

資產減損會計處理準則宣告與股價 反應之實證研究

Empirical Study of the Relationship between Announcements of Accounting for Impairment of Assets and Stock Price Reactions

洪榮華* *Jung-Hua Hung*

國立中央大學企業管理學系所
Department of Business Administration
National Central University

李易政 *I-Cheng Li*

國立中央大學企業管理學系所
Department of Business Administration
National Central University

張力 *Li Chang*

世新大學企業管理學系
Department of Business Administration
Shih Hsin University

劉永欽 *Yong-Chin Liu*

亞洲大學財務金融學系
Department of Finance
Asia University

* 通訊作者：洪榮華，作者感謝國科會所提供的研究計畫補助（計畫編號：
NSC96-2416-H-008-022-MY2）

摘要

本研究旨在探討投資者對資產減損公報宣告之股價反應，同時探討公司關聯性資產多寡、資金需求高低與公司治理好壞是否亦會影響公報宣告對股價的衝擊。除三因子模式外，本研究考量橫斷面相依問題，亦採用似乎不相關模式檢測公報宣告之股價反應；並藉由迴歸分析驗證上述研究問題。實證結果發現：(1)在事件日一（草案發布）投資者認為企業將來會產生資產減損損失，故市場反應為負向。而事件日二（正式公布）因公司加速處理不良資產，會傳遞未來折抵稅金利益與現金流量可能增加之正面訊息，使得股價出現正面的反應。(2)擁有關聯性資產較多與資金需求較高之公司，具有較負面的累積異常報酬。(3)公司治理好壞會進一步影響投資者對公報宣告之股價反應程度。

關鍵詞：資產減損公報、股價反應、融資理論、自由現金流量假說、公司治理

Abstract

In this study we investigate the stock price responses on different event dates in relation to specific companies and their stock reactions to announcements of accounting for impairment of assets. After applying a 3-factor model, the seemingly unrelated regression model and regression analysis, we find the following: (1) the cumulative abnormal returns are significantly negative on the date of the draft SFAS No. 35 announcement – event date one, but they are significantly positive on the date of the SFAS No. 35 announcement – event date two; (2) companies with more specific assets (long-term equity investment and fixed assets) are more affected by the SFAS No. 35, especially those with good corporate governance mechanisms; (3) the cumulative abnormal returns are positively related to the amount of free cash flow, especially those with bad corporate governance mechanisms.

Keywords: statement of accounting for impairment of assets, stock reactions, capital structure theory, free cash flow hypothesis, corporate governance

壹、導論

在全球化快速發展之今日，各國之會計準則皆走向會計一致之趨勢 (吳如玉，2005a)¹；另新巴賽爾協定亦要求各國應積極降低會計原則不一致性。以我國而言，會計研究發展基金會對會計準則之制定已由美國財務會計準則 (Financial Accounting Standard) 轉為與國際會計準則委員會所制定之國際會計準則 (International Accounting Standard) 為接軌之對象 (杜榮瑞等，2004)²。而我國與國際會計準則主要之差異為國際會計準則第二十七號合併報表 (Consolidated and Separate Financial Statements)、國際會計準則第三十九號金融商品之會計處理 (Financial Instruments: Recognition and Measurement) 與國際會計準則第三十六號資產減損之會計處理 (Impairment of Assets) 等 (鍾慧真，2004)。會計研究發展基金會也陸續推出相關公報³，此舉實拉近我國與世界各國會計原則之一致性。

另企業為了維持競爭優勢及適應整個大環境的變化，必須投資許多資產或是從事相關的研發活動，但是受限於成本原則評價資產之原則下，卻造成無法反映技術進步與時代變化下，其營運資產的真實效益。而財務會計準則第三十五號公報 (資產減損之會計處理) 主要的目的就是為了反應資產之真實價值 (避免高估) 及提升財務報表的透明度 (黃美珠，2007)。所以此公報建立了新的資產評價準則，也就是資產須按帳面價值與可回收金額孰低法評價，若帳面價值大於可回收金額，必須認列減損損失⁴ (張仲岳，2005)，此舉可反應出企業之錯誤投資 (不良資產)。

最近台灣之訊碟、皇統、陸技與博達等公司假帳事件層出不窮，致使股東、投資人及員工蒙受損失，也使財務報表之真實性、管理當局之誠信和政府之管理能力，遭人質疑。為了強化財務資訊品質與國際接軌，行政院金融監督管理委員會要求我國上市上櫃公司於 94 年 1 月 1 日起，適用會計研究發展基金會所制定財務會計準則公報第三十五號資產減損之會計處理準則。

¹ 美國財務會計準則委員會已與國際會計準則委員會正式達成協議，將來兩準則會趨於一致之方向。

² 依據巴賽爾協定，各國財務報告將依國際會計準則為主。因此國際會計準則將成為主流。另歐盟於 2005 年 1 月要求採用國際會計準則。

³ 會計研究發展基金會於 2004 與 2005 年間制定財務會計準則第三十四公報金融商品之會計處理；財務會計準則第三十五公報資產減損之會計處理；修訂財務會計準則第七公報合併報表。

⁴ 資產的帳面價值不應該超過未來所能回收的經濟效益，當資產的可回收金額低於帳面價值，則應該予以沖銷，並同時提列減損損失，列示於當期損益。

另在最近適用之新公報中，以資產減損之會計處理所造成認列之損失最多；對整體產業之損失亦影響最鉅⁵。若企業適用資產減損會計處理的規定，公司的損益與淨值就會因為資產價值的調整而受到影響，且多數公司盈餘及淨值皆向下調整（顏信輝、丁緯，2006a）。此對資本市場而言，似乎是一個利空的消息，進而可能對整個股市造成很大的衝擊。

惟資產減損之宣告對股票市場會產生利多或利空反應，實屬分歧。某些研究發現，當企業宣告資產價值降低時，股票價格上漲，進而產生正面的股票報酬。因為當企業宣告重新評估資產價值同時提列資產減損損失時，代表管理者願意承認以往投資案的無效率及認列相關損失，隱含管理者不會為了回收投資案的資金，而有過度投資或資金錯誤使用的可能性，所以未來在非理性投資行為減少及資金使用效率可能提升下，傳遞企業之未來現金流量即將增加的正面訊息（Jensen, 1986; De Bondt & Makhija, 1988）。另一方面，某些研究發現，當市場投資人無法判斷資產減損宣告能否提升效率或增加未來現金流量時，往往此訊息的宣告，反而會傳遞企業未來可能經營不善或是將發生財務困難等之負面訊息（Johnson, 1989; Martin et al., 2000）。

進一步研究在擁有資產比例不同公司，其資產減損宣告對股價反映之關係。當資產減損公報發佈時，因為主要是針對某些特定資產做調整⁶，所以當企業因為營運需要而擁有較高比例的特定資產時，往往受到資產減損宣告影響的程度也會有所差異（Bhushan, 1989; Guenther & Rosman, 1994）。另一方面之研究，由於適用資產減損公報會使高科技或新設立等資金需求較高的公司提列的費用增加，而減少保留盈餘，使得企業風險增加，進而使資金募集的相關成本增加。因而，使高資金需求之公司受到負面股價反映之影響也較強烈（Akresh & Fuersich, 1994）。

最後，公司的債券契約與管理者獎酬計畫（Compensation Plan）之制定大多依賴會計數字，故管理者往往藉由會計方法的改變來避免潛在的違約風險成本（Smith & Warner, 1979; Holthausen & Leftwich, 1983）或提高自身獎酬（Holthausen et al., 1995），而資產減損公報給予管理者額外操控會計數字的機會，除擴大管理者與股東及債權人間的代理問題外，亦增加管理者剝削股東及債權人利益的可能性。以往文獻發現好的公司治理機制可以限制管理者剝削股

⁵ 依顏信輝、丁緯（2006b）之研究指出 129 家公司於 2004 年首次提前適用三十五號公報資產減損損失之總金額約為 517 億，大於金管會公布首次適用三十四號公報 2005 年第一季產生損失約 50 億元。

