制之機率，Leftwich (1981) 的研究顯示，當公司違反債務契約限制機率的增加，會影響特定事件宣告日的股票異常報酬。當公司面對會計師聲譽受損的負面訊息，投資人較易調低對股

權的評價，故負債程度(*LEV*)的係數預期為負向。

而銷貨成長率越高，除了表示公司的交易將更為繁複外，也可能是肇因於採用了較為積極的收入認列程序(Chaney and Philipich 2002)。高成長率公司，因此更需要會計師之監督，反之會計師的聲譽受損時，投資人對公司財務資訊品質的疑慮較大，使得事件日產生較高的負向累計異常報酬，故推論 *SALESGROW* 之迴歸係數方向預期為負。至於財務狀況指標(*ZSCORE*)依據 Altman (1968)用來衡量公司的財務健全度，劉嘉雯 (2004)認為該指標數值越高表示公司的財務越健全，對會計師保險功能的依賴將較低，因此較不易因懲戒宣告而帶來負向的異常報酬，故其係數預期為正值。最後將彙整樣本資料的過程中，發現的四項特性變數加入作為控制變數：遭受懲戒的樣本公司之規模(*SANSIZE*)；考量實務上懲戒公告日發布時，部份遭受懲戒會計師之簽證客戶已遭合併，故設立一虛擬變數 *MERGE*(1 為有合併，0 為其他)；為控制懲戒案件之牽涉公司及其他簽證公司為同一產業導致不同蔓延效果之可能，本文採用證交所(TSE)產業代碼最產業別(*IND*)的衡量；為考量部份案件之懲戒公告日及案件日相差已久，可能造成蔓延效果之差異，並採用年為單位計算兩日期之時間差距(*DURATION*)。不過這些變數在過去文獻未特別論述，故未預期其方向。

肆、實證結果

一、敘述性統計分析

由表二可得知 *CAR* 無論是平均數或中位數皆為負數，代表其他簽證客戶在懲戒公告日時股價的累積異常報酬為負，意指資本市場對此一事件之發生為負面反應。但 *CAR* 的最大及最小值差距很大，代表懲戒案件的發布對於個別客戶的股價影響不一致。而 *MOSTCL* 衡量會計師是否為產業專家，平均數為 0.195，指 241 筆樣本公司中有將近二成之簽證會計師為該產業中簽證家數最多者，比例看似偏高，但實際上並非指 27 位受懲戒會計師有 2 成為產業專家。而懲戒程度(*SANLEVEL*)的最大值為 4，表示本文於研究期間內資料完整的 241 筆樣本之中，並未包含受到除名懲戒之樣本。另懲戒案件及懲戒公告日之間的時間差距不短，故 *DURATION* 是以年為單位，檢視其平均數發現懲戒案件的發生及懲戒案件之公告接近六年，以中位數而言也長達五年，最大值甚至長達十三年，得知懲戒案件的發生之調查時程冗長，可能為 *CAR* 的正負反應差異甚大之原因。另可觀察到最小值為 1，除了表示最短的時間差為一年外。實際上，如遇到案件發生日與公告日之間隔小於一年者，我們採統一的衡量標準，以滿 6 個月以上（即超過半年）就歸類為一年。而樣本中，時間差距最短者為 9 個月，故 *DURATION* 最小值為 1。

表二 敘述性統計

變數	樣本數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
CAR	241	-0.040	-0.335	6.558	-15.959	27.816
MOSTCL	241	0.195	0.000	0.397	0.000	1.000
BIG4	241	0.556	1.000	0.498	0.000	1.000
SANLEVEL	241	3.415	4.000	0.905	1.000	4.000
SANORDER	241	2.162	1.000	1.501	1.000	6.000
SIZE	241	15.671	15.539	1.462	13.093	19.750
LEV	241	35.593	30.455	17.677	11.171	91.872
SALESGROW	241	12.312	6.900	37.703	-61.150	315.210
ZSCORE	241	0.876	0.922	0.900	-3.560	3.706
SANSIZE	241	16.969	16.729	2.384	13.268	21.667
MERGE	241	0.332	0.000	0.472	0.000	1.000
IND	241	0.033	0.000	0.180	0.000	1.000
DURATION	241	5.946	5.000	3.641	1.000	13.000

註：CAR 為累積異常報酬、MOSTCL 為是否屬於產業專精、BIG4 為是否屬於四大會計師事務所、SANLEVEL 為懲戒程度、SANORDER 為懲戒次數、SIZE 為懲戒公司以外，會計師所有其他簽證公司之規模（總資產取自然對數）、LEV 為負債比率（單位：%）、SALESGROW 為銷貨收入成長率（單位：%）、ZSCORE 為財務狀況分數、SANSIZE 為懲戒案件的當事公司之規模（總資產取自然對數）、MERGE 為受懲戒會計師之簽證客戶是否已合併、IND 為懲戒案件之牽涉公司及其他簽證公司是否為同一產業、及 DURATION 為懲戒公告日及案件日相差時間（單位：年）。

相關性分析部分，採 Pearson 及 Spearman 兩種計算方式，詳細數字整理於表三。從表三可以發現，累積異常報酬與兩項會計師特性(是否屬於產業專精、是否屬於四大事務所)及兩項懲戒特性(程度與次數)無顯著關係。而自變數之間，產業專精與四大事務所間為顯著正相關，表示會計師可能同時為產業專精與高聲譽之四大事務所。而是否屬於四大事務所則與懲戒程度為顯著正相關，與懲戒次數為顯著負相關，前者表示四大事務所的會計師被懲戒多為較嚴重的案件，這應與四大事務所主要簽證上市櫃公司有關；後者表示四大事務所的會計師比較不會被多次懲戒。以上這些顯著的相關性都在正負 0.2 以內，屬於低度相關的範圍。至於自變數與控制變數之間，是否屬於四大事務所會計師與受懲戒會計師之簽證客戶是否已合併，兩者的相關係數為最高達 0.63，代表客戶有合併者其簽證會計師多為四大會計師事務所，不過並未達高度相關的 0.7 門檻。其餘變數間也部分具有顯著關聯，但多數低於 0.3 以下。考量共線性問題，本文再以變異數膨脹因子 (variance inflation factor, 簡稱 VIF) 作為輔助，迴歸式所有自變數的 VIF 值介於 1 到 5 之間，低於門檻值 10。所以整體來說，多元線性迴歸的共線性問題應不嚴重。

