

# 現金流量請求權及控制權偏離程度 對應計盈餘持續性以及股市反應之 影響

## The Influence of the Deviation between Cash Flow and Voting Rights on Earnings Persistence and the Market Reaction to Earnings

華琪筠\* *Chi-Yun Hua*

輔仁大學會計學系

Department of Accounting,

Fu-Jan Catholic University

林文祥 *Wen-Hsiang Lin*

義守大學會計學系

Department of Accounting,

I-Shou University

林宗輝 *Tzong-Huei Lin*

國立高雄應用科技大學會計學系

Department of Accounting,

National Kaohsiung University of Applied Sciences

蔡彥卿 *Yann-Ching Tsai*

國立台灣大學會計學系

Department of Accounting,

National Taiwan University

---

\* 通訊作者：華琪筠

## 摘要

本研究嘗試瞭解控制股東現金流量請求權與控制權偏離愈大時，是否公司盈餘中之裁量性應計數部分較不可信，因此其裁量性應計數的盈餘持續性應該低於偏離較少的公司。此為本論文第一個研究目的——測試控制股東現金流量請求權及控制權偏離與裁量性應計數的盈餘持續性是否有關連。本論文第二個目的在於瞭解台灣股市反應裁量性應計數資訊時，是否能正確考慮控制股東現金流量請求權與控制權偏離可能造成的影響。許多研究均發現比較有效率的美國市場對裁量性應計數的反應為「過度反應（非理性定價）」，本論文則不僅研究台灣股市是否能對裁量性應計數理性定價，且更進一步研究控制股東現金流量請求權與控制權偏離程度是否與股市的理性定價能力有關。

本研究以兩種偏離程度的衡量檢驗各假說：現金流量請求權除以控制權衡量偏離程度（相對偏離）以及控制權減現金流量請求權衡量偏離程度（絕對偏離）。研究結果顯示：控制股東現金流量請求權與控制權偏離程度越大，公司裁量性應計盈餘持續性越小。股市是否能對裁量性應計數理性定價的 Mishkin test 結果則發現，台灣股市對裁量性應計數呈現過度反應；而控制股東的現金流量請求權與控制權偏離較大時，股市反應應計數的過度反應顯著變小，顯示股市較不相信治理較差公司的應計數；但平均而言，股市仍然過度反應公司盈餘中應計部分。這個結果的一個可能解釋為投資者無法對裁量性應計數做理性定價，因此雖然對偏離程度的影響雖稍做修正，但仍無法完全理性修正。

**關鍵詞：**控制股東、公司治理、裁量性應計數、理性定價

## Abstract

Previous research in the area of corporate governance finds that the deviation between cash flow and voting rights (a measurement of “bad” governance) could result in a company with lower Tobin-q. One possible explanation is that the earnings quality of the “bad” companies is lower, and consequently, the stock market reacts accordingly. This raises our first research issue—whether the persistence of discretionary accruals is lower in those of “bad” firms. Following the first issue, our second issue is regarding the stock market

reaction to the discretionary accruals. We test whether the stock market reaction of discretionary accruals is related to the deviation between cash flow and voting rights.

We find strong evidence supporting the hypotheses that bad governance leads to less persistence of discretionary accruals. As to the empirical result from the Mishkin test, the evidence suggests that (1) the market overreacts to discretionary accruals, and (2) the degree of overreaction is decrease for “bad” companies, but on average, the market still overreacts to discretionary accruals.

**Keywords:** controlling stock holder, corporate governance, discretionary accruals, rational pricing

## 壹、前言

### 研究背景與動機

世界銀行所提之公司治理架構中 (World Bank, 1999)，就公司內部管理機制而言，公司治理係指公司在符合公司財務、法律與契約的規範中，建立最適機制以促使公司價值的極大化。因此董事會必須平衡股東及員工、顧客、供應商、投資人等其他利害關係人的利益，以創造公司的長期利益。Shleifer & Vishny (1997) 與柯承恩 (2000a, 2000b) 對良好公司治理的觀念與上述世界銀行一致，兩篇論文均認為「保障公司資金提供者應有權益的制度」。葉銀華等 (2002) 則將所謂應有之制度與資金提供者擴大解釋為「透過制度的設計與執行，期能提昇策略管理效能與監督管理者的行為，藉以確保外在投資者 (小股東與債權人) 應得的報酬，並兼顧其他利害關係人的利益」。不論各別研究者如何定義，公司治理之基本要義在於防範控制股東 (或管理者) 傷害公司價值，並且強化公司競爭力與管理機制，以保障資金提供者與其他利害關係人的權益。因此公司治理機制較佳之公司，應為財務及其他管理制度比較健全之公司。

公司治理相關研究中，不管是 La Porta et al. (1999) 針對世界 27 國，Claessens et al. (2000) 針對東亞九國，或者 Yeh (2001) 以台灣公司為樣本，以及 Faccio & Lang (2002) 以西歐十三國為研究對象，這些論文皆發現各國有許多上市公司透過金字塔結構及交叉持股方式來達成對上市公司的控制，形成了

控制股東所擁有的投票權與現金流量權有偏離的現象產生。上述文獻認為，當控制股東之投票權與現金流量偏離時，控制股東透過前述的股權結構，控制並決定董事會成員結構影響管理決策，進而引發控制股東對小股東財富傷害的代理問題。控制股東在經營公司時，可能產生正的誘因效果或負的侵佔效果。當控制股東擁有較大的現金流量請求權時，控制股東在做財富侵佔行為時自己的損失亦很大，因此控制股東將會認真經營公司以降低任何損害公司價值的行為，因此傳統上研究利用現金流量請求權衡量正誘因效果。另一方面，當控制股東所擁有的投票權越多，越有能力侵佔及移轉公司資源，股權結構所帶來的大小股東間代理問題則可能相形嚴重，因此投票權與現金流量請求權差距在文獻中被用來衡量侵佔效果。