⁶ 依財務會計準則公報第三十五號指出特定資產為長期投資、固定資產與無形資產（商譽）等。

東的行為 (Fama, 1980), 故本研究進一步探討公司治理機制的好壞是否影響公報宣告對公司股價的衝擊。

由於國內對於財務會計準則公報宣告對股價影響的研究較少, 如, 林嬋娟、張文貞 (1999) 對財務會計準則第十八號公報退休金會計處理之宣告與股價反應的探討。而資產減損公報於 2005 年始開始適用, 此公報宣告對股價之相關探討亦不多, 但其可歸為三類: 一、探討提前適用財務會計準則公報第三十五號公司之特徵及其相關之研究⁷。二、資產減損對財務報表價值攸關性影響之研究⁸。三、研究適用第三十五號公報對股價之影響⁹。但在資產減損宣告之相關文獻中 (Chao, 2007; 黃美珠, 2007), 大都以各公司發布資產減損訊息來看個別公司之股價反應, 較少以單一事件日來檢驗公報宣告對整體公司股價之關係, 也較少進行多期間異常報酬之敏感度分析。另外, 在方法上過去股價反應研究大都採 Brown & Warner (1985) 的市場模式與 Fama & French (1993) 的三因子模式。在傳統事件研究法必需符合殘差常態性、與解釋變數無互共線性、且獨立性的假設上, 如此其檢定才有意義¹⁰。但 Henderson (1990) 認為因為非同步交易 (Non-Synchronous)、事件集中 (Event Calendar Clustering)、及產業集中 (Industry Clustering) 等問題, 使得上述假設在真實市場將不成立。因為公報之宣告屬事件日集中的形態, 會造成個股報酬間有橫斷面相關 (Binder, 1998), 且 Schwert (1981) 發現同產業公司在特定共同時期的股票報酬具有高度相關性, 因為公司對於非預期事件具有類似相同的反應, 故以傳統法估計異常報酬會有極大的誤差。為解決此方法上之問題, 本研究採用似乎不相關模式 (Seemingly Unrelated Regression Model, SUR), 以期利用不同的模型來解釋與驗證方法之應用, 以增加結果之可信度。

故本研究提出以下之研究目的: 一、資產價值減損公報宣告之多事件日對市場股價的影響。二、公報宣告對公司股價的影響是否會因為公司擁有關聯性資產多寡而有差異。三、公報宣告對不同資金需求之企業, 是否會對投資者產生不同的預期, 而使股價反應產生變化。四、針對上述公報宣告對關聯性資產

⁷ 如, 鄭文吉 (2006), 劉惠美 (2006), 黃振豐、陳敏齡 (2006) 與 Chao (2007)。另依財務會計準則第三十五號公報適用時點之規定, 可由企業自行選擇於 2005 第 1 季後適用或提前於 2004 年底即開始適用。

⁸ 如, 林育淦 (2006), 范宏書、陳慶隆 (2006) 與陳慶隆 (2007)。

⁹ 如, 蔡垂君、劉秀葉 (2006), 廖世仁、蔡佩園 (2006), 黃美珠 (2007) 與 Chao (2007)。但是黃美珠 (2007) 與 Chao (2007) 所採用之事件日為每家公司個別公布資產減損之日, 此與本研究選取單一事件日對所有公司之影響不同。

¹⁰ 見沈中華、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。

多寡與資金需求高低之影響，公司治理好壞是否亦會影響公報宣告對公司股價之衝擊。

本研究理論上之意涵為：企業在台灣股票市場中，適用資產減損公報宣告之股價反應，是否符合契約理論與融資理論假說而使股價下跌；或符合政治成本理論或自由現金流量假說而使股價上升。

實務上的意涵為：一、探討資產減損公報之宣告對股票市場反應是傳遞降低公司盈餘之負面訊息，或減少過度投資與提高資金使用效率之正面訊息，以作為管理當局因應此號公報及未來公報對其股價反應之參考。二、因為資產減損公報具有提前適用條款，且亦未強制規定由 94 年第一季季報開始適用，故公報的適用日期隨著企業營運上的考量或是企業之特性而有所差異，所以藉由研究結果，釐清公報對擁有不同特定資產多寡公司之衝擊，以作為對政府單位及投資者將來面對新公報之參考。三、透過公司特性以及財務資訊幫助投資者分辨採用新公報的公司其所要傳遞的訊息究竟是正面還是負面，更可以讓投資者正確的判斷未來公報之宣告對股票價格的影響。

本研究其他部份架構如下：第二部份為文獻回顧與研究假說，第三部份為研究設計與方法，第四部份為實證結果與分析，最後則為結論。

貳、文獻回顧與研究假說

一、資產減損公報介紹

資產減損的主要目的就是清除隱藏在資產內之損失，確保資產之真實價值，故其帳面價值不得超過可回收金額¹¹，超過之部份必須提列減損損失¹²，並列示於當期損益表中。

財務會計準則公報第三十五號的主要參考依據是國際會計準則第三十六號公報資產減損之會計處理 (Impairment of Assets)。其適用之範圍為權益法之長期投資、固定資產及無形資產 (商譽與非商譽) 等，而排除其他公報已有規定之資產，例如，存貨、工程合約所產生之資產、遞延所得稅資產、遞延退休金資產及金融商品等¹³。

由於該類資產之公平市價不易取得，故該公報採取類似於成本與市價孰低

¹¹ 可回收金額是指淨公平價值或使用價值較高者，見財務會計準則公報第三十五號。

¹² 減損損失為帳面價值減掉可回收金額。

¹³ 請參考財務會計準則公報第三十五號第 2 條。

法之評價方式，而非市價法。雖然資產減損的調整可以提高財務報表的攸關性，但是卻降低可靠性。缺乏可靠性係指此公報使管理者可能操弄損益的空間變大，所以該公報也存在某些缺失¹⁴，如 (1) 可利用多認列當期資產減損損失，到下期迴轉減損時，便可提高盈餘；(2) 可操弄高估可回收金額而無須認列資產減損；(3) 當公司營運較佳時，資產減損跡象不明顯；但當營運較差時，反而必須提列資產減損損失，過於保守 (蕭惠元，2005)。

二、資產減損公報宣告與股價反應之關係

某些理論認為因為資產減損公報要求公司對於特定資產進行價值上的調整，帳面價值不可以超過可回收金額，否則必須提列資產減損損失，作為當期損益的減項，如此將導致公司的盈餘降低，進而使公司價值降低。但仍有不少理論持相反意見，有些理論認為公司經過資產減損將增加其經營效率，而提升公司未來價值。此正反意見對資產減損公報與股價之反應產生不一致性，以下將予以詳細說明。

(一) 資產減損公報宣告與股價反應呈反向關係

依據契約理論 (Contracting Theory)，資產減損公報會增加公司提列的費用同時減少盈餘，如此將導致公司財務比率變差，同時增加公司違約風險，故與盈餘或財務比率有關之契約，最重要者如公司舉債契約，若因採用資產減損公報而有立即違約機會時，可能必須重新擬定 (Smith, 1993; Bartov et al., 1998)，且契約相關成本可能增加的情況下，預期股價會有負面的反應 (Espahbodi et al., 2002)。

依據融資理論 (Financing Theory)，認為公司的舉債成本會隨著公司財務狀況的好壞而不同。公司因提列資產減損損失導致盈餘下降及財務狀況惡化，如負債比率上升及利息保障倍數下降，故當公司透過債券融資時，勢必面臨較高的融資成本與違約風險溢酬，兩者都會使相關債券制訂費用¹⁵提高，增加公司資金成本，進而傳遞負面的訊息給市場

¹⁴ 見蕭惠元，2005，「資產減損財會公報對 TCRI 之影響」，貨幣觀測與信用平等，52 期：13~22。

¹⁵ 指的是因以會計資料為基礎的債券契約限制 (Accounting-Dominated Contractual Constraints) 而產生的成本或費用，包含如：債券利息費用及違約成本等。

(Johnson, 1989)。

顧客效應理論 (Client Effect) 認為如果投資者當初是因為高股利的誘因才去購買該公司股票，如今因為事件宣告導致盈餘降低，進而使得公司股利發放的能力受到相關契約或是政府法令的限制，將導致股票價格降低，產生負面效應 (Martin et al., 2000)。