表三 Pearson 及 Spearman 相關性分析

	CAR	MOSTCL	BIG4	SANLEVEL	SANORDER	SIZE	LEV	SALESGROW	ZSCORE	SANSIZE	IND	MERGE	DURATION
CAR	1												
MOSTCL	0.015 (0.816)	1											
BIG4	0.040 (0.533)	0.145 (0.025)**	1										
SANLEVEL	0.030 (0.638)	0.006 (0.929)	0.179 (0.005)**	1									
SANORDER	-0.058 (0.372)	-0.382 (<0.001)**	-0.138 (0.033)**	0.420 (<0.001)	1								
SIZE	-0.073 (0.258)	0.006 (0.928)	0.032 (0.624)	0.158 (0.014)**	0.071 (0.273)	1							
LEV	-0.135 (0.037)**	-0.148 (0.022)**	-0.043 (0.511)	0.206 (0.001)**	0.166 (0.010)**	-0.072 (0.264)	1						
SALESGROW	-0.136 (0.034)**	0.138 (0.032)**	0.043 (0.506)	-0.052 (0.420)	-0.107 (0.098)*	0.126 (0.050)**	-0.072 (0.264)	1					
ZSCORE	-0.202 (0.002)**	-0.073 (0.258)	0.083 (0.201)	0.158 (0.014)**	0.110 (0.090)*	0.242 (<0.001)**	0.181 (0.005)**	0.118 (0.068)*	1				
SANSIZE	-0.165 (0.010)**	-0.236 (<0.001)**	0.204 (<0.001)**	0.370 (<0.001)**	0.289 (<0.001)**	0.05342 (0.409)	0.256 (<0.001)**	-0.133 (0.039)**	0.161 (0.013)**	1			
IND	0.069 (0.28)	0.143 (0.027)**	-0.114 (0.077)*	-0.060 (0.358)	-0.113 (0.081)*	-0.093 (0.151)	-0.082 (0.203)	0.0769 (0.235)	0.025 (0.696)	-0.115 (0.076)*	1		
MERGE	0.033 (0.606)	0.120 (0.063)*	0.630 (<0.001)**	0.154 (0.017)**	0.036 (0.582)	0.024 (0.712)	0.011 (0.860)	0.0775 (0.231)	0.018 (0.783)	0.261 (<0.001)**	-0.081 (0.208)	1	
DURATION	0.024 (0.708)	0.027 (0.671)	-0.62 (<0.0001)**	-0.16263 (0.0115)**	-0.084 (0.195)	-0.032 (0.616)	0.060 (0.355)	-0.001 (0.992)	-0.003 (0.963)	-0.242 (<0.001)**	0.016 (0.811)	-0.467 (<0.001)**	1

a. 右上角為 Spearman 相關性分析，左下角為 Pearson 相關性分析。b. 各變數之定義，請參見表二。
 ***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、多元迴歸分析

由於會計師受懲戒公告之日期與對應之事實的發生日，最長相隔 13 年，為避免兩日期相隔太久，使累積異常報酬的產生與投資人評估會計師受懲戒的資訊宣告與懲戒之間並無攸關的問題，因此我們先比較不同事件日與宣告日之時間差，其累積異常報酬的變化，如表四所示。首先我們發現不區分時間差的全部樣本其累積異常報酬之平均數為負，但未達統計顯著性，可印證懲戒宣告與原事件日差距太久將稀釋投資人對該資訊的反應。接著我們觀察區分時間差的部分，可發現時間差在 1 至 5 年以內者，累積異常報酬均為負。而短時間差的分組中，如涵蓋 1 至 6 年、1 至 7 年及以上者，則累積異常報酬轉為正。由此可知，會計師受懲戒的負向資訊蔓延效果，僅止於宣告日與事件日在 5 年之內。這呼應近年來投資人行為研究中，認為投資人對資訊處理的能力是有限的，例如：Barber and Odean (2008)認為一般投資人的資訊處理能力相對於金融機構較為侷限，他們傾向會以注意力為基礎(attention-based)來進行決策；Kadiyala and Rau (2004)回顧過去相關的事件研究，發現投資人對於不同事件宣告有時產生過度反應，有時產生反應不足的現象。再根據表四中各組時間差的均數差異檢定結果，僅有時間差在 3 年以內者有顯著差異。故本文在進行迴歸實證時，我們除了全部樣本外，主要採用事件日與懲處宣告日間相隔之差距分為兩群來進行分析，3 年以內(短時間差，樣本數共 92 筆)及相隔 3 年以上者(長時間差，樣本數 149 筆)。