我國公司治理評等系統提出五個構面共十七個變數作為評量指標，然而這五大構面多與股權結構及股東控制力脫不了關係，因為控制股東有能力影響董事會組成及管理型態，並可能藉由對公司管理的決策權來進行關係人交易及介入股市。因此追根究源，公司治理之研究中最受重視之變數應為控制股東控制權與現金流量請求權之偏離程度，而本研究也將以此為研究重點，捨棄對其他公司治理變數之探討。翁淑育 (2000) 與 Yeh (2001) 以民國 86 年至 87 年台灣 251 家上市公司為樣本，在最大股東握有 20% 投票權之標準下，發現有 70.1% 的公司存在控制股東，其中 58.2% 的公司其最終控制者係屬家族型態。此外，翁淑育 (2000) 亦發現控制股東普遍利用金字塔結構與交叉持股的方式，使其掌握之控制權超過其所有權；此外，台灣上市公司亦透過參與管理的方式以增強控制力。翁淑育 (2000) 與 Yeh (2001) 的研究結果與 La Porta et al. (1999) 及 Claessens et al. (2000) 的結果相近，因此台灣上市公司的樣本為研究集團企業控制型態的典型。翁淑育 (2000) 進一步透過迴歸分析的方式，發現當控制股東之現金流量請求權與控制權偏離愈多時，公司價值愈低。這類研究多以 Tobin-q 為衡量公司價值之指標，因此造成公司價值較低的兩個可能之解釋為：(1) 平均而言，控制股東若在現金流量請求權與控制權偏離愈多時，其公司經營比較可能以控制股東的私利為出發點，因此這類公司實質擁有的無形資產（或公司市價超過帳面價值部分）比較少，或 (2) 這類公司的公司治理機制較差，因此市場認為其財務報表數字較不可信，市場對相同之淨值，給予較低之市價反應。這兩個解釋不排除其他可能之因素，也可能同時存在。本論文嘗試對這個問題做進一步研究，希望能有助於學術界、實務界及管制單位對公司治理問題的理解。

里昂證券於 2001 年率先發表了全球新興市場 495 家企業公司治理報告，文中不僅指出公司治理好壞與企業營運績效及股價報酬有正向關係外，亦提醒

投資人注意那些公司治理分數較差的企業，因為他們可能會有較多隱瞞而造成資訊揭露較不透明，且通常擁有較困窘的營運狀況，因此財報揭露之盈餘品質可能較差。然而由於應計數較易受管理當局操控而虛增公司實質經濟價值 (DeFond & Jambalvo, 1994; Dechow & Skinner, 2000; Dechow et al., 2003)，而外部人士又無法直接觀察到管理者的行為及意圖，因此研究者對於應計盈餘數的關心常多於現金流量部分。然而應計數包含兩種資訊內涵：來自盈餘操弄之雜訊以及實質私有資訊之傳遞 (Healy & Palepu, 1993)，因此單純的應計數研究可能無法釐清應計數背後隱含了怎樣的動機。Subramanyam & Wild (1996) 指出在控制現金流量及非裁量性應計數的影響下，裁量性應計數與未來盈餘的關聯性確實存在，此與管理人員藉由裁量性應計數傳遞私有訊息觀點相符。換言之，當應計數盈餘持續較高時，極可能管理當局是為了傳遞未來獲利的私有訊息的目的高於盈餘操作之目的。此外在資本市場的相關研究中，市場如何反應會計資訊尤其是公司盈餘數及其構成因子一直是學者及市場參與者關心的課題。雖然應計品質 (accrual quality)、持續性 (persistence) 及可預測性 (predictability) 為會計文獻中常被用來衡量盈餘品質之變數 (Francis et al., 2005)，但基於前述理由本研究將以盈餘持續性為研究重心。

本研究嘗試瞭解控制股東現金流量請求權與控制權偏離愈多時，是否公司盈餘中之應計數部分較不可信，因此其應計數持續性應該低於偏離較少的公司。此為本論文第一個研究目的—測試現金流量請求權與控制權偏離與應計數持續性是否有關連。本論文第二個目的在於瞭解台灣股市反應應計數資訊時，是否能正確考慮控制股東現金流量請求權與控制權偏離可能造成的影響。因為許多研究均發現比較有效率的美國市場對應計數的反應為「非理性定價」，而我們的研究重點更複雜：台灣股市是否能正確反應「控制股東現金流量請求權與控制權偏離」對盈餘持續性的影響。

前述國內有關公司治理與 Tobin-q 關係研究結果的一個可能解釋為「壞公司」的報表較不可信，在股價上受到懲罰。但正如上段所言，許多國外研究者發現美國市場對應計數之持續性有過度反應之現象。若台灣市場亦有過度反應現象，則這兩個結果似乎有些矛盾，因為市場似乎不應對「壞公司」的盈餘過度反應。因此本文的研究議題可能有助於釐清一個有趣之問題：「壞公司」是否也存在過度反應之現象，或是過度反應僅存在於「好公司」。

## 貳、文獻探討與研究假說

### 一、文獻探討

Berle & Means (1932) 首先提出有關公司所有權與經營權分離所衍生之相關問題，並認為這個兩權分離的情形將影響公司績效。Jensen & Meckling (1976) 則將 Berle & Means (1932) 的想法做更具體、更完整的分析，因而提出主理人 (principal) 與代理人 (agent) 間的代理關係所衍生之代理問題，並分析這個問題對公司價值的影響。他們提出的「代理理論」是後續公司治理領域相關研究議題之基本理論架構。

民國 93 年國內發生之博達、宏達科事件等弊案，使得市場參與者更注意公司治理問題。而集團企業之規模及其股權聯結之複雜度使公司治理問題更為複雜，故大規模集團企業現金流量請求權與控制權分離的狀況與盈餘持續性的關連，以及股市是否能理性反應此關連性等兩個問題。

探討所有權與控制權偏離度之研究，主要認為控制權所帶來的代理問題效果高於現金流量請求權所帶的正向誘因效果，將使得公司價值受損。現金流量請求權越大時，控制股東與公司利益愈趨於一致，因此努力經營之誘因較為強烈。而投票權越多控制權越大，控制股東可透過多種方法直接侵佔公司利潤或者透過移轉定價、資產剝奪與投資者稀釋等方式去得到利益。Grossman & Hart (1988) 與 Harris & Raviv (1988) 證實所有權與控制權之分離將使股東價值降低；La Porta et al. (1999) 及 Claessens et al. (2000) 則發現企業最終控制股東控制權與現金流量請求權之分離程度愈大，公司績效愈差。Bebchuk et al. (2000) 則認為這兩權分離愈大，將造成較大之代理問題，並使公司價值減少。