另外，根據以往的文獻研究，Alciatore et al. (2000) 認為市場已經預先知道關於資產價值降低的資訊，因此資產價值降低宣告前股票價格應該有負面效果。Bartov et al. (1998) 也有類似的結論，若該宣告為會計處理之因素，則會有顯著的負面效果，且資產價值降低宣告效果是持續性的，從行為財務學的觀點而言，也就是說市場投資者大多屬於保守主義，因對新資訊持保守態度而使股價反應不足，之後隨著資訊逐漸增加而緩慢修正 (Barberis et al., 1998)；此外，根據 Shefrin & Statman (1985) 展望理論中的處分效果 (Disposition Effect)，投資者較不願意實現確定的損失，而會嘗試可能扳平的機會，所以儘管資產減損公報使盈餘減少而可能導致股價下跌，但投資者會傾向採取觀望的態度繼續持有股票而非全部賣出，故上述兩觀點皆顯示股價可能會有反應不足的現象，而持續向下修正。

(二) 資產減損公報宣告與股價反應呈正向關係

如上所述，企業適用資產減損公報雖然可能增加額外資金成本，但根據政治成本理論 (Political Cost Theory)，在調整資產價值後，因為公司財務透明度提高，相關財務揭露以及監控成本將會大幅降低，反而傳遞正面的訊息，所以產生資產減損公報宣告的正向效果，而使股價呈正面反應 (Espahbodi et al., 2002)。

雖然資本預算決策理論 (Capital Budget Decision Theory) 認為，沈沒成本不會影響公司決策¹⁶ (以前錯誤投資將不具有任何資訊效果)。但 De Bondt & Makhija (1988) 卻發現，當企業適用資產減損公報時，意謂著公司將放棄那些表現不佳的資產，且減低管理者未來投資負淨現值投資的機會，故預期企業未來會有正向之股價效果。

Jensen (1986) 的自由現金流量假說 (Free Cash Flow Hypothesis)，認

¹⁶ Ragothaman & Bublitz (1996) 指出沈沒成本是不管採取何種行動都無法回復的已發生成本。

為公司如果存在大量自由現金流量¹⁷，則會增加股東與管理者間的代理問題。尤其在管理者的獎酬是依據公司規模之增加而訂定時，情況更加嚴重。因為管理者可能會利用投資負淨現值方案的機會，以擴大公司規模來增加自己的權力與報酬。而資產減損公報的實施將使盈餘下降及相關財務比率變差，增加以盈餘為限制條件之債券契約的違約機會 (Johnson, 1989)，故類似的債券限制及未來的償還義務會降低管理者將現金用於非最適花費之可能性 (Stulz, 1990; Maloney et al., 1993)，此論點隱含公司自由現金流量的使用將受到限制，管理者會努力發揮將剩餘自由現金流量用於最適的投資計畫，為股東創造價值。因此在營運上，當公司透過資產減損公報的宣告，增加對自由現金流量使用的限制，可減少管理者投資負淨現值資產的機會，故股票市場會對該宣告有正向的反應。

另外，Brennan (1991) 則認為資產減損象徵未來折舊費用的減少，亦可能反應未來營運盈餘會增加的訊號，而 Minnick (2004) 發現資產價值降低宣告會增加盈餘的透明度，同時也強化未來公司獲利之訊息，以上論點都傳遞正面訊息。

綜上所述，資產減損公報的宣告會同時藉由傳遞對盈餘、契約成本及財務比率惡化等負面訊息，與傳遞強化效率、提升透明度及減少不良投資等營運上考量的正面訊息，來影響投資者預期。以台灣目前的狀況而言，資產減損公報的宣告，短期將使公司增加提列資產減損損失，造成其每股盈餘與每股淨值下降 (顏信輝、丁緯，2006a)，同時提列資產減損損失亦會使公司財務狀況及財務比率變差，在其他狀況不變下，相關融資活動勢必提供較高的風險溢酬，如此將導致公司資金成本增加，在其他狀況不變下，將導致公司價值下降，同樣也會傳遞負面訊息給市場，因而產生負向的累積異常報酬 (Espahbodi et al., 2002)。然而，就長期而言，企業適用該公報除了將使企業財務報表之透明度與可靠性提升而降低資金成本外 (Minnick, 2004; 黃美珠，2007)，當期提列之減損損失將使未來資產折舊費用大幅下降，在其他情況不變下，將傳遞未來公司報酬率 (Rate of Return) 可能增加的訊息 (Ahmed & Roush, 2002)，同時因總資產價值降低下，亦隱含未來資產報酬率可能增加的資訊 (Loh & Tan, 2002)，此情況符合訊號放射假說，會傳遞正面訊息給市場；接著，儘管當期提列較高減損損失，但卻也增加未來減損損失迴轉的機會，比較資

¹⁷ Ragothaman & Bublitz (1996) 指出自由現金流量係公司在考量所有正淨現值的投資案所需資金後，剩餘的現金流量現值。

產減損損失迴轉之處理與台灣相似之英國文獻¹⁸，Aboody et al. (1999) 發現固定資產及長期投資之減損損失迴轉與公司未來的財務表現有顯著正向的關係，隱含公司未來的獲利能力將增加，同樣亦使市場投資者產生正面的預期；此外，根據財務會計準則第二十二號所得稅之會計處理的規範，提列資產減損損失會增加公司遞延所得稅資產，隱含未來折抵稅金的利益及公司未來現金流量可能增加的訊息(提列的資產減損損失總額之 25%得認列為遞延所得稅資產)，轉而產生正向的累積異常報酬；最後，提列資產減損損失使自由現金流量的使用受到限制，將降低管理者過度投資或資金錯誤使用的可能性，在非理性投資行為減少及資金使用效率可能提升下，亦隱含公司未來現金流量可能增加。

由股價評估模型可知，公司股票價格主要決定於公司之資金成本與未來現金流量，故由以上推論可知，投資者預期資產減損公報的宣告將對股價產生先負後正的影響，藉此建立本研究假說₁₋₁與假說₁₋₂：

假說₁₋₁：資產減損公報在短期(事件日一)將傳遞盈餘減少及資金成本增加的負面訊息，預期股價會有負面反應。

假說₁₋₂：資產減損公報在長期(事件日二)將傳遞報酬率與獲利能力增加及潛在遞延稅金利益的正面訊息，預期股價會有正面反應。

由於該公報主要是針對公司的某些特定資產作資產減損(例如固定資產、長期股權投資及商譽等)，故對於那些擁有較多此部分資產的特定公司，預期其所面臨的資產減損損失將會較高，所受的影響因此也較大。另 Bhushan (1989) 發現資本市場的反應往往會因為公司特性的差異而有很大的不同；Guenther & Rosman (1994) 也證實可以利用公司特性來解釋股票報酬橫斷面上的差異。再者，Lee & Stiner (1993) 關於 SFAS No.96 的宣告效果就針對銀行產業之特定公司¹⁹；而 Khurana & Loudder (1994) 針對公用事業之特定公司對 SFAS No.106 的宣告效果做探討²⁰；最後還有 Martin et al. (2000) 專注於電力事業的 SFAS No.90 之研究等都有針對某特定公司²¹。上述研究主要就是因為這些特定公司受到公報的影響較大，可以避免因為特定公司效果的差異，而使得結果受到扭曲。

綜上所述，就台灣適用資產減損而言，固定資產、權益性投資、閒

¹⁸ 英國與台灣資產減損之會計處理準則皆採用國際會計準則之規定。

¹⁹ SFAS No.96: Accounting for Income Tax.

²⁰ SFAS No.106: Employers' Accounting for Postretirement Benefits Other Than Pensions.

²¹ SFAS No.90: Accounting for Abandonment and Disallowances of Plant Cost.