實證分析結果彙整於表五，首先在全樣本的部分，我們發現四項主要的自變數均與累積異常報酬無顯著關係，這跟我們先前討論有關懲處宣告日與原事件發生日相差太久，市場將不易釐清相關資訊的問題相互呼應，造成四項懲戒特性與累積異常報酬的關係不清楚。因此我們主要針對宣告日與事件日差距以三年做為樣本分群的實證結果，比較在區分長短時間差之下，會計師懲戒特性是否會影響此負面資訊的股價蔓延效果。在短時間差的樣本群中，我們發現產業專精(MOSTCL)、是否為四大會計師事務所(BIG4)、懲戒程度(SANLEVEL)與懲戒次數(SANORDER)均顯著與累積異常報酬呈現負向關係，分別表示會計師懲戒的決策被公佈後，遭受懲戒之會計師，屬於產業專精者相較於非產業專精者，對於其他簽證公司之股價有顯著負向的影響，支持假說一；懲戒資訊公佈後，遭受懲戒之會計師，其屬於四大會計師事務所相較於非四大會計師事務所，對於其他簽證公司之股價也有顯著負向的影響，支持假說二。這兩個假說的成立，支持懲戒資訊具有蔓延效果。同時受懲戒之會計師，其遭受懲戒程度越嚴重，對於其他簽證公司股價具有顯著之負向影響，支持假說三；受懲戒之會計師，其遭受懲戒次數越多，對於其他簽證公司股價之負向影響也越高，支

持假說四。後面這兩個假說受到支持，則表示市場上會因為受會計師懲戒的嚴重性與次數，去評判審計品質的傷害大小，從而修正受懲戒會計師其他客戶的股價。

表四 事件日與宣告日之時間差與累積異常報酬

變數時間差	CAR(-1,1)	樣本數	差異	T 值	顯著性
Full Sample	-0.040	241		-1.513	
DURATION ≤ 1	-3.613	33	-4.141	-3.445	***
DURATION > 1	0.527	208			
DURATION ≤ 2	-1.647	60	-2.140	-2.208	**
DURATION > 2	0.493	181			
DURATION ≤ 3	-0.687	92	-0.945	-2.012	**
DURATION > 3	0.258	149			
DURATION ≤ 4	-0.415	112	-0.652	-1.187	
DURATION > 4	0.236	129			
DURATION ≤ 5	-0.296	126	-0.491	-1.039	
DURATION > 5	0.194	115			
DURATION ≤ 6	0.049	150	0.074	0.270	
DURATION > 6	-0.025	91			
DURATION ≤ 7	0.075	168	0.379	0.480	
DURATION > 7	-0.304	73			

註：第 2 列的 Full Sample 指全部 241 筆樣本的平均累積異常報酬，其 T 值與顯著性為是否異於零的檢定。而第 3 列以下為六組不同案件日與宣告日時間差距的組合，其 T 值與顯著性為每組內兩群樣本的均數差異檢定。樣本中差距超過七年者均無顯著差異，省略。***表示達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準。

至於長時間差的部份，即懲戒公告日與案件發生日已經相隔 3 年以上，僅產業專精(MOSTCL)及懲戒次數(SANORDER)均顯著與累積異常報酬呈現負向關係，這表示即使時間相隔較久，產業專精與懲戒次數的資訊蔓延仍然會使投資人降低對受懲戒會計師其他客戶公司之股票評價。至於懲戒程度(SANLEVEL)及是否為四大會計師事務所(BIG4)則無顯著之關聯性，這結果顯示當兩者時間相隔過久，此兩類的懲戒資訊發佈，對於投資人作股價評斷的重要性因此下降。而比較長與短時間差的迴歸結果，我們發現短時間差的複判定係數較大，顯示短時間差下自變數的解釋力較高，也可說明時間差將影響投資人對懲戒資訊的採用。不過在長時間差下，此 MOSTCL 及 SANORDER 的負向程度高於短時間差，但 SANLEVEL 與 BIG4 則不顯著，表示當時間拉長，投資人對於懲戒資訊將著重於 MOSTCL 及 SANORDER。

最後比較全樣本與時間差分組的次樣本，我們可以發現，四項會計師懲戒

特性與累積異常報酬的關聯性，主要集中於三年之內的短時間差，而在不區分時間差的全樣本與長時間差的樣本中群中，則相對無顯著關係。可見本文將全樣本區分為長短時間差，符合資訊揭露效果會受到遞延時間長短的影響，而不考慮時間差將難以釐清影響懲戒宣告效果的重要特性。至於控制變數部分，主要參考 Chaney and Philipich (2002)及洪玉舜與顏信輝 (2010)所放入實證模式的控制項，其多與累積異常報酬無顯著之關聯，例如：負債比率(LEV)如預期跟累積異常報酬成反向關係但不顯著。此外，較特殊的為受懲戒的樣本公司之規模(SANSIZE)不論在長短時間差的樣本群中，其係數均顯著為正。

表五 全樣本與依三年時間差(DURATION)分群之多元迴歸分析

自變數	預期符號	三年時間差分群之次樣本					
		全樣本		短時間差 (DURATION ≤ 3)		長時間差 (DURATION > 3)	
		N=241		N=92		N=149	
		係數	P-Value	係數	P-Value	係數	P-Value
Intercept	(?)	8.766	0.127	13.080	0.000***	-9.872	0.081*
MOSTCL	(-)	-1.691	0.157	-2.730	0.000***	-4.034	0.000***
BIG4	(-)	-0.858	0.284	-1.404	0.002***	1.204	0.189
SANLEVEL	(-)	1.225	0.346	-1.641	0.000***	1.546	0.148
SANORDER	(-)	-0.256	0.463	-0.234	0.001***	-0.632	0.018**
SIZE	(?)	-0.116	0.695	0.009	0.256	0.071	0.757
LEV	(-)	-0.407	0.137	-0.071	0.246	-0.176	0.305
SALESGROW	(-)	-0.026	0.022**	0.010	0.907	-0.002	0.739
ZSCORE	(+)	-1.204	0.015**	-1.117	0.906	0.113	0.746
SANSIZE	(?)	-0.572	0.005***	0.081	0.004***	0.549	0.030**
IND	(?)	-0.064	0.882	-0.064	0.882	0.252	0.881
MERGE	(?)	-0.100	0.578	-0.100	0.578	11.106	0.000***
DURATION	(?)	-3.561	0.000***	-3.561	0.000***	-0.719	0.000***
F Value		65.411***		139.759***		35.814***	
Adj R-Sq		0.679		0.957		0.718	