而應計數選擇及公司治理間的關係則多於近年來興起，而大部研究結果均顯示，良好公司治理降低了盈餘操控而提高了盈餘品質。Beasley (1996) 和 Chtourou et al. (2001) 發現整體而言，董事會結構對財務報告品質有重要影響，他們的研究指出獨立董事降低了盈餘控制的可能性。Klein (2002) 針對 1992-1993 年間 692 家美國公司進行測試，其研究結果發現董事會獨立性及審計委員會獨立性較高的公司之裁量性應計數較低。Xie et al. (2002) 與 Jenkins (2002) 測試其它董事會特性也同樣發現外部董事比例與裁量性應計數之絕對值呈現負相關。Fan & Wong (2005) 以七個東亞國家公司為樣本探討股權結構與會計盈餘資訊內涵之關連性，結果發現當控制股東所有權偏離現金流量請求權愈大時，控制股東會利用他所擁有的資訊優勢，基於自身的利益來報導會計資訊，而非真實反映公司實質的經濟交易情況、或隱匿並降低對其他股東揭露

攸關的資訊，因而盈餘與股價報酬率之間的關連性愈小。Menon & Williams (2004) 則以董事會成員的經歷衡量公司治理好壞對盈餘管理的影響，主要探討當經理人員或者董事會成員曾經是現任查帳會計師事務所之合夥人時，是否因此將因旋轉門現象 (revolving door)，而影響異常應計數之大小。他們指出有會計師事務所合夥人為董事會成員組成份子的公司，傾向於透過盈餘操作來達到分析師所預測的績效數字，因此異常應計數較大。此外當 Menon & Williams (2004) 將異常應計數分解成正負兩組樣本做檢測時亦得到相同之結果。Bowen et al. (2008) 則運用兩階段式分析，以管理者與經營者之最適契約角度進行研究。第一階段研究中發現公司治理指標較差的公司與管理當局異常應計數之使用有關連性存在。然而第二階段中，學者們以第一階段迴歸式中之殘差值為超額異常應計數，並檢測與後期的營運績效的關連性，結果卻發現較差的公司治理所產生的超額異常應計數運用與未來現金流量及 ROA 成正相關，Bowen et al. (2008) 解釋在最適契約下，應計數運用是為了傳遞未來盈餘資訊，股東因盈餘操作而獲利與 Subramanyam & Wild (1996) 的發現一致。上述相關文獻的實證結果多顯示公司治理情況較差的公司，其異常應計數較大，因此這些公司的盈餘持續性與總應計數的持續性應該較低，而其應計數之運用是為了盈餘管理目的而非正確傳遞私有資訊。本研究另認為國內集團企業之控制股東控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，基於「資訊不對稱」及「代理問題」衍生「代理成本」，將對公司盈餘持續性造成負面影響。詳言之，這些偏離較大的公司可能因為代理問題較大、較不努力經營企業，因此營運較為不穩定，造成盈餘持續性較低；或因這類公司比較傾向以持續性較低的異常應計數來操縱損益，因此其盈餘持續性較低。Xie (2001) 將盈餘要素區分為來自營業現金流量、非裁量性應計與裁量性應計數等三部分，並以這三項盈餘要素預測下一期之盈餘，發現異常應計數的持續性低於其它兩項盈餘要素之持續性。且該論文亦發現，股市對於正常應計數與異常應計數均有過度反應之現象。本研究將該論文繼續延伸，測試偏離程度與應計數過度反應的現象是否有關連。

本研究測試假說時，以下列方式拆解盈餘組成份子：將盈餘拆解為營業活動現金流量與總應計等兩部分，再將盈餘拆解為營業活動現金流量、非裁量性應計與裁量性應計數等三部分。主要內容中，將報導察偏離程度是否與裁量性應計的持續性有關，以及股市如何反應「好公司」與「壞公司」公司裁量性應計持續性的差異。敏感性分析另報告公司治理與非裁量性應計盈餘以及總應計盈餘的關連性。

## 二、研究假說

根據前述文獻探討，偏離程度較大之公司，公司治理指標越差，其總應計數與裁量性應計數之持續性應該比較低，因此提出下列假說一：

H1：控制股東控制權與現金流量所有權偏離程度與裁量性應計數之盈餘持續性呈負相關。

本文第二個假說欲測試股市之反應與偏離程度間之關係。公司治理好壞影響代理問題大小及代理成本的多寡，因此過去研究均指出公司治理好壞影響公司的績效，如果這個關連性為市場知悉，則股價將根據公司治理的好壞立刻做出調整，在此情況下並不會有異常報酬之產生。反之若市場沒有即刻反應此項關係，則股價未達均衡狀態。公司治理與股價報酬之關連性研究多從代理成本角度出發，例如 Gompers et al. (2003) 便提出當公司治理程度較差時，將發生額外的代理成本（資金成本及併購活動頻繁），當市場低估此額外成本時，這些公司的股價報酬以及營運績效實際上可能比預期差，因此公司價值在一開始時可能被高估了，在經過市場調整過程後股價將回到市場均衡價格。Gompers et al. (2003) 發現公司治理水準較低，其股票異常報酬率較低，企業價值亦較低。Drobtz et al. (2004) 則以德國公司為研究標的並運用 Gompers et al. (2003) 之研究方法進行分析，實證結果顯示公司治理指標與公司市價淨值比具有顯著的因果關係 (casual connection)，表示公司治理較佳的企業，整體市值可以因此提昇。Drobtz et al. (2004) 解釋如果一開始時公司治理機制並不好則公司大股東及機構投資人將有誘因去進行監督活動，這些監督活動是需要成本，因此為獲得適當的報償投資人將要求較高的權益報酬率。一旦公司監理機制獲得改善，投資人監督活動將減少相對的所要求報酬將降低，這也隱含了公司有較高之價值存在。Drobtz et al. (2004) 進一步針對投資策略作檢視，發現持有公司治理良好之公司股票、並賣出公司治理評等較差公司之投資組合將獲得異常報酬。這些結果均顯示，市場價格並未正確反映公司治理狀況對經營績效之影響，市場並無效率，也因此具有套利空間之存在。

在效率市場研究中，Sloan (1996) 以 Mishkin (1983) 檢定發現投資人無法察覺現金流量與應計數持續性的差異，因而市場存在著對應計數過度反應的現象。Bradshaw et al. (2001) 研究中發現，即使在分析師和獨立會計師等專業人士監督下，資本市場投資人仍舊不易全然瞭解會計盈餘中應計項目之性質，而無法適時將資訊反應於股價報酬中。此和 Sloan (1996) 研究中運用 Mishkin (1983) 檢定應計項目與效率市場之關連性之論文所獲結果完全相同：市場對於應計項目有過度反映現象存在 (Fairfield et al., 2003; Richardson et al., 2005;