置資產及商譽等為大多數公司之主要減損的部份 (顏信輝、丁緯, 2006b), 故擁有較高固定資產、權益性投資、閒置資產及商譽²²之公司, 資產減損之金額亦較多, 此類特定公司股價之負面反應亦較強, 所以本研究建立假說 2-1:

假說 2-1: 資產減損公報宣告對固定資產、長期股權投資、閒置資產及商譽等與公報規定關聯性大的公司影響程度較大。

假說 2-1-1: 固定資產較多的公司相對於固定資產較少的公司, 對資產減損公報宣告, 在事件日一(事件日二)有較負面(較正面)的股價反應。

假說 2-1-2: 長期股權投資較多的公司相對於長期股權投資較少的公司, 對資產減損公報宣告, 在事件日一(事件日二)有較負面(較正面)的股價反應。

假說 2-1-3: 閒置資產較多的公司相對於閒置資產較少的公司, 對資產減損公報宣告, 在事件日一(事件日二)有較負面(較正面)的股價反應。

公司多數契約, 如負債契約或管理者獎酬計畫通常均以會計數字為基礎, 為避免違約或自身報酬的減少, 管理者較偏好採用使盈餘增加的會計方法 (Healy, 1985; Holthausen et al., 1995), 而會使盈餘降低的資產減損公報則剛好相反, 故管理者會較不願意適用該公報或藉由減損損失提列不足來降低損失, 此論點隱含資產減損公報給予管理者額外操控會計數字的機會, 擴大管理者與股東及債權人間的代理問題外, 亦增加管理者剝削股東及債權人利益的可能性。

以往文獻認為公司治理機制可以限制管理者剝削股東的行為 (Fama, 1980), 考量國內情況, 因屬新興經濟體國家, 法制環境運作缺乏效率 (黃旭輝等, 2001), 再加上較缺乏外部治理機制-如接管市場與管理人力市場 (Gomez-Mejia et al., 2003; Lins, 2003), 使得股東與債權人必須仰賴董事會或較具影響力的股東以抗衡管理者的投機行為。

當董事會規模越大 (Dalton et al., 1999)、董事成員獨立性越高 (Xie et al., 2003) 或受到管理者影響程度越小時 (Jensen, 1993), 越能有效監督與限制管理者的剝削行為。而當具有影響力的股東持股比例越高時, 較

²² 在 677 筆觀察值中, 僅有 7 家公司具有商譽資料, 因樣本過少, 故無法分群檢定。

有能力藉由懲罰機制限制管理者的投機行為，藉此保護股東及債權人的財富利益 (Hart & Moore, 1990)。

Symonds (2002) 指出當公司監督機制無法發揮作用時，管理者會持續掩飾資產價值降低的負面訊息，除非必要，否則不會提列資產減損損失。因此，當公司治理機制越好時，為避免管理者透過適用公報的時機與提列減損損失程度來操弄公司盈餘，會傾向完全採用公報規定，同時提列較高資產減損損失，藉此降低管理者潛在投機行為 (Minnick, 2004)。

雖然好的公司治理機制可能具有降低公司資金成本的正面影響 (洪榮華等, 2005)，但由以上推論可知，當公司治理機制較好時，為減少管理者投機行為會提列較高額的資產減損損失，投資者因擔心高額減損損失帶來的潛在負面影響，在過度悲觀的情況下，對股價產生的負面衝擊遠大於資金成本降低所帶來的正面效果 (Lopes, 1987)，故藉此建立假說 2-2：

假說 2-2：當公司治理機制越好²³時，資產減損公報宣告對閒置設備、固定資產、長期股權投資、商譽與公報規定關聯性大的公司影響程度越大。

假說 2-2-1：當董事會成員獨立性越高時，擁有越多閒置設備、固定資產、長期股權投資、商譽等關聯性資產的公司，對資產減損公報宣告，在事件日一 (事件日二) 有越負面(正面)的股價反應。

假說 2-2-2：當外部股東持股比例越高時，擁有越多閒置設備、固定資產、長期股權投資、商譽等關聯性資產的公司，對資產減損公報宣告，在事件日一 (事件日二) 有越負面(正面)的股價反應。

又因為資產減損公報會增加公司提列的減損損失，而減少保留盈餘，所以根據融資理論，公司在財務狀況變差以及違約風險增加的情況下，融資成本會提高，所以預期對於資金需求較高的公司，所受的負面影響也較大。而 Espahbodi et al. (2002) 亦認為在資金需求較高的情況下，對高科技產業、新成立、成長機會高以及具有高投資機會的公司而言，適用使公司盈餘降低之新會計處理準則，因盈餘降低導致財務狀況惡化，將使資金成本提高，導致契約制定缺乏效率，進而使股價呈負向

²³ 除假說 2-2-1 及 2-2-2 所述公司治理機制外，本研究亦尚考量其他公司治理變數，包括：董事會規模、CEO 兼董事長、大股東持股、內部持股及管理當局持股等，結果均相當一致。

反應。另 Dechow et al. (1996) 之研究利用自由現金流量來判斷對額外資金的需求，也就是如果自由現金流量越少，對於額外資金的需求也會越高²⁴。藉此建立假說 3.1：

假說 3.1：公報宣告後，對額外資金需求程度越高（自由現金流量越少）之公司，股價下跌越多。

如上所述，資產減損公報會擴大管理者與股東及債權人間的代理問題，增加管理者與其他兩者間資訊不對稱程度，股東與債權人為求保障自身利益，會要求較高的風險溢酬，增加額外權益資金成本與負債資金成本（李永全、馬黛，2006），如此對於資金需求較高的公司勢必造成更大的影響。

以往文獻認為，藉由公司治理機制-如董事會特性及股權結構等，執行監督管理者的職責，可以降低公司權益及負債資金成本（洪榮華等，2005）。

當董事會藉由其多樣性背景、專業能力與經驗之成員，在不受外力影響，而能有效扮演監督管理者的角色時，管理者自利的投機行為會受到限制，而常見衡量董事會監督效率的特性包括：董事會規模（Dalton et al., 1999）、董事成員獨立性（Xie et al., 2003）及董事長是否兼任 CEO（Duality）（Booth et al., 2002）。此外，當具有影響力的股東-如外部股東與大股東，持股比例越高時，亦較有能力藉由懲罰機制限制管理者的投機行為，藉此保護股東及債權人的財富利益（Crutchley et al., 1999）。

由假說 3.1 之推論可知，適用資產減損公報將使公司盈餘降低，在財務狀況惡化下，導致資金成本上升，而由上段文獻可知，公司治理機制轉而扮演調節的功能。首先，若公司治理機制較完善，可降低管理者與股東及債權人間代理問題，進而降低公司資金成本，兩股力量互相抵消，故當公司治理機制有效發揮時，公司股價預期受到提列減損損失產生的盈餘降低之影響亦較小；反之，當公司治理機制較差時，因管理者行為不受監督，投資者在自身財富缺乏保障下，會要求較高風險溢酬，反而使資金成本增加，對股價產生更負面的衝擊。藉此建立假說 3.2：

²⁴ 以自由現金流量為多寡來判斷資金需求高低，參考 Dechow et al. (1996)，自由現金流量=(來自營運活動之淨現金流量-來自投資活動之淨現金流量)/ 資產總額。

假說 3-2：當公司治理機制越好²⁵時，公報宣告對公司股價的衝擊，不會因公司額外資金需求(自由現金流量)的高低而有差異；反之，當公司治理機制越差時，公報宣告後，額外資金需求越高(自由現金流量越低)的公司，股價下跌越多。

假說 3-2-1：當董事會成員獨立性越高時，公報宣告對股價的攻擊，不會因公司額外資金需求(自由現金流量)的高低而有差異；反之，當董事會成員獨立性越低時，公報宣告後，額外資金需求越高(自由現金流量越低)的公司，股價下跌越多。

假說 3-2-2：當外部股東持股比例越高時，公報宣告對股價的攻擊，不會因公司額外資金需求(自由現金流量)的高低而有差異；反之，當外部股東持股比例越低時，公報宣告後，額外資金需求越高(自由現金流量越低)的公司，股價下跌越多。

參、研究設計與方法

一、研究方法

本文以傳統事件研究法 (Event Study Methodology)，探討資產減損公報之宣告對台灣證券市場股票價格及報酬之影響。本研究利用近年常為研究者使用的預測模式，包括三因子模型 (3 Factors Model) 與似乎不相關模式²⁶，因為在估計資產減損公報宣告對股票異常報酬的部分，衡量方法的影響相當重要，異常報酬跟衡量的方法有密切的關係，因此本研究採取兩個不同的模型來解釋與驗證報酬，以增加可信度。本文對事件日、事件期與估計期間之設定如下：