註：CAR 為累積異常報酬、MOSTCL 為是否屬於產業專精、BIG4 為是否屬於四大會計師事務所、SANLEVEL 為懲戒程度、SANORDER 為懲戒次數、SIZE 為公司規模、LEV 為負債比率、SALESGROW 為銷貨收入成長率、ZSCORE 為財務狀況分數、SANSIZE 為遭受懲戒的樣本公司之規模、MERGE 為受懲戒會計師之簽證客戶是否已合併、IND 為懲戒案件之牽涉公司及其他簽證公司是否為同一產業、及 DURATION 為懲戒公告日及案件日相差時間，並採用年為單位。***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、敏感性測試

首先，由表二敘述性統計中得知懲戒公告日與案件日相隔最長達 13 年之久，而主要實證模式中(表五)依據表四累積異常報酬的差異狀況，將時間長短區分為「一至三年」、「三年以上」。但為求研究結果之穩固，首先我們改採五年為分界，因為五年是時間差的中位數，且在五年以內的累積異常仍維持為負。依此分別為短時間差(時間差為一至五年，即變數 $DURATION \leq 5$ ，其樣本數共 126 筆)及長時間差(六年以上，即變數 $DURATION > 5$ ，其樣本數共 115 筆)。實證的結果發現，產業專精(*MOSTCL*)對於 *CAR* 之影響在短及長時間差下皆為負向顯著，顯示若遭受懲戒的會計師為產業專精對股價反應仍有顯著負面異常報酬。但在長時間差的顯著性下降，也就是市場的反應趨弱，但仍舊對產業專精的受懲戒會計師產生負面股價反應，故證實假說一。而對四大(*BIG4*)變數而言，短時間差下為負向顯著，證實相對非四大對於其會計師個人其他簽證公司之股價影響較大，同樣地支持假說二，但在長時間差同樣不顯著。而懲戒次數(*SANORDER*)與懲戒程度(*SANLEVEL*)則在長短時間差的樣本群中在，均顯著與累積異常報酬呈現負向關係。主要自變數之迴歸結果，請參見表六之 Panel A。

表六 敏感性分析彙整表之一：變動時間差與事件窗期

Panel A：全樣本與依五年時間差分群之迴歸分析							
自變數	預期符號	五年時間差分群之次樣本					
		全樣本		短時間差 ($DURATION \leq 5$)		長時間差 ($DURATION > 5$)	
		N=241		N=126		N=115	
		係數	P-Value	係數	P-value	係數	P-value
<i>MOSTCL</i>	(-)	-1.691	0.157	-4.977	0.027**	-3.108	0.068*
<i>BIG4</i>	(-)	-0.858	0.284	-1.649	0.036**	-0.401	0.775
<i>SANLEVEL</i>	(-)	1.225	0.346	-0.740	0.068*	-0.149	0.092*
<i>SANORDER</i>	(-)	-0.256	0.463	-0.362	0.045**	-0.227	0.047**
其餘控制變數均包含(結果略)							
F Value		65.411***		27.561***		25.773***	
Adj R-Sq		0.701		0.612		0.596	

註：變數定義參見表五。***表示達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準。

表六 敏感性分析彙整表之一：變動時間差與事件窗期（續）

Panel B：三年時間差分群之迴歸分析在事件窗期 CAR(-1,0)與 CAR(-2,2)之比較										
自變數	CAR(-1,0)					CAR(-2,2)				
	短時間差		長時間差			短時間差		長時間差		
	(DURATION ≤ 3)		(DURATION > 3)			(DURATION ≤ 3)		(DURATION > 3)		
	N=92		N=149			N=92		N=149		
係數	P-value	係數	P-value	係數	P-value	係數	P-value	係數	P-value	
<i>MOSTCL</i>	-4.977	0.002***	-4.428	0.029**	-3.181	0.078*	-3.255	0.064*		
<i>BIG4</i>	-1.678	0.039**	1.509	0.206	-1.040	0.067*	0.896	0.472		
<i>SANLEVEL</i>	-1.134	0.262	-0.467	0.287	-1.094	0.089*	-0.078	0.233		
<i>SANORDER</i>	-0.738	0.113	-0.365	0.536	-0.402	0.019**	-0.509	0.031**		
其餘控制變數均包含（結果略）										
F Value	118.129***		42.145***			59.027***		36.831***		
Adj R-Sq	0.612		0.428			0.529		0.325		

註：變數定義參見表五。***表示達1%顯著水準，**表示達5%顯著水準，*表示達10%顯著水準。

第二，本研究針對累積異常報酬之窗期，改用事件日前一日至事件日(CAR -1,0)重新測試，實證結果顯示產業專精(*MOSTCL*)無論在短長時間差下，對於累積異常報酬之影響均為負向顯著，結果與先前結果相同。四大(*BIG4*)在短時間差下為負向顯著，意指四大對於股價異常報酬具有蔓延的效果，結果與先前結果相同。懲戒次數(*SANORDER*)實證結果，在短時間差仍為負向顯著，但在長時間差的顯著性降低，基本上還是支持資本市場對於會計師遭受懲戒會有負面反應。至於懲戒程度則為維持負向關係，但未達統計上之顯著性。另再增加以事件日前兩日至事件後兩日(CAR -2,2)的對稱窗期，在短時間差下四項主要變數仍與原結果相同，均予累積異常報酬為顯著負向關係，但長時間差僅產業專精維持顯著負向關係。主要自變數之迴歸結果，請參見表六之Panel B。