Pincus et al., 2007)。Fairfield et al. (2003) 檢測1964至1993年資料之應計項目與未來股價報酬間關係，實證結果顯示市場高估應計項目且應計數與未來報酬成負相關。Richardson et al. (2005) 則將應計項目分類，並衡量損益表編製過程中可能之判斷誤差大小，以此作為可靠性指標，並以可靠性的角度來探討其對盈餘持續性之影響。其研究發現可靠性較低之應計項目，將導致較低之盈餘持續性，而市場因無法完全預測應計項目有低盈餘持續性的狀態存在因此給予錯誤之定價。Pincus et al. (2007) 針對二十個國家進行應計項目檢測過度反應是否為全球性之現象，結果顯示有四個觀測國家具有對應計數過度反應現象，而這些國家的特性包含其法律系統為成文法體系、對於應計選擇之限制較為寬鬆有彈性及股權較為分散。Pincus et al. (2007) 推論盈餘管理及對於套利限制之寬鬆，是造成市場過度反應的主因。綜合這些文獻的非理性預期假說，隱含市場無效率的結果。然而實際上，台灣市場較美國市場可能更無效率，因此推論亦存在過度反應現象。因此假說二的敘述方式也是以過度反應為預期方向。

在我國金融與監督管理委員會2008年所舉辦第五屆台北公司治理論壇中，倫敦證交所亞太區總裁祝曉健介紹倫敦證交所對掛牌企業的公司治理要求時，表示公司治理較好者將可增加投資人信心，倫敦的投資人願意支付12%-14%的溢酬給公司治理好的公司，亞洲國家則願意支付更高的代價，普遍都願意支付20%的溢酬給那些有較好公司治理的公司，這也顯示著市場過度反應現象在公司治理較好公司中比較大。過去文獻並未考慮股市是否理性反應與公司治理之良窳是否有關，但根據相關研究結論，公司治理較差公司盈餘品質較差 (Klein, 2002; Menon & Williams, 2004; Bowen et al., 2008)，因此推論股市投資人對其財務報表的信賴程度應該較低，過度反應的程度應該較低 (Gompers et al., 2003)，因此假說二如下：

H2：控制股東控制權與現金流量請求權偏離程度與股市對裁量性應計數的定價過度反應現象呈負相關，即偏離愈大 (較差公司) 的過度反應較小。

此一假說測試中，也可同時瞭解 (測試) 股市對總應計數的定價有無過度反應的現象。至於股市若能理性反應盈餘持續性的影響，則上述假說應該並不存在。因此本論文的實證結果對瞭解股市對盈餘的反應機制是相當重要的，同時也能釐清「過度反應」是否與公司治理好壞相關。

## 參、研究設計

### 一、研究樣本

本研究之財務與股票報酬資料均來自台灣經濟新報社資料庫。研究標的選取自民國八十五年至民國九十四年共十年間之台灣上市及上櫃集團公司為基本研究對象。另根據有關評估盈餘價值攸關性的文獻指出，樣本中包含負盈餘公司將顯著降低盈餘反應係數及模型解釋力 (Hayn, 1995; Collins et al., 1997; Collins et al., 1999)。其主要問題是負盈餘將降低當期盈餘與未來盈餘的關係，對盈餘的預測及權益評價之意含不同於正盈餘公司 (Jenkins, 2003)。張仲岳、張君玉 (2003) 顯示正盈餘與負盈餘具不同的資訊內涵<sup>1</sup>。因此，本研究亦將排除負盈餘公司<sup>2</sup>，故最終樣本係針對樣本期間中之正盈餘公司為研究標的，並刪除會計年度非屬曆年制的公司，且排除金融業及證券業公司，及扣除財務資料及股價（報酬）資料有遺失值的，最終樣本共計1,592筆樣本年。

### 二、變數衡量與模型

#### （一）衡量控制股東之所有權與控制權

本論文之研究步驟中首先必須衡量控制股東之所有權與控制權，其差額即為現金流量請求權偏離程度之衡量。如前所述，翁淑育 (2000) 與葉銀華 (2002) 以民國86年至87年台灣251家上市公司為樣本，發現有70.1%的公司存在控制股東。本論文擬參考中華徵信所出版之台灣地區集團企業研究各年年鑑與台灣經濟新報資料庫之公司基本屬性子資料庫以判斷公司是否為集團企業；其次，將以中華徵信所出版之台灣地區集團企業研究各年年鑑為基礎，並透過公開說明書與財務報表中之「總經理、副總經理及各單位主管」、「董事及監察人資料」、「董監事酬勞」及「關係人交易」中之資料，判斷自然人股東之間與高階主管間的親屬關係。另一方面，本論文利用公開說明書與財務報表中之「長期股權投資」、「轉投資事業」、「主要股東名單」、「法人股東之主要股東」與「關係人交易」等各項資料，判斷法人股東之最終控制權之歸屬。綜合以上

<sup>1</sup> 在其研究中樣本年期間 (民國 81 年至民國 90 年)，台灣上市公司宣告負盈餘的公司家數有增加的趨勢，平均達 23%，其中民國 90 年更高達 35%。

<sup>2</sup> 若  $t$  期的淨利 ( $M_{it}$ ) 小於或等於零，則定義為負盈餘公司，自研究樣本期間內刪除。

資料，描繪出集團架構圖並判別最終控制者之身份，最後再計算有關所有權與控制權比率，其差額即為偏離程度之衡量。論文中主要實證結果係以絕對差距 (DEV) 為偏離程度的衡量，此外相對偏離(RDEV) 的衡量所獲結果仍然一樣，但在統計上之顯著性較低。

台灣有許多控制股東，透過上市公司轉投資成立投資公司，再以投資公司的名義回頭購買母公司股權，作為加強其控制公司的方法；此時，控制股東本身並無再出資投資公司，但其所擁有的投票權卻增加，上述這種方式亦視為交叉持股的一種。本文之方法與 Claessens et al. (2000) 的方法相同，在計算控制股東的投票權 (控制權) 時，係選取該控制鏈中最小的股權；若控制股東透過多條控制鏈同時擁有該上市公司的股權時，則仿效上述的作法，將每一條控制鏈中最小的股權相加。有關控制股東的所有權 (現金流量權) 的計算方面，當僅存在一條控制鏈時，所有權 (現金流量權) 為控制鏈上各股權比率相乘後的數額，若控制股東同時透過多條控制鏈擁有上市公司的股權時，則控制股東的所有權 (現金流量權) 為各條控制鏈所求得之所有權 (現金流量權) 的加總。本研究採用 La Porta et al. (1999) 所提出之「最終控制」的概念，追蹤與分辨擁有投票權 (控制權) 之最終控制者的身份，將屬於同一控制群體的直接與間接持有的投票權 (控制權) 相加，藉以辨認公司的最終控制群體。控制股東的投票權 (控制權) 可分為二個部分：直接控制與間接控制；直接控制係指登記在控制股東 (含其成員) 名下的股權，間接控制是指登記在其他企業與機構 (法人股東) 名下，而這些企業與機構為同一控制股東所控制者。