(一) 事件日 ($t=0$)：本研究以資產減損公報制訂過程中重大宣告為事件日。

(二) 事件期：為了解過去股價是否隱含今日的資產減損公報宣告之訊息，期有足夠的樣本觀察事件日前後的股價變化，以及為了使事件的效果能完整的包括在分析中，本研究選取多個窗口，分別為 ($t=-2$ 至 $t=2$) 及 ($t=-5$ 至 $t=5$)

²⁵ 除假說 3-2-1 及 3-2-2 所述公司治理機制外，本研究亦尚考量其他公司治理變數，包括：董事會規模、CEO 兼董事長、大股東持股、內部持股及管理當局持股等，結果均相當一致。

²⁶ 本研究亦採用市場模式 (Market Model) 作穩定性測試。

等作為探討資產減損公報宣告對股票價格及報酬造成影響的事件期間。

(三) 估計期間：估計期的選擇並沒有一定的標準，惟應避開所探討事件日的可能影響。本研究的參數估計期為宣告日的前 120 個交易日²⁷。

二、實證模型

異常報酬率 (Abnormal Return ; AR) 係指某一事件發生期間，該公司實際報酬率減去期望報酬率之差額。期望報酬率的推估方式是利用估計期間資料計算預期報酬模式的估計係數，然後將估計係數代入事件期間計算預期報酬率。在估計異常報酬率時，本研究主要採用三因子模式進行估計，並採用似乎不相關模式作穩定性測試。

(一) 三因子模式

Fama & French (1993) 發現市場因素 (Market Factor)、公司規模 (Firm Size)、權益帳面價值對權益市價比 (Book-to-Market Equity; BE/ME) 三因子比 CAPM 模式更能解釋股票平均報酬，此即 Fama-French 三因子模式。其主張股票平均報酬可由三個股票市場因子來解釋其變異，分別為市場風險因子 ($R_m - R_f$) 與公司規模相關的風險因子 (SMB) 及與權益帳面價值對權益市價比相關的風險因子 (HML)。其模型如下：

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + b_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，

$R_{i,t}$ ：表示 i 證券於估計期第 t 日之報酬率。

$R_{f,t}$ ：表示第 t 日之無風險報酬率，以郵匯局一年期定儲機動利率轉化為日報酬率代理之，資料來源為郵匯局之公告。

$R_{m,t}$ ：表示估計期第 t 日市場加權指數報酬率。

b_i, s_i, h_i ：表示線性關係的斜率，即為迴歸係數。

SMB_t ：表示事件期第 t 日小、大公司 (公司規模) 股票組合報酬率差。

HML_t ：表示事件期第 t 日高、低淨值市價比股票組合之報酬率差。

$\varepsilon_{i,t}$ ：表示 i 公司於估計期第 t 日之殘差項。

而 SMB_E 與 HML_E 依 Fama & French (1993) 的計算方式如下：E 為當年 5/1 至次年 4/30，以當年 4 月底所有上市股票總市值由小至大分為三組

²⁷ 根據陳隆麒等 (1997) 曾就估計期間 180 天、150 天、120 天、90 天與 60 天等五種狀況，探討預測殘差的穩定性，結果發現以 120 天的殘差變動較小。

(以 S、MS 及 B 表示，分別為前 30%、中間 40%及後 30%百分位)，同時按前一年底所有上市股票之 B/M 由小至大分為三組 (以 L、MR 及 H 表示，分別為前 30%、中間 40%及後 30%百分位)，如此交叉得九組 (S-L、S-MR、S-H、MS-L、MS-MR、MS-H、B-L、B-MR 及 B-H)，每組報酬以市值加權方式計算。SMB_E 為 S 開頭之三組報酬的簡單平均值減去 B 開頭之三組報酬簡單平均值；HML_E 為 H 在後之三組報酬的簡單平均值減去 L 在後之三組報酬簡單平均值。b_i、s_i 與 h_i 分別為上式三因子之係數估計值 (下標 t 表示估計期)。

(二) 似乎不相關模式

傳統事件研究法需要建立在殘差常態分配、與解釋變數無關、且獨立的假設上，其檢定才有意義。而 Henderson (1990) 認為當研究主題可能存在「非同步交易」、「事件集中」或「產業集中」等任一可能導致橫斷面相依(指同期殘差非獨立)之情況時，可採用「似乎不相關模式」進行實證以降低潛在的誤差。進一步檢視本研究主題：

首先，Brown & Warner (1980, 1985) 將事件集中定義為，當研究主題中所有樣本公司之事件日為同一天或相當接近者，即符合事件集中之條件，而 Foster (1980) 及 Schotman & Zalewska (2006) 亦有類似的定義。本研究主題為資產減損公報的宣告對股價反應之影響，因此乃根據會計研究發展基金會所公布之資料，選定最早在媒體公開之兩事件日，即資產減損會計處理準則草案發布日及公報正式發布日，而上述兩事件日均為會計研究發展基金會之官方公告，對所有台灣企業而言，其事件日均相同，故本研究具有事件集中的特性。

其次，Schwert (1981) 發現同產業公司在特定共同時期的股票報酬具有相關性，因為公司對於非預期事件具有類似的反應；Dyckman et al. (1984) 考量此問題，將產業集中定義為，研究主題中受特定事件影響之所有樣本公司均集中在同一個產業者稱之，Henderson (1990) 亦採用類似的定義。而本研究樣本中，電子產業所占比例超過四成²⁸，由此產業分布

²⁸ 根據證期局證期六號第 09300040820 號函，行政院金融監督管理委員會要求所有台灣企業於 94 年 1 月 1 日起，適用會計研究發展基金會所制定財務會計準則公報第三十五號資產減損之會計處理準則，故無論何種產業均會受到此公報之影響，理論上應該沒有產業集中之情形，但為求精確，本研究針對研究樣本之產業分布進行分析後發現 (未列表)，研究樣本中有高達 43.5%屬於電子業，而其他各產業比例非常低，均不超過 7%。

狀況判斷，本研究樣本觀察值可能亦存在某種程度的產業集中之特性。

最後，以往文獻認為造成非同步交易的主要原因來自於證券市場交易不頻繁 (Fowler et al., 1981; Atchison et al., 1987; Shanken, 1987; Chou et al., 2006)，導致特定期間的某證券價格實際上是來自於其他時間的價格資料 (Solibakke, 2001a, 2001b)，而 Henderson (1990) 將非同步交易定義為市場報酬與個股報酬間存在不同期相關 (Mismatching) 的情形 (Theobald & Yallup, 1996; Solibakke, 2002; Bond & Hwang, 2007)，Solibakke (2000) 則進一步採用下列檢測方式：即在研究期間中，當個別證券存在 1 到 3 個交易日沒有實際交易時，將會導致非同步交易的特性 (Fama, 1965; French, 1980)。而台灣地區因證券市場交易熱絡 (Chen et al., 2006)，故非同步交易的情況較不普遍²⁹。此外，若不存在事件集中或產業集中之情形，此特性與是否採用似乎不相關模式並無直接關係，一般而言，其解決方法是採用在迴歸式中加入前、後期之市場報酬 (即 $R_{m,t-1}$ 及 $R_{m,t+1}$)。

綜合上述資料，本研究除符合「事件集中」外，亦可能存在某種程度的「產業集中」特性；參考 Brown & Warner (1980) 僅以事件集中作為判斷是否具有橫斷面相依之作法，本研究可能亦存在橫斷面相依之情形，在個別公司之同期殘差項非獨立之情況下，改採用似乎不相關模式的方式，其模式如下³⁰：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \sum \gamma_{iT} D_T + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，

$R_{i,t}$ ：表示 i 證券於估計期第 t 日之報酬率。

$R_{m,t}$ ：表示估計期第 t 日市場加權指數報酬率。

α_i, β_i ：為 i 公司之迴歸係數。

D_T ：虛擬變數，若 T 屬於事件期，則 $D_T = 1$ ；否則 $D_T = 0$ 。

γ_{iT} ：為 i 公司在事件期 T 之異常報酬率。

$\varepsilon_{i,t}$ ：表示 i 公司於估計期第 t 日之殘差項。

透過對 γ_{iT} 的檢定，觀察事件對股價是否有影響，此方法的優點，除

²⁹ 本研究亦針對研究期間內所有樣本公司之日成交量進行分析：結果發現在 677 家樣本公司共 189379 筆日成交量觀察值中，具有 1 天以上日成交量為 0 之公司僅 44 家共 962 筆觀察值，分別占樣本公司數之 6.5% 及日成交量觀察值之 0.5%，代表研究樣本中存在非同步交易特性之公司並不多。此結果與 Chen et al. (2006) 之推論一致，