第三，針對假說一之測試變數為產業特性無法直接觀察，先前本文參考Balsam et al. (2003)所提出的衡量方式，將在該產業中擁有最多客戶數的會計師視為該產業之審計專家(*MOSTCL*)重新衡量。為求研究之穩固性，在敏感性分析中採用另外兩種方式衡量產業專精。先以在該產業之市場佔有率(以客戶之營業收入為計算基礎)衡量產業專精(*SHARE*)，愈高表示專精程度愈高。實證結果在短時間差下產業專精(*SHARE*)的係數為負向顯著。但在長時間差下產業專精(*SHARE*)則呈現負向不顯著。接著再採連續型變數衡量，以個別會計師在該產業之客戶家數衡量產業專精(*NCLIENT*)，愈高表示專精程度愈高。實證結果在短時間差下產業專精(*NCLIENT*和*SHARE*)仍為負向顯著，而在長時間差下產

業專精(*NCLIENT*)則同樣不顯著。針對新考慮兩種產業專精與原表五採用 *MOSTCL* 之迴歸結果比較，請參見表七之 Panel A。

第四，本文原將懲戒程度(*SANLEVEL*)為一連續變數，依據受懲戒之嚴重程度，由高到低設為 5 至 1。當會計師受到最嚴重之除名處分設為 5；停業處分設為 4；申誠處分設為 3；警告處分設為 2；最輕的罰鍰處分設為 1。然實際上對於會計師而言，除名的嚴重性可能並非僅比停業多一單位之差異，因此分數比較接近名次或等級的觀念，只能說 5 比 4 大，但無法反應兩者的差異有多少。參考洪玉舜與顏信輝 (2011) 改用四個虛擬變數，來代表五種懲戒結果。不過本研究期間中，並未包含除名之樣本，故實際上僅有四種懲戒程度，只需設三個虛擬變數。即 *SANLEVEL_D4*，表示屬於停業處分者為 1，其餘為 0；*SANLEVEL_D3*，表示屬於申誠處分者為 1，其餘為 0；其餘類推。迴歸結果發現(參見表七之 Panel B)，代表停業之虛擬變數的係數在長短時間差均顯著為負，代表申誠者的係數僅在短時間差顯著為負，其餘則不顯著。仍支持懲戒程度越嚴重，將具有較強的負向蔓延效果。

第五，懲戒次數(*SANORDER*)於先前變數定義中為受懲戒會計師懲戒次數為 6 次設為 6；懲戒次數為 5 次設為 5，以此類推。但由於懲戒處分之發布對於股價之反應可能因為案件發布一再出現而麻痺，造成第一次懲戒處分之股價反應較大，爾後第二次、第三次因投資人疲乏而反應程度下降。有鑑於此一推論，故本研究在穩固性測試中改以虛擬變數替代之，將第一次懲戒為 0，其他懲戒次數為 1，改變懲戒次數之定義重新衡量。其實證結果與原本之主結果大抵一致，於長短時間差皆為負向顯著，但顯著性略微降低。針對懲戒次數改虛擬變數之迴歸結果，請參見表七之 Panel C。

最後，考量其他可能影響迴歸結果之因素，並納入控制變數，可分三個方面：(1) 本文的 241 筆樣本中，針對懲戒會計師的法源不同，後續會計師可以救濟的方式也不同，其可分為兩大類，其中 33 筆為依據證券交易法所給予之懲戒，剩餘 208 筆均依據會計師法。進一步比較兩組樣本之累平均積異常報酬在窗期為宣告懲戒的前後一日(*CAR-1,1*)，呈現顯著之差異，因此考量新增一個法源控制變數(*LAW*)，如依據證券交易法之懲戒設為 1，其餘設為 0。重新進行原表五之多元迴歸分析，實證結果發現此法源變數(*LAW*)在全樣本及依懲戒宣告日與案件日的時間差為三年的次樣本，均與累積異常呈現顯著之負向關係，四項主要自變數結果均無顯著改變；(2) 由於我國審計簽證的特色之一為雙簽制度，過去有部分文獻著墨於此，曾發現主簽與副簽會計師的角色存在差異。例如：李建然、陳信吉與湯麗芬 (2013) 針對個別會計師作為衡量客戶重要性基礎，在以主簽會計師為衡量時，發現屬於大型會計師事務所樣本中，客戶的重