## (二) 實證模型與變數

本研究以繼續營業部門淨利 ( $EARN$ ) 與營業活動中現金流量 ( $CFO$ ) 之差額衡量企業總應計數 ( $TACC$ )，即如模型 (1) 所示：

$$TACC_{it} = EARN_{it} - CFO_{it} \quad (1)$$

- $TACC_{it}$  :  $i$  公司  $t$  期總應計數  
 $EARN_{it}$  :  $i$  公司  $t$  來自繼續營業部門淨利  
 $CFO_{it}$  :  $i$  公司  $t$  期來自營業活動之現金流量

現金流量請求權及控制權偏離程度對應計盈餘持續性以及股市反應之影響

而企業總應計數包含非裁量性應計數部分 ( $NDACC$ ) 及裁量性應計數部分 ( $DACC$ )，即：

$$TACC_{it} = NDACC_{it} - DACC_{it} \quad (2)$$

為區分總應計數中屬於非裁量性應計及裁量性應計之金額，本研究參考 DeFond & Park (1997) 估計非裁量性應計方式，將樣本公司依產業別區分，並以模型 (3) 橫段面 Modified Jones Model 加以估計非裁量性應計項目，並以股東權益報酬率為控制變數 (Kothari et al., 2005)，如下：

$$TACC_{it} / TA_{it-1} = a_1 [1 / TA_{it-1}] + a_2 [(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / TA_{it-1}] + a_3 [PPE_{it} / TA_{it-1}] + ROE_{it-1} + e_{it} \quad (3)$$

$TACC_{it}$	:	$i$ 公司 $t$ 期總應計數
$TA_{it-1}$	:	$i$ 公司 $t$ 期期初總資產之絕對值
$\Delta REV_{it}$	:	$i$ 公司 $t$ 期銷貨收入變動數
$\Delta AR_{it}$	:	$i$ 公司 $t$ 期應收帳款變動數
$PPE_{it}$	:	$i$ 公司 $t$ 期財產、廠房及設備資產
$ROE_{it}$	:	$i$ 公司 $t - 1$ 期股東權益報酬率

透過模型 (3) 可得非裁量性應計之估計值，即  $(TACC_{it} / TA_{it-1})$ ，將該估計值乘以個別公司之期初總資產，即可得個別公司之非裁量性應計數 ( $NDACC_{it}$ )；模型(3) 之殘差值乘以個別公司之期初總資產，即可得個別公司之裁量性應計數 ( $DACC_{it}$ )。

Mishkin (1983) 發展在總體經濟下測試理性預期假說的架構 (以下簡稱 Mishkin test)。本研究模型 (4) 及 (5) 即運用 Mishkin 架構測試本文兩個研究目的。說明如下：

$$EARN_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_{it} + \gamma_2 NDACC_{it} + \gamma_3 DACC_{it} + \gamma_4 D_{it} * DACC_{it} + v_{it+1} \quad (4)$$

$$SIZEAR_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 (EARN_{it+1} - \gamma_0 - \gamma_1 CFO_{it} - \gamma_2 NDACC_{it} - \gamma_3 DACC_{it} - \gamma_4 DEV_{it} * DACC_{it}) + \varepsilon_{it+1} \quad (5)$$

- $EARN_{it+1}$  :  $i$  公司  $t + 1$  期來自繼續營業部門淨利
- $CFO_{it}$  :  $i$  公司  $t$  期來自營業活動之現金流量
- $NDACC_{it}$  :  $i$  公司  $t$  期非裁量性應計數
- $DACC_{it}$  :  $i$  公司  $t$  期裁量性應計數
- $DEV_{it}$  :  $i$  公司  $t$  期控制股東控制權比率減所有權比率。敏感度測試中另以相對偏離測試 ( $RDEV$ )。
- $SIZEAR_{it+1}$  :  $i$  公司  $t + 1$  期調整公司規模之異常報酬

Mishkin test 係透過非線性的迭代程序估計模型 (4) 及 (5)。模型 (4) 為不加入理性定價限制式 (理性定價限制式為  $\gamma_k = \gamma_k^*$ ,  $k=1, 2, 3$ )；而模型 (5) 則加入理性定價限制式。Mishkin 測試法是以下列之概似比統計量，滿足在虛無假說下之漸進分配為卡方分配：

$$2N \ln(SSR^c / SSR^u) \sim \chi^2_{(q)} \quad (6)$$

- $q$  : 為限制式個數
- $N$  : 為樣本數
- $\ln$  : 為自然對數
- $SSR^c$  : 為設限制條件迴歸式下之殘差平方和 (sum of squared residual)
- $SSR^u$  : 為未設限制條件迴歸式下之殘差平方和

透過模型 (4) 及 (5) 分別可計算  $SSR^u$  及  $SSR^c$ ，比較  $\chi^2_{(q)}$  臨界值即可測試市場對盈餘中來自營業現金流量、總應計數及股權偏離程度是否符合理性定價【即測試虛無假設  $H_0 : \gamma_k = \gamma_k^*$ ,  $k=1, 2, 3$ 】。若  $2N \ln(SSR^c / SSR^u)$  統計量小於在虛無假說下漸進分配之臨界值，則無

現金流量請求權及控制權偏離程度對應計盈餘持續性以及股市反應之影響

法拒絕市場對盈餘中來自營業現金流量、總應計數及股權偏離程度資訊符合理性定價假說；若  $2N \ln(SSR^c / SSR^u)$  統計量大於在虛無假說下漸進分配之  $\chi^2_{(q)}$  臨界值，則表示市場對盈餘中應計數資訊不符合理性定價假說。此項測試可針對單一係數  $\gamma_k$  測試（限制是個數為一），或同時針對多個  $\gamma_k$  做聯檢定（多個限制式）。