³⁰ 見沈中華、李建然 (2000)，113-114 及顧廣平 (2005)，101-146。

了考慮異常報酬率橫剖面相依性外，還可以同時檢定整個樣本及個別樣本的 γ 是否具有顯著性。但此方法受到電腦運算能力的限制，當觀察值較多 (i 太多) 時，在殘差變異數-共變異矩陣的計算上有困難。故本研究採取 Binder (1985) 所提出之方法，即先將所有觀察值當作一個投資組合 (Portfolio)，而算出每期該投資組合的平均報酬率 ($R_{p,t}$)，並估計下列迴歸方程式：

$$R_{p,t} = \alpha_p + \beta_p R_{m,t} + \sum \gamma_{pT} D_T + \varepsilon_{p,t} \quad (3)$$

式中， $R_{p,t} = W_1 R_{1T} + W_2 R_{2T} + \dots + W_N R_{NT}$ 。

W_i ：權重，採用市場價值加權法。

$R_{p,t}$ ：市場價值加權計算該投資組合的第 t 日之平均報酬率。

本研究進一步將上述模型予以修正，參考 Fama & French (1993) 的三因子模型，將 Binder (1985) 的解釋變數增加，以提升對於異常報酬的解釋能力，模型修正如下：

$$(R_{p,t} - R_{f,t}) = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + S_p \text{SMB}_t + H_p \text{HML}_t + \sum \gamma_{p,T} D_T + \varepsilon_{p,t} \quad (4)$$

其中，

$R_{f,t}$ ：表示第 t 日之無風險報酬率，以郵匯局一年期定儲機動利率轉化為日報酬率代理之，資料來源為郵匯局之公告。

$R_{p,t}$ ： p 公司股票報酬在第 t 日之投資組合平均報酬率。

$R_{m,t}$ ：市場投資組合報酬在第 t 日市場加權指數報酬率。

SMB_t ：第 t 期小規模公司股票投資組合之簡單平均報酬減第 t 期大規模公司投資組合之簡單平均報酬。

HML_t ：第 t 期高權益帳面價值對權益市價比股票投資組合之簡單平均報酬減去第 t 期低權益帳面價值對權益市價比之簡單投資組合之簡單平均報酬。

D_T ：虛擬變數，若 T 屬於事件期，則 $D_T = 1$ ；否則 $D_T = 0$ 。

$\gamma_{p,T}$ ：為 p 公司在事件期 T 之異常報酬率。

$\varepsilon_{p,t}$ ：表示 p 公司在估計期第 t 日之殘差項。

三、統計檢定

(一) 單變量檢定

本研究參考 Boehmer et al. (1991) 使用標準化橫剖面 t 值，此方法修正以往標準化殘差法 (Standardized-Residual Method) 及普通橫剖面法

(Ordinary Cross-Sectional Method) 的不足。有以下三優點³¹：第一為僅保留橫剖面個別公司異常報酬無相關及估計期與事件期沒有結構上改變兩假設，使條件更符合真實市場。第二為不管事件是否引起異常報酬率產生變化，此法在檢定力及型 I 誤差上的表現最佳。第三為即使事件集中(異常報酬率在橫剖面不獨立的主要因素)，其表現也幾乎不受影響。

1 異常報酬率之標準化橫剖面 t 值

其計算方式先將個別證券的異常報酬加以標準化，再計算事件期某一期 E，橫剖面標準化異常報酬的變異數作為分母，公式如下：

$$t^{AR} = \left(\sum SAR_{iE} \div N \right) \div \sqrt{[1 \div N(N-1)] \left[\sum (SAR_{iE} - \sum SAR_{iE} \div N)^2 \right]} \quad (5)$$

式中， SAR_{iE} ：表示 i 公司在事件期 E，標準化平均異常報酬率，計算方式如下：

$$SAR_{iE} = AR_{iE} \div S_i \sqrt{[1 \div T_i + (R_{mE} - R_{mi})^2 \div \sum (R_{mT} - R_{mi})^2]} \quad (6)$$

N_i ：公司估計期之期數。

S_i ：估計期殘差之變異數。

R_{mE} ：事件期 E 期之市場日報酬率。

R_{mi} ：表示 i 公司估計期市場日報酬率之平均數。

2 累積異常報酬率之標準化橫剖面 t 值

雖然 Boehmer et al. (1991) 並未提出此統計量，但沈中華、李建然 (2000) 根據其精神發展出異常報酬率之標準化橫剖面 t 值，其 t 值計算公式如下：

$$t^{SCAR} = SCAR \div \sqrt{[1 \div N(N-1)] \sum (SCAR_i - \sum SCAR_i \div N)^2} \quad (7)$$

式中， $SCAR$ ： $(\sum SAE_{iE} / N)$

³¹ 見沈中華、李建然 (2000)，72-77。

3 假說二與假說三之檢定方法

為檢測資產減損公報宣告對公司持有關聯性資產多寡及資金需求高低是否影響股價反應，設立下列模型。

$$CAR_j = a_0 + a_1 PP \& EC_j + a_2 LTIInvC_j + a_3 SpareC_j + a_4 FCFC_j + \varepsilon_j \quad (8)$$

CAR_j ：j 公司累積異常報酬。

$PP\&EC_j$ ：j 公司固定資產佔總資產百分比。

$LTIInvC_j$ ：j 公司長期股權投資佔總資產百分比。

$SpareC_j$ ：j 公司閒置資產佔總資產百分比。

$FCFC_j$ ：j 公司之 (營業活動之淨現金流量-投資活動之淨現金流量)/總資產。

ε_j ：j 公司之殘差項。

進一步將樣本依中位數分群³²，比較擁有關聯性資產多寡及資金需求高低兩群子樣本，受到資產減損公報宣告之衝擊是否具有差異，模型如下：

$$CAR_j = a_{10} + a_{11} PP \& E_j + a_{12} LTIInv_j + a_{13} Spare_j + a_{14} FCF_j + \varphi_j \quad (9)$$

CAR_j ：j 公司累積異常報酬。

$PP\&E_j$ ：j 公司屬於高固定資產=1，其他則為 0。

$LTIInv_j$ ：j 公司屬於高長期股權投資=1，其他則為 0。

$Spare_j$ ：j 公司屬於高閒置資產=1，其他則為 0。

FCF_j ：j 公司擁有高自由現金流量(低資金需求)=1，其他則為 0。

φ_j ：j 公司之殘差項。

最後考量公司治理機制的影響，於迴歸式(9)加入互動項，模型修改如下：

$$CAR_j = a_{20} + a_{21} PP \& E_j + a_{22} LTIInv_j + a_{23} Spare_j + a_{24} FCF_j + a_{25} OD_j + a_{26} (PP \& E * OD)_j + a_{27} (LTIInv * OD)_j + a_{28} (Spare * OD)_j + a_{29} (FCF * OD)_j + \gamma_j \quad (10)$$

³² 為求結果穩健，本研究分別採用百分位數 40%及 30%將樣本分群檢定。

$$CAR_j = a_{30} + a_{31}PP \& E_j + a_{32} LTInv_j + a_{33}Spare_j + a_{34}FCF_j + a_{53}OO_j + a_{36}(PP \& E * OO)_j + a_{37}(LTInv * OO)_j + a_{38}(Spare * OO)_j + a_{39}(FCF * OO)_j + \eta_j \quad (11)$$