表七 敏感性分析彙整表之二：不同產業專精衡量、懲戒程度與懲戒次數衡量之變動

Panel A：不同產業專精衡量在依三年時間差分群之迴歸結果比較					
三年時間差分群之次樣本					
		短時間差 (DURATION ≤ 3)		長時間差 (DURATION > 3)	
		N=92		N=149	
	自變數	係數	P-value	係數	P-value
原表五之模式	<i>MOSTCL</i>	-2.720	0.000***	-4.034	0.000***
市佔率產專模式	<i>SHARE</i>	-0.845	0.004***	0.063	0.761
客戶家數產專模式	<i>NCLIENT</i>	-1.440	0.006***	0.368	0.745
註：MOSTCL 虛擬變數，當會計師所簽證客戶數在該產業中最多時，即產業專精設為 1；否則為 0。SHARE 則以會計師在該產業之市場佔有率(以客戶之營業收入為計算基礎)。NCLIENT 則直接計算會計師在該產業之客戶家數來衡量產業專精程度，此與 MOSTCL 僅以客戶家數最多者為產業專精不同。					
Panel B：不同懲戒程度衡量在依三年時間差分群之迴歸結果比較					
三年時間差分群之次樣本					
		短時間差 (DURATION ≤ 3)		長時間差 (DURATION > 3)	
		N=92		N=149	
	自變數	係數	P-value	係數	P-value
原表五之模式	<i>SANLEVEL</i>	-1.641	0.000***	1.546	0.148
其餘變數均包含(結果略)					
懲戒程度虛擬變數模式	<i>SANLEVEL_D4</i>	-1.558	0.003***	-1.245	0.016**
	<i>SANLEVEL_D3</i>	-1.192	0.036**	-0.561	0.161
	<i>SANLEVEL_D2</i>	-1.156	0.148	1.303	0.294
其餘變數均包含(結果略)					
註：SANLEVEL 為懲戒程度，以 1 至 5 分表示；SANLEVEL_D4 (D3, D2) 為虛擬變數，當懲戒為停業(申誠，警告)設為 1，其餘為 0。					
Panel C：不同懲戒次數衡量在依三年時間差分群之迴歸結果比較					
三年時間差分群之次樣本					
		短時間差 (DURATION ≤ 3)		長時間差 (DURATION > 3)	
		N=92		N=149	
	自變數	係數	P-value	係數	P-value
原表五之模式	<i>SANORDER</i>	-0.234	0.001***	-0.632	0.018**
懲戒次數虛擬變數模式	<i>SANORDER_D</i>	-0.593	0.042**	-0.369	0.054*
註：SANORDER 為懲戒次數，SANORDER_D 為一虛擬變數，僅一次懲戒為 0，累積一次以上設為 1。					

要性愈高，愈能抑制客戶向上調整盈餘的裁決性應計數，但是若改以副簽會計師作為衡量客戶重要性的基礎時，則與裁決性應計(數絕對值、正向或負向)之間的關聯性並不顯著。又 Chin and Chi (2009)以臺灣會計師簽證為研究樣本，區分主簽會計師與副簽會計師並個別衡量是否為產業專家，結果發現審計品質較佳之產業專家更能降低重編發生之機率，且主簽會計師之審計品質優於副簽會計師。因此本文也嘗試新增一個變數(*LEADAUD*)，當受懲戒會計師在其他客戶簽證中屬於主簽為 1，副簽為 0，放入迴歸分析中。研究結果發現，此變數與累積異常報酬之間為不顯著的負向關係(對應原表五：全樣本中，係數=-1.16；t 值=-1.08；短時間差次樣本中，係數=-1.37；t 值=-1.22；長時間差次樣本中，係數=-0.69；t 值=-0.85)，至於原本其他自變數的迴歸結果均無顯著改變；(3) 本研究之樣本期間涵蓋 2005-2011 年，其中 2008 年的全球金融風暴，為控制此一外生條件之影響，本文也增加年度虛擬變數(*YEARyy*)，其中 *yy* 表示為 2005-2010 年，例如：*YEAR05*，指當案件日是屬於 2005 年則為 1，其餘為 0。同時本文研究樣本涵蓋 10 個產業，考量產業特性的影響，納入業虛擬變數(*INDDn*)，其中 *n* 表示不同產業，例如：*INDD01*，指樣本屬於產業代碼 12(食品)者為 1，其餘為 0。實證結果發現四項主要自變數結果同樣無顯著改變，其中 2008 年為金融風暴發生年度，但其係數不顯著為負，表示該年度的可能對股價有影響，但在事件分析中，由於估計期也在其中，故已考量外在環境之影響。整體而言，三類新考慮的控制變數，對原實證結果未有顯著的影響，原文之結論仍獲得支持。

伍、結論與建議

本文以會計師受懲戒資訊宣告，對其個人簽證的其他客戶之股價蔓延效果為研究主題，深入探討影響蔓延效果的因素。實證結果顯示，在懲戒公布日與受懲戒案件發生日之時間差距相近時，即本文定義為短時間差($DURATION \leq 3$)的次樣本中，四項研究假說均獲得支持。其中受懲戒會計師屬於產業專精與四大會計師事務所，與該會計師其他簽證客戶的累積異常報酬存在顯著負向關係，這表示屬於有較高審計品質或較佳市場聲譽的會計師，受懲戒影響將嚴重傷害投資人對同屬該會計師簽證客戶的信賴，進而對其他客戶產生較大幅度的股價下修。同時，懲戒程度與懲戒次數，也顯著與累積異常報酬呈現負向關係，顯示投資人對於修正對相關客戶股價的幅度會受到懲戒強度的影響。

至於在長時間差($DURATION > 3$)的次樣本中，受懲戒會計師是否屬於產業專精與懲戒次數越多，同樣與累積異常報酬為顯著負向關係，但是否屬於四大事務所與懲戒嚴重性則無顯著關聯。這表示懲戒公布日與案件日之間隔拉長之時，部分特性對投資人下修其他簽證客戶股價的影響會降低。此外本文進行多

項敏感性測試，分別為重新定義長短時間差、重新測試事件窗期、改變產業專精衡量方式、懲戒次數採虛擬變數、改變選樣方式以及增加控制變數等，其結果皆與原結果相近，表示本文之推論有相當之穩固性。

本文雖謹慎考量多項敏感性分析，來穩固實證之結果，但仍有以下限制，值得注意。首先，過去洪玉舜與顏信輝(2010)曾同時討論受懲戒案件對會計師個人、事務所與資本市場的影響，發現三者均存在負向的股價蔓延效果。而本文聚焦於會計師個人層面，並未將事務所與資本市場的層級納入分析之中。雖是為了深入分析，懲戒所造成之股價蔓延效果的影響因素，但也使本文的結果，在應用的廣度上受到限制。建議未來研究可以進一步討論，在不同層級下，股價蔓延的影響因素為何，且是否有所差異。此外，本文為求懲戒資料來源的公開客觀與可驗證，選擇以行政院公報資訊網所公布的行政院公報作為單一來源。然此會計師懲戒資訊，在完整度上仍有不足，使本文實證之推論受到限制。俟主管機關建立較完善之資訊公告後，未來研究可以進行更為完整之分析。