## 肆、實證結果分析

由表一可以得知樣本公司平均盈餘約為 2.7 億元，平均營業活動現金流量則約為 4.05 億元，其間之差額顯示折舊或攤銷可能佔盈餘的百分比相當大。裁量性應計數極大值為 16 億元，極小值則約為負 74 億元，這兩個模型估計之數值以及前述盈餘之平均數顯示對某些公司而言，可能之損益操縱金額影響損益相當重大。相對偏離顯示現金流量請求權與控制權差約百分之二十，絕對差則表示現金流量請求權比平均控制權大 10%。表二為相關係數矩陣，模型中現金流量與盈餘變數均以期初業主權益平減，以其他變數平減之結果說明請參見敏感性分析部份。大體而言，下一期異常報酬和偏離程度與裁量性應計數相乘之解釋變數的相關係數為負值；異常報酬與其他解釋變數間之相關係數皆為正。偏離程度與裁量性應計數相乘和下一期異常報酬為負相關，似乎顯示針對偏離程度較大公司，股市投資者對其總應計數的反應小於偏離程度較小的公司。這個單變量的初步結果與假說二的說法一致。此外，偏離程度與裁量性應計數相乘和下一期盈餘的關連性亦為負值，這個單變量的結果也與假說一相符，似乎公司治理較差的公司，其裁量性應計數的持續性較低。但這些結果仍須進一步以多變量的模型，控制其他變數的效果，才能確定假說檢定的結論。

表 1 敘述性統計量

單位：千元

變數	平均數	中位數	變異數	極大值	極小值
$EARN_{it+1}$	1,359,791	270,542	$3.083 \times 10^{13}$	92,316,115	-15,347,037
$CFO_{it}$	2,173,331	405,981	$7.518 \times 10^{13}$	143,680,218	-7,332,128
$TACC_{it}$	-813,540	-150,393	$2.607 \times 10^{13}$	32,351,102	-72,677,810
$NDACC_{it}$	-735,671	-365,175	$2.490 \times 10^{13}$	31,129,476	-73,761,548
$DACC_{it}$	-77,869	-30,264	$1.975 \times 10^{11}$	1,567,384	-8,462,474
$RDEV_{it}$	0.8112	1.0000	0.0736	1.0000	0.0000
$DEV_{it}$	0.1047	0.0000	2.5261	100.0000	0.0000
$AR_{it+1}$	0.0906	-0.0853	1.2658	8.6197	-1.5927

註： $EARN_{it+1}$ ：i 公司  $t+1$  來自繼續營業部門淨利； $CFO_{it}$ ：i 公司  $t$  期來自營業活動之現金流量； $TACC_{it}$ ：i 公司  $t$  期總應計數； $DACC_{it}$ ：i 公司  $t$  期裁量性應計數； $NDACC_{it}$ ：i 公司  $t$  期非裁量性應計數； $RDEV_{it}$ ：i 公司  $t$  期控制股東現金流量權（請求權）比率除以控制權比率（相對偏離）； $DEV_{it}$ ：i 公司  $t$  期控制股東控制權比率減現金流量權（請求權）比率（絕對偏離）； $AR_{it+1}$ ：i 公司  $t+1$  期調整市場報酬率後之異常報酬。

現金流量請求權及控制權偏離程度對應計盈餘持續性以及股市反應之影響

表 2 相關係數矩陣

	$\frac{EARN_{it+1}}{SE_{it}}$	$\frac{SIZEAR_{it+1}}{SE_{it-1}}$	$\frac{CFO_{it}}{SE_{it-1}}$	$\frac{NDACC_{it}}{SE_{it-1}}$	$\frac{DACC_{it}}{SE_{it-1}}$	$\frac{DEV_{it} * TACC_{it}}{SE_{it-1}}$
$\frac{EARN_{it+1}}{SE_{it}}$	1.00000					
$\frac{SIZEAR_{it+1}}{SE_{it-1}}$	0.2528 <.0001	1.00000				
$\frac{CFO_{it}}{SE_{it-1}}$	0.2729 <.0001	0.06405 0.0593	1.00000			
$\frac{NDACC_{it}}{SE_{it-1}}$	0.2424 <.0001	0.02531 0.0544	0.6779 <.0001	1.00000		
$\frac{DACC_{it}}{SE_{it-1}}$	0.2178 <.0001	0.06531 0.0544	0.5670 <.0001	0.4491 <.0001	1.00000	
$\frac{DEV_{it} * DACC_{it}}{SE_{it-1}}$	-0.02105 0.5357	-0.12775 0.0002	-0.19254 <.0001	0.30506 <.0001	0.2773 <.0001	1.00000

註一：樣本數 1592

註二： $EARN_{it+1}$ ：i 公司 t+1 來自繼續營業部門淨利； $CFO_{it}$ ：i 公司 t 期來自營業活動之現金流量； $NDACC_{it}$ ：i 公司 t 期非裁量性應計數； $DACC_{it}$ ：i 公司 t 期裁量性應計數； $SIZEAR_{it+1}$ ：i 公司 t+1 期調整規模後之異常報酬； $DEV_{it}$ ：i 公司 t 期控制股東控制權比率減現金流量權（請求權）比率（絕對偏離）

表三絕對偏離為公司治理良窳的衡量下，模型測試的結果。營業活動現金流量對下一期盈餘的持續性分別為 0.727，表示持續性大約為七成三；總應計數對下一期盈餘的持續性則約為 0.66，營業活動現金流量的持續性略大於應計數的持續性。偏離程度與非裁量性應計數乘積之係數為-0.0554(其 p 值小於 1%)，表示偏離程度越大，應計數持續性越低。市場反應的 Mishkin test 對總應計數的測試結果與國外文獻相同，過度反應程度約為 220%。



表 3 集團企業中來自營業現金流量、總應計數及控制權偏離程度（絕對偏離程度）之總應計數資訊理性定價之實證結果

預測方程式：

$$EARN_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_{it} + \gamma_2 NDACC_{it} + \gamma_3 DACC_{it} + \gamma_4 D_{it} * DACC_{it} + v_{it+1} \quad (4)$$

評價方程式：

$$SIZEAR_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 (EARN_{it+1} - \gamma_0 - \gamma_1 CFO_{it} - \gamma_2 NDACC_{it} - \gamma_3 DACC_{it} - \gamma_4 D_{it} * DACC_{it}) + \varepsilon_{it+1} \quad (5)$$