OD_j : j 公司屬於高外部董事比例=1，其他 0。

OO_j : j 公司屬於高外部股東持股比例=1，其他 0。

γ_j : j 公司之殘差項。

η_j : j 公司之殘差項。

四、變數定義

不同公司對於相同的事件不管是在反應方向或是幅度上可能會有所差異，主要是因為公司特性的不同再加上資訊不對稱，使得同一事件發生時，市場對該公司的預期有所不同。以往文獻如 Kim & Kwon (2001)、Espahbodi et al. (2002) 以及 Minnick (2004) 等，都有分別針對某些公司特性來討論同一宣告效果是否會有方向上或程度上的差異。本研究將探討以下幾個主要特性：自由現金流量、固定資產與長期股權投資等 (如表 1 所示)。

表 1：研究變數之操作性定義

變數	操作性定義
累積異常報酬 (CAR)	異常報酬之累加數。
固定資產 (PP&E)	(土地+房屋及建築成本+機器及儀器設備成本+其他設備成本) / 資產總額。
長期股權投資 (LTInv)	長期股權投資 / 資產總額。
閒置資產 (Spare)	閒置資產 ³³ / 資產總額。
自由現金流量 (FCF) (資金需求)	(營運活動之淨現金流量 - 投資活動之淨現金流量) / 資產總額。
外部董事比例 (OD)	外部董事人數 / 董事會席次
外部股東持股比例 (OO)	外部股東持股 / 流通在外總股數

³³ 參考商業會計準則、證券發行人財務報表編制準則及商業通用會計制度之定義，閒置資產指的是所有非供營業使用之資產項目。考量資料來源，參考臺灣經濟新報資料庫 (TEJ)，將什項資產-閒置資產做為閒置資產的代理變數，其中包括閒置資產、出租資產、非營業用資產、質押定期存款、承受擔保品、存出保證品等。

五、事件日及樣本選取

資產減損公報之重要日期如表 2 所示，本研究依據林嬋娟、張文貞 (1999) 之研究方法選取公報列入工作計劃日、公報草案發布日與公報正式發布日等最早在媒體上公開之日期為三事件日；但是公報列入工作計劃日為會計研究發展基金會內部資訊並未予以公開，且公報各事件之首次見報日，但本研究無法客觀查詢到明確對應到該事件日相關資訊。故本研究擬以 一、93 年 5 月 13 日，公報草案發布日，與 二、93 年 7 月 1 日，公報正式發布日等為兩事件日予以衡量。

表 2：資產減損會計處理準則制定過程重要事件一覽表

日期	事件別	備註
93.5.13	資產減損會計處理準則草案發布	同天公報二讀完成，並要求公司於 93 年 6 月 11 日回函
93.7.1	發布財務會計準則公報第三十五號「資產減損之會計處理準則」	同天公報三讀完成，規定於 94 年 1 月 1 日開始適用

註：資料來源：會計研究發展基金會。

有關樣本選取標準，說明如下：

- (一) 屬於台灣證券交易所公開上市之普通股³⁴，且於草案發布日 93 年 5 月 13 日前一年已上市者，694 家。
- (二) 排除在 TEJ 或其他公開資料庫無完整資料者，包含所有股價及公司特性資料，15 家。
- (三) 排除會計年度不同的公司 (指非曆年制³⁵)，2 家。
- (四) 最後樣本家數為 677 家。
- (五) 股票報酬率、公司特性等相關變數資料取自台灣經濟新報社日報酬資料庫。
- (六) 公司特性等 (固定資產、長期股權投資與自由現金流量等) 相關變數資料

³⁴ 根據證期局證期六號第 09300040820 號函，金管會要求所有台灣企業於 94 年 1 月 1 日起，適用財務會計準則公報第三十五號資產減損之會計處理準則；再加上本研究之主題為資產減損公報宣告與股價反應之關係，因公報於兩宣告事件日均尚未正式開始適用，故沒有資產減損金額的資料作為樣本篩選條件，因此，本研究採用將所有台灣企業納入樣本之方式進行實證。

³⁵ 曆年制指的是會計年度由當年 1 月 1 日開始，12 月 31 日結束。

取自台灣經濟新報社日報酬資料庫中 2004 年第一季季報 (此為事件日一與事件日二所能取得之最近日期各公司財務報表)。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計量

本研究整理各變數作敘述性統計量，以利實證分析之進行。表 3 為整體樣本公司相關變數之敘述統計。在草案發布日 (事件日一) 宣告資產減損公報草案時，其大部份累積超常報酬之平均數與中位數為負值。但在公報發布日 (事件日二) 宣告資產減損公報時，其累積超常報酬之平均數與中位數皆為正值。另在兩事件日樣本公司資產之比重上³⁶，固定資產比率之平均值為 0.2583 (中位數為 0.2232) 及長期股權投資比率之平均值為 0.2351 (中位數為 0.2110) 占最多，另閒置資產比率之平均值為 0.0238 占總資產比率極小。故資產減損公報對此兩類資產之影響可能也較大。

表 3 敘述統計

變數	平均值	中位數	最小值	最大值	標準差
事件一 (草案發布日)					
-93.5.13					
三因子模式 CAR (-2,2)	-0.0056	-0.0028	-0.2912	0.1532	0.0537
市場模式 CAR (-2,2)	-0.0085	-0.0047	-0.3425	0.1647	0.0548
三因子模式 CAR (-5,5)	-0.0049	0.0003	-0.7036	0.2816	0.0861
固定資產	0.2583	0.2232	0.0000	0.9108	0.1837
長期股權投資	0.2351	0.2110	0.0000	0.8427	0.1743
閒置資產	0.0238	0.0027	0.0000	0.7305	0.0574
自由現金流量	0.0193	0.0157	-0.3221	0.2987	0.0730
觀察值	677	677	677	677	677
事件二 (公報發布日)					
-93.7.1					
三因子模式 CAR (-2,2)	0.0040	0.0056	-0.3222	0.2613	0.0475
市場模式 CAR (-2,2)	0.0026	0.0006	-0.3514	0.2625	0.0488

³⁶ 不論事件日一與事件日二其固定資產、商譽、長期股權與投資自由現金流量同為各公司 2004 年第一季季報資料。

三因子模式 CAR (-5,5)	0.0155	0.0132	-0.4229	0.4341	0.0638
觀察值	677	677	677	677	677

- 註：1 固定資產、商譽、長期股權與投資自由現金流量皆除以總資產。
 2 不論事件日一與事件日二其固定資產、商譽、長期股權與投資自由現金流量同為各公司 93 年第一季季報資料 (可取得最接近事件日之財務報表)。
 3 商譽比率為 0 者為 462 家，占總樣本 462/667。

二、實證結果分析

(一) 市場反應之檢定

1 資產減損會計處理準則草案發布日 (93 年 5 月 13 日) 之市場反應

資產減損公報草案之宣告具有資訊內涵，投資者會考量若該公報實施對企業之影響予以評估，故股票價格發生變化。由表 4 之結果可知，在採用三因子模式窗口 (0,0) 下，草案發布日的異常報酬為-0.0017，且達 5%的顯著水準；在窗口 (-2,2) 下，而整個草案發布日期間的累積異常報酬為-0.0056，且達 1%的顯著水準。另外，由表 5 之結果得知，在採用似乎不相關模式下，草案發布日期間的平均異常報酬為-0.0002，達 10%的顯著水準，此亦支持三因子模型之結果。故資產減損公報草案發布日帶給股票市場負面的影響³⁷。

表 4：事件日 (一) (草案發布日-93.5.13)之實證結果-三因子模型

DAY	AR	t	Prob.(AR)	CAR	t	Prob.(CAR)
-2	-0.0018	-1.5376	0.1246	-0.0018	-2.7360	0.0064***
-1	0.0016	2.0481	0.0409**	-0.0002	0.2148	0.8300
0	-0.0017	-2.2894	0.0224**	-0.0019	-2.0817	0.0377**
1	0.0001	1.5019	0.1336	-0.0018	-0.4892	0.6249
2	-0.0037	-5.0618	0.0000***	-0.0056	-3.8013	0.0002***

- 註：1 AR：異常報酬。
 2 CAR：累積異常報酬。
 3 Prob.(AR)：異常報酬 p 檢定值。
 4 Prob.(CAR)：累積異常報酬 p 檢定值。
 5 ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

³⁷ 本研究亦採用市場模式作測試也得到相似之結果。

表 5：事件日 (一) (草案發布日-93.5.13)之實證結果-似乎不相關模式

Items	Coefficient	Std. Error	t	Prob.
Intercept	0.0477	0.0044	10.7840	0.0000***
$R_{mt} - R_f$	0.9959	0.0023	441.0425	0.0000***
SMB	0.0004	0.0043	0.0891	0.9290
HML	-0.0048	0.0027	-1.7893	0.0748*
AAR(-2 ~ 2)	-0.0002	0.0160	-1.6641	0.0974*
Adjusted R-squared 0.9986				

- 註：1 $(R_{pt} - R_f) = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_f) + S_p \text{SMB}_t + H_p \text{HML}_t + \sum \gamma_{pT} D_T + \varepsilon_{pt}$
 2 AAR：指事件期間之平均異常報酬。
 3 Prob.：各系數之檢定 p 值。
 4 ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

2 資產減損會計處理準則正式發布日 (93 年 7 月 1 日) 之市場反應

資產減損公報公布之宣告亦具有資訊內涵，投資者會考量該公報對企業未來損益與現金流量之影響，故使股價產生變化。如表 6 所示，在採用三因子模式下，在窗口 (0,0) 下，公報正式公布日的異常報酬為 0.0051，且在 1%的顯著水準下顯著異於零；在窗口 (-2,2) 下，整個公報正式公布期間累積異常報酬為 0.0040，且達 1%的顯著水準。另外，由表 7 可知，在採用似乎不相關模式下，亦有類似的結果，公報正式公布期間的平均異常報酬為 0.0003，在 10%的顯著水準下顯著異於零。故公報正式宣告對股票市場有正面的影響³⁸。

表 6：事件日 (二) (公報正式發布日-93.7.1)之實證結果-三因子模型

DAY	AR	t	Prob.(AR)	CAR	t	Prob.(CAR)
-2	0.0005	0.4324	0.6656	0.0005	0.7576	0.4489
-1	-0.0011	-1.5136	0.1306	-0.0006	-1.3839	0.1669
0	0.0051	6.0730	0.0000***	0.0045	4.6890	0.0000***
1	0.0011	2.4937	0.0129**	0.0056	6.2044	0.0000***
2	-0.0016	-0.5402	0.5893	0.0040	5.0095	0.0000***

- 註：1 AR：異常報酬。
 2 CAR：累積異常報酬。
 3 Prob.(AR)：異常報酬 p 檢定值。
 4 Prob.(CAR)：累積異常報酬 p 檢定值。
 5 ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

³⁸ 本研究亦採用市場模式作測試也得到類似之結果。

表 7：事件日 (二) (公報正式發布日-93.7.1)之實證結果-似乎不相關模式

Item	Coefficient	Std. Error	t	Prob.
Intercept	0.0444	0.0042	10.6970	0.0000***
$R_{mt} - R_f$	0.9932	0.0024	413.9561	0.0000***
SMB	0.0025	0.0042	0.5902	0.5556
HML	-0.0021	0.0030	-0.7087	0.4792
AAR(-2 ~ 2)	0.0003	0.0216	1.7415	0.0828*
Adjusted R-squared		0.9987		

註：1 $(R_{pt} - R_f) = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_f) + S_p \text{SMB}_t + H_p \text{HML}_t + \sum \gamma_{pT} D_T + \varepsilon_{pt}$

2 AAR：指事件期間之平均異常報酬。

3 Prob.：各系數之檢定 p 值。

4 ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

綜合以上結果，事件日一 (草案發布日-93.5.13) 顯示第三十五號公報的宣告對股價具有負面的影響。而事件日二 (正式公布日-93.7.1) 出現正的累積異常報酬。就投資者而言，初次接觸 (草案發布日) 都認為企業將來會產生資產減損損失，故市場反應為負向，符合假說 1-1。而之後的反應 (正式公布日) 除認為公司承認以往投資的無效率，加速處理不良資產與投資案，減少過度投資可能性外，同時提升資金使用效率；考量因減損損失增加之遞延所得稅資產帶來未來折抵稅金的利益，均隱含公司未來現金流量及獲利能力可能增加的有利消息，使得股價出現正面的反應，符合假說 1-2。就事件日不同而產生不同股價反應之情況而言，此原因可能為傳達的訊息不同，而使投資人解讀資訊有差異所造成。在該公報草案公布時，由於其主要之訊息為「資產減損之種類」、「資產減損之認列方式」等，故投資者可能會顧慮公司未來適用該公報而提列資產減損損失，將造成其每股盈餘與每股淨值下降之訊息，出脫股票，而使股價下跌，故公報草案的公布日整體股價會有負面反應。之後至公報發布日時，由於相關資訊傳遞「適用該公報將可與國外市場接軌且降低海外上市與籌資成本」、「增加企業財務報表之透明度」、「增加企業未來獲利能力」等訊息 (吳如玉，2005b；黃照惠，2005)，而修正投資人對企業適用該公報之判斷，故公報之正式發布日整體股價產生正面反應。

3 擁有不同資產對公報宣告效果影響之檢定

公報主要評估資產減損之對象是固定資產、權益性投資等某些特定資產，故公報宣告時，擁有此類資產較多的特定公司，投資者預期將面臨的資產減損損失會較高，股價也產生影響。

表 8 結果顯示，於事件日一（草案發布日-93.5.13），當公司擁有固定資產與長期股權投資越多，對股價具有顯著負向的影響，且至少達到 5% 顯著水準；另在事件日二（正式公布日-93.7.1），長期股權投資與閒置資產對累積異常報酬率有顯著正向的影響，至少達到 5% 的顯著水準。由上述結果可知，關聯性資產對資產減損公報宣告效果具有影響，故為了進一步檢測當公司擁有不同程度的此類特定資產時，受到資產減損公報宣告效果的影響是否具有差異，本研究將依公司擁有固定資產、長期股權投資及閒置資產的程度將樣本區分為高低兩群，結果如表 9。

表 9 第 (1) 欄及第 (3) 欄結果顯示，在事件日一（草案發布日-93.5.13），擁有較多固定資產與長期股權投資的公司相對於擁有較少固定資產與長期股權投資的公司，具有顯著負向的累積異常報酬，至少達到 10% 顯著水準；而閒置資產則無此現象，可能原因是閒置資產佔總資產比例過低（2.22%），故影響效果較小的緣故；而在事件日二（正式公布日-93.7.1），僅擁有較多長期股權投資的公司相對於擁有較少長期股權投資的公司，具有顯著正向的異常報酬，達到 5% 顯著水準，其他變數則都不顯著。

綜上所述，在事件日一，擁有特定資產較多的公司相對於擁有特定資產較少的公司而言，具有顯著負向的累積異常報酬，顯示當公司擁有越多受公報限制的關聯性資產時，受到資產減損公報宣告的影響也越大；而在事件日二，擁有特定資產多寡，對累積異常報酬的影響則不具有顯著差異，可能原因除公告訊息揭露已久，效果有限之外，亦可能因資產減損損失受財務會計準則公報第二十二號所得稅之會計處理之規範，隱含未來稅金抵減的利益，故提列資產減損損失帶來的負面效果與遞延所得稅資產增加帶來的正面效果互相抵銷，導致實證結果顯著性降低或不顯著。

4 公司治理對擁有不同資產對公報宣告效果影響之檢定

因資產減損公報的實施給予管理者額外操弄盈餘的機會，擴大管理者與股東間的代理問題，故資產減損公報宣告對擁有關聯性資

產較多之公司的影響可能會因該公司之公司治理機制的好壞而有所差異，本研究為檢測此問題，進一步考量公司治理變數，透過互動項的方式加入迴歸模式，藉由 Wald test 的方式，檢定公司治理機制的好壞是否對宣告效果造成影響，結果如表 9。

表 9 第 (2) 欄與第 (4) 欄結果顯示，在事件日一，當公司治理機制較好時，擁有固定資產及長期股權投資較多的公司相對於擁有固定資產及長期股權投資較少的公司，具有顯著負向的累積異常報酬，可能原因是當公司治理機制較好時，為避免管理者透過適用公報的時機與提列減損損失程度來操弄公司盈餘，會傾向完全採用公報規定，同時較保守的提列較高資產減損損失，藉此降低管理者潛在的投機行為；反觀公司治理較差時，擁有特定資產多寡並不影響資產減損公報的宣告