最後本文之發現，可提供資本市場參與者一些管理意涵。首先，需審計簽證的公司須留意會計師其他簽證客戶的概況，因為會計師聲譽受損時，對公司股權價值會因為蔓延效果而產生傷害。再者，會計師事務所最重要的是人力資本(Milgrom and Roberts 1992)，且會計師最重要就是建立良好審計品質的聲譽，因此會計師也必須妥善執行風險評估與管理，避免因審計失敗而損害聲譽。最後，由於投資者會參考主管機關對會計師的處分資訊，然一旦宣告日與事件日差距太久，此資訊的攸關性將逐漸下降。因此主管機關除需謹慎處理懲戒案件外，但也該重視行政效率。

參考文獻

- 王俐雯，2009，〈臺灣地區會計師懲戒與財務報表公信力之關聯性實證分析〉，私立輔仁大學會計研究所未出版碩士論文。
- 王詩緯，2003，〈Enron 失敗對能源產業及 AA 客戶所帶來的衝擊：傳染效果是否存在？〉，國立成功大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 李文智，1995，〈我國新上市公司會計師選擇之研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版博士論文。
- 李建然與陳政芳，2004，〈審計客戶重要性與盈餘管理：以五大事務所組別為觀察標的〉，《會計評論》，第 38 卷：59-80 頁。
- 李建然、陳信吉與湯麗芬，2013，〈客戶重要性與審計品質—從簽證會計師角度分析〉，《當代會計》，第 14 卷（2 期）：147-174 頁。
- 沈中華與李建然，2000，《事件研究法—財務與會計實證研究必備》。台北：華泰出版社。
- 官月緞與張家豪，2010，〈力霸事件對審計客戶股價影響之實證研究〉，《會計與公司治理》，第 7 卷（2 期）：19-46 頁。
- 林志潔與林孝倫，2010，〈從力霸案論臺灣會計師簽證財報不實之法律責任：一個實證的分析〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第 39 卷（3 期）：223-288 頁。
- 林欣怡，2009，〈會計師懲戒制度對會計師簽證客戶股價之影響〉，國立台北大學會計研究所未出版碩士論文。
- 俞洪昭、戚務君與李承易，2000，〈我國會計師受懲戒原因與種類之關聯性分析〉，《風險管理學報》，第 2 卷（2 期）：37-56 頁。
- 姜家訓與楊雅雯，2005，〈會計師事務所之產業專精及查核年資與盈餘品質之關係〉，《當代會計》，第 6 卷（1 期）：23-60 頁。
- 洪玉舜與顏信輝，2010，〈會計師懲戒對客戶股價蔓延效果之探討〉，2010 會計理論與實務研討會論文集，台北：中華會計教育學會/淡江大學。
- 洪玉舜與顏信輝，2011，〈會計師懲戒程度對簽證保守性之影響〉，《管理學報》，第 28 卷（4 期）：325-343 頁。
- 張文瀾，2001，〈審計品質對上市公司盈餘管理之影響〉，《當代會計》，第 2 卷（2 期）：195-214 頁。

- 戚務君，2011，《高等審計學：實證視野下的審計研究》，台北：指南書局。
- 陳立偉，2009，〈簽證客戶股價影響因素之實證研究〉，《會計與公司治理》，第 6 卷（2 期）：65-84 頁。
- 陳立偉、楊清溪與顏志達，2009，〈會計師審計失敗對簽證客戶股價影響之實證研究〉，《人文社會科學研究》，第 3 卷（1 期）：127-145 頁。
- 陳耀宗、劉若蘭與林坤霖，2003，〈產業專家、客戶滿意度與審計公費關連性之研究〉，《會計評論》，第 37 期：31-52 頁。
- 劉嘉雯，2003，〈會計師事務所合併對客戶股價影響之研究—代理假說與保險假說〉，《會計評論》，第 36 期：1-22 頁。
- 劉嘉雯，2004，〈匯豐事件對審計客戶影響之實證研究〉，《會計評論》，第 39 期：25-53 頁。
- 賴子珍，2000，〈廠商勞動需求的推估與樣本自我選擇性偏誤〉，《人文及社會集刊》，第 12 卷（4 期）：563-569 頁。
- 薛敏正、張瑀珊與高君慈，2008，〈司自我選擇聘任會計師與審計公費〉，《當代會計》，第 9 卷（2 期）：167-200 頁。
- Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance* 23: 589-609.
- Balsam, S., J. Krishnan, and J. S. Yang. 2003. Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 22(2): 71-97.
- Balvers, R. J., B. McDonald, and R. E. Miller. 1988. Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation. *The Accounting Review* 63(4): 605-622.
- Barber, B. M., and T. Odean. 2008. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies* 21(2): 785-818.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, and P. D. Lapedes. 2000. Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14(4): 441-454.
- Beasley, M. S., and K. R. Petroni. 2001. Board independence and audit-firm type. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 20(1): 97-114.