第一部份：限制式僅含單一變數								
變數名稱	預測方程式		評價方程式			Mishkin test		
	係數 ( $\gamma$ )	t 值	係數 (C)	t 值	隱含 $\gamma^*$ $= -C/\alpha_1$	$r^*/r$	(註二) Mishkin $\chi^2$	p 值
截距項	0.0076	0.96			*			
$\frac{EARN_{it+1}}{SE_{it}}$			0.7787***	8.88				
$\frac{CFO_{it}}{SE_{it-1}}$	0.7269***	16.66	-0.4617***	-3.57	0.5929	82%	0.937	0.333
$\frac{NDACC_{it}}{SE_{it-1}}$	0.7106***	18.38	-1.0037***	-5.12	1.4510	181%	2.842	0.000
$\frac{DACC_{it}}{SE_{it-1}}$	0.6606***	14.38	-1.1346***	-4.56	1.4510	220%	4.936	0.000
$\frac{DEV_{it} * DACC_{it}}{SE_{it-1}}$	-0.0554***	-2.78	0.6533**	2.63	-0.8396	-1515%	12.229***	0.000
$R^2$	0.2831		0.0960			樣本數=1592		

第二部份：其它限制式

	Mishkin test	
	(註二) Mishkin $\chi^2$	p 值
$\gamma_3^* + \gamma_4^* = \gamma_3 + \gamma_4$	0.159	0.690
$\gamma_1 = \gamma_1^*, \gamma_2 = \gamma_2^*, \gamma_3 = \gamma_3^* \text{ 且 } \gamma_4 = \gamma_4^*$	18.320***	0.000

\*表示統計量在 0.10 的水準下顯著；\*\*表示統計量在 0.05 的水準下顯著；\*\*\*表示統計量在 0.01 的水準下顯著。  
 註一： $EARN_{it+1}$ ：i 公司  $t+1$  來自繼續營業部門淨利； $CFO_{it}$ ：i 公司  $t$  期來自營業活動之現金流量； $NDACC_{it}$ ：i 公司  $t$  期非裁量性應計數； $DACC_{it}$ ：i 公司  $t$  期裁量性應計數； $SIZEAR_{it+1}$ ：i 公司  $t+1$  期調整公司規模報酬率後之異常報酬； $DEV_{it}$ ：i 公司  $t$  期控制股東控制權比率減現金流量權（請求權）比率（絕對偏離）  
 註二：Mishkin  $\chi^2 = 2N \ln(SSR^c / SSR^u)$

最後的一個測試則針對偏離與裁量性應計數乘積的股市反應，表三實證結果推算的持續性係數-0.84，反應不足的程度為-1,515% (統計上顯著異於零)；但此乘積變數在預測模型的係數為-0.0554 (統計上顯著異於零)。這些結果的解釋為：公司治理較差的公司 (以絕對偏離程度衡量)，其應計數的持續性與公司治理較好的公司相比，有顯著差異；股市反應隱含係數 (-0.84) 加上裁量性應計數的隱含係數 (約 1.45)，其和約為 0.61。亦即若偏離程度為 1，則裁量性應計的隱含反應係數為 0.61，表示股市的過度反應在偏離程度為 1 時，對裁量性應計數之過度反應被修正為幾乎反應不足。這個結果似乎顯示股市對治理較差公司的財務數字較不相信，因此反應較小，但此一較小反應將過度反應修正為輕微的反應不足。值得一提的是，雖然前面結果顯示股市的過度反應情形在對偏離較大公司有適度修正，但樣本平均的現金流量與控制權之絕對偏離程度僅約為 10%，所以對大多數公司而言，股市對其總應計數仍然為過度反應。換言之股市投資人對於「壞公司」也存在過度反應之現象。

另本研究敏感性分析說明如下：

1. 本研究以相對偏離為公司治理好壞之衡量，重複前述測試，其實證結論相同，但統計檢定的顯著性稍低於表三之結果。
2. 以市場模型或調整市場平均報酬等兩種方法衡量異常報酬的結果亦大致相同，但以市場模型計算異常報酬時，主要結果中顯著的測試，此一衡量下統計上之顯著性較低 (但在 5% 信賴水準下仍為顯著)。
3. 本研究另嘗試以期初總資產平減解釋變數所獲結果非常類似。

## 伍、結論

公司治理較差的公司是否其盈餘持續性較低？股市投資人是否能理性分析盈餘持續性與公司治理好壞的關連，並做出正確 (不過度反應且不至於反應不足) 的理性反應？本研究嘗試回答這兩個重要的研究議題。

本研究實證結果顯示：控制股東現金流量請求權與控制權偏離程度越大，與公司應計盈餘持續性越小。但股市是否能對裁決性應計數理性定價的 Mishkin test 結果則發現，台灣股市對裁決性應計數呈現過度反應；而控制股東的現金流量請求權與控制權偏離較大時，股市反應之應計數的過度反應顯著變小，顯示股市較不相信治理較差公司的應計數；但平均而言，股市仍然過度反應公司盈餘中應計部分。這個結果的一個可能解釋為投資者無法對裁決性應計數做理性定價，因此對偏離程度如何影響雖稍做修正，但仍無法完全理性修正。

## 參考文獻

- 柯承恩, 2000a, 「我國公司監理體系之問題與改進建議(上)」, 會計研究月刊, 173期: 75~81。
- 柯承恩, 2000b, 「我國公司監理體系之問題與改進建議(下)」, 會計研究月刊, 174期: 79~83。
- 翁淑育, 2000, 台灣上市公司股權結構.核心代理問題及公司價值之研究, 輔仁大學金融研究所未出版之碩士論文。
- 張仲岳、張君玉, 2003, 「負盈餘資訊內涵—以負盈餘持續性觀之」, 會計理論與實務研討會—國立成功大學研討會。
- 葉銀華、李存修、柯承恩, 2002, 公司治理與評等系統, 台北: 商智文化。
- 葉銀華, 2002, 「台灣公司治理的問題與改革之道」, 證券暨期貨管理, 20卷3期: 1~32。
- Beasley, M. S., 1996, "An empirical Analysis of the Relation Between the Board of director Composition and Financial Statement Fraud," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, 443-465.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., and Triantis, G., 2000, "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights" in Morck, R. K. (ed.), **Concentrated Corporate Ownership**, Chicago: University of Chicago Press, 295-315.
- Berle, A. A. and Means, G. C., 1932, **The Modern Corporation and Private Property**, New York: MacMillan.
- Bowen, R. M., Rajgopal, S., and Venkatachalam, M., 2008, "Accounting choice, corporate governance and firm performance," **Contemporary Accounting Research**, forthcoming.
- Bradshaw, M., Richardson, S., and Sloan, R., 2001, "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?" **Journal of Accounting Research**, Vol. 39, No. 1, 45-74.
- Chtourou, S. M., Bédard, J., and Courteau, L., 2001, "Corporate governance and earning management." Working paper, Université Laval of Canada.
- Claessens, S., Jankov, S. D., and Lang, L. H. P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1, 81-112.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., and Weiss, I. S., 1997, "Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 24, No. 1, 39-67.
- Collins, D. W., Pincus, M., and Xie, H., 1999, "Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity," **The Accounting Review**, Vol. 74, No. 1,

29-61.

- Dechow, P. M., Richardson, S. A., and Tuna, I., 2003, "Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation," **Review of Accounting Studies**, Vol. 8, No. 2-3, 355-384.
- Dechow, P. M. and Skinner, D. J., 2000, "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators," **Accounting Horizons**, Vol. 14, No. 2, 235-250.
- DeFond, M. and Park, C., 1997, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 23, No. 2, 115-139.
- DeFond, M. L. and Jiambalvo, J., 1994, "Debt covenant violations and manipulation of accruals," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 17, No. 1-2, 145-176.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., and Zimmermann, H., 2004, "Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany," **European Financial Management**, Vol. 10, No. 2, 267-293.
- Faccio, M. and Lang, L. H. P., 2002, "The ultimate ownership of Western European corporations," **Journal of Financial Economics**, Vol. 65, No. 3, 365-395.
- Fairfield, P., Whisenant, J., and Yohn, T., 2003, "Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing," **The Accounting Review**, Vol. 78, No. 1, 353-371.
- Fan, P. H. and Wong, T. J., 2005, "Do External auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia," **Journal of Accounting Research**, Vol. 43, No. 1, 35-72.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K., 2005, "The market pricing of accruals quality," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 2, 295-327.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A., 2003, "Corporate Governance and Equity Prices," **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, No. 1, 107-155.
- Grossman, S. and Hart, O., 1988, "One-Share, One-Vote, and the Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 175-202.
- Harris, M. and Raviv, A., 1988, "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1, 203-235.
- Hayn, C., 1995, "The information content of losses," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 20, No. 2, 125-153.
- Healy, P. and Palepu, K., 1993, "The Effects of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices," **Accounting Horizons**, Vol. 7, No. 1, 1-11.
- Jenkins, D. S., 2003, "The Transitory Nature of Negative Earnings and the Implications for Earnings Prediction and Stock Valuation," **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 21, No. 4, 379-404.
- Jenkins, N. T., 2002, "Auditor independence, audit committee effectiveness and earnings

- management.” Working paper, Washington University.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Klein, A., 2002, “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 33, No. 3, 375-400.
- Kothari, S. P., Leone, A., and Wasley, C., 2005, “Performance matched discretionary accrual Measures,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 1, 163-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999, “Corporate Ownership around the World,” **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 2, 471-517.
- Menon, K. and Williams, D., 2004, “Former Audit Partners and Abnormal Accruals,” **The Accounting review**, Vol. 79, No. 4, 1095-1118.
- Mishkin, D., 1983, **A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient-Markets Models**, Chicago: University of Chicago Press.
- Pincus, M., Rajgopal, S., and Venkatachalam, M., 2007, “The Accruals Anomaly: International Evidence,” **The Accounting Review**, Vol. 82, No. 1, 169-203.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., and Tuna, I., 2005, “Accrual reliability, earnings persistence and stock prices,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 3, 437-485.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1997, “A Survey of Corporate Governance,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 52, No. 2, 737-783.
- Sloan, R. G., 1996, “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?” **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 3, 289-315.
- Subramanyam, K. R. and Wild, J. J., 1996, “Going-Concern Status, Earnings Persistence, and Informativeness of Earnings,” **Contemporary Accounting Research**, Vol. 13, No. 1, 251-273.
- World Bank, 1999, **Corporate Governance: A Framework for Implementation-Overview**, Washington, DC: The World Bank.
- Xie, B., Davidson III, W. N., and Dadalt, P. J., 2002, “Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee.” Working paper, Southern Illinois University.
- Xie, H., 2001, “The Mispricing of Abnormal Accruals,” **The Accounting Review**, Vol. 76, No. 3, 357- 373.
- Yeh, Y. H., 2001, “Do the Controlling Shareholder Enhance Corporate Value? ”, **The 14th Annual Australasian Finance and Banking Conference**, Sydney, Australia.

## 作者簡介

### 華琪筠

美國 Golden Gate University 商學博士主修會計，從事公司治理、資訊市場反應、財務會計及審計市場研究，曾任教於文化大學、台北大學客座助理教授，現任職於輔仁大學會計系專任助理教授，及美國 Northwestern Polytechnic University 管理學院訪問學者。論文曾刊登於國際知名 Review of Quantitative Finance and Accounting 及高雄應用科技大學學報，並於數個國際研討會 EI Proceeding 發表多篇研究。

E-mail: [judyhuacat@gmail.com](mailto:judyhuacat@gmail.com), [judyhuacat@hotmail.com](mailto:judyhuacat@hotmail.com)

### 林文祥

國立台北大學會計博士畢，現任義守大學會計學系助理教，主要研究領域為資本市場研究與管理會計（獎酬）。曾任職勤業會計師事務所，高雄大學應用經濟學系及實踐大學會計資訊兼任助理教授。研究曾發表於文大商管學報、中大管理研究及十多篇論文發表於國內外各大研討會。

E-mail: [warren@isu.edu.tw](mailto:warren@isu.edu.tw)

### 林宗輝

國立台灣大學會計博士，現任國立高雄應用科技大學會計學系助理教授，主要研究領域為財務會計及審計。論文曾發表於中華會計學刊、Neurocomputing 及 Corporate Ownership and Control 等期刊。

E-mail: [tzonglin@cc.kuas.edu.tw](mailto:tzonglin@cc.kuas.edu.tw)

### 蔡彥卿

美國 University of California 會計學博士，現任國立台灣大學會計學系教授，主要研究領域與議題為資本市場實證研究。探討市場投資人對財務資訊的反應，主要議題包含：退休金會計、金融商品相關揭露、員工分紅資訊、月營收公告、財務預測及轉換公司債等等會計研究議題。此外並對企業揭露之非財務資訊如何影響盈餘預測，以及市場對這些資訊是否能理性反應等議題有部份研究。近幾年論文曾發表於中山管理評論、證券市場發展季刊、管理科學學報及 Journal of International Business Research。

E-mail: [yanntsai.ntu.edu.tw](mailto:yanntsai.ntu.edu.tw)