- Beatty, R. 1989. Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *The Accounting Review* 64(4): 693-709.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15(1): 1-24.
- Brown, S. J., and J. B. Warner. 1980. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8(3): 205-258.
- Brown, S. J., and J. B. Warner. 1980. Using daily stock returns: The case of event study. *Journal of Financial Economics* 14(1): 3-31.
- Chaney, P. K., and K. L. Philipich. 2002. Shredded reputation: The cost of audit failure. *Journal of Accounting Research* 40(4): 1221-1245.
- Chin, C. L., and S. Y. Chi. 2009. Reducing restatements with increased industry expertise. *Contemporary Accounting Research* 26(3): 729-765.
- Chow, C. W. 1982. The demand for external auditing: Size, debt and ownership influences. *The Accounting Review* 57(2): 272-291.
- Chow, C. W., and S. Rice. 1982. Qualified audit opinions and auditor switching. *The Accounting Review* 57(2): 326-335.
- Collins, D. W., S. P. Kothari, and J. D. Rayburn. 1987. Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *Journal of Accounting and Economics* 9(2): 111-138.
- Craswell, A. T., J. R. Francis, and S. I. Taylor. 1995. Auditor brand name reputations and industry specializations. *Journal of Accounting and Economics* 20(3): 297-322.
- Datar, S., G. Feltham, and J. Hughes. 1991. The role of audits and audit quality in valuing new issues. *Journal of Accounting and Economics* 14(1): 3-49.
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3(3): 183-199.
- Dee, C. C., A. Lulseged, and T. Zhang. 2011. Client stock market reaction to PCAOB sanctions against a big four auditor. *Contemporary Accounting Research* 28(1): 263-291.

- Easley, D., and M. O'Hara. 2004. Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59(4): 1553-1583.
- Firth, M. 1990. Auditor reputation: The impact of critical reports issued by government inspectors. *RAND Journal of Economics* 21(3): 374-387.
- Francis, J. R., and B. Ke. 2006. Disclosure of fees paid to auditors and the market valuation of earnings surprises. *Review of Accounting Studies* 11(4): 495-523.
- Francis, J. R., and E. R. Wilson. 1988. Auditor changes: A joint test of theory relating to agency costs and auditor differentiation. *The Accounting Review* 63(4): 663-682.
- Franz, D. R., D. Crawford, and E. N. Johnson. 1998. The impact of litigation against an audit firm on the market value of nonlitigating clients. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 13(2): 117-134.
- Hackenbrack, K., K. Jensen, and J. Payne. 2000. The effect of a bidding restriction on the audit services market. *Journal of Accounting Research* 38(2): 355-374.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Kadiyala, P., and P. R. Rau. 2004. Investor reaction to corporate event announcements: Under-reaction or over-reaction? *Journal of Business* 77(2): 357-386.
- Kellogg, R. L. 1984. Accounting activities, security prices, and class action lawsuits. *Journal of Accounting and Economics* 6(3): 185-204.
- Khurana, I. K., and K. K. Raman. 2004. Litigation risk and the financial reporting credibility of Big4 versus non-Big4 audits: Evidence from Anglo-American countries. *The Accounting Review* 79(2): 473-495.
- Krishnamurthy, S., J. Zhou, and N. Zhou. 2006. Auditor reputation, auditor independence, and the stock-market impact of Andersen's indictment on its client firms. *Contemporary Accounting Research* 23(2): 465-490.
- Krishnan, J., J. Krishnan, and R. Stephens. 1996. The simultaneous relation between auditor switching and audit opinion: An empirical analysis. *Accounting and Business Research* 26(3): 223-236.

- Leftwich, R. 1981. Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements. *Journal of Accounting and Economics* 3(1): 3-36.
- Leuz, C., and R. Verrecchia. 2004. Firm's capital allocation choices, information quality, and the cost of capital. Working paper, University of Pennsylvania.
- Milgrom, P., and J. Roberts. 1992. *Economics, organization and management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Nelson, K. K., R. A. Price, and B. R. Rountree. 2008. The market reaction to Arthur Andersen's role in the Enron scandal: Loss of reputation or confounding effects? *Journal of Accounting and Economics* 46(2): 279-293.
- Reichelt, K. J., and D. Wang. 2010. National and office-specific measures of auditor industry expertise and effects on audit quality. *Journal of Accounting Research* 48(3): 647-686.
- Reynolds, J. K., and J. R. Francis. 2000. Does size matter? The influence of large clients on office-level auditor reporting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 30(3): 375-400.
- Romanus, R. N., J. J. Maher, and D. M. Fleming. 2008. Auditor industry specialization, auditor changes, and accounting restatements. *Accounting Horizons* 22(4): 389-413.
- Sanders, G., A. Allen, and L. Korte. 1995. Municipal audit fees: Has increased competition made a difference. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 4(1): 105-114.
- Simunic, D. A. 1990. Discussion of external auditor and asymmetric information. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 9(Supplement), 243-248.
- Simunic, D. A., and M. Stein. 1987. *Product differentiation in auditing: Auditor choice in the market of unseasoned new issues*. Canadian Certified General Accountants' Research Foundation Vancouver, BC.
- Skinner, D. J., and S. Srinivasan. 2012. Audit quality and auditor reputation: Evidence from Japan. *The Accounting Review* 87(5): 1737-1765.
- Solomon, I., M. D. Shields, and O. R. Whittington. 1999. What do industry-specialist auditors know? *Journal of Accounting Research* 37(1):

191-208.

- Stice, J. D. 1991. Using financial and market information to identify pre-engagement factors associated with lawsuits against auditors. *The Accounting Review* 66(3): 516-533.
- Teoh, S., and T. Wong. 1993. Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *The Accounting Review* 68(2): 346-366.
- Wallace, W. A. 1980. *The economic role of the audit in free and regulated markets*. New York, NY: Touche Ross Foundation.
- Wang, T., C. Liu, and C. H. J. Chang. 2011. CPA-firm merger: An investigation of audit quality. *European Accounting Review* 20(4): 727-761.
- Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Edgewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall Inc.
- Weber, J., M. Willenborg, and J. Zhang. 2008. Does auditor reputation matter? The case of KPMG Germany and ComROAD AG. *Journal of Accounting Research* 46(4): 941-972.
- Wilson, T. E., and R. A. Grimlund. 1990. An examination of the importance of an auditor's reputation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 9(2): 43-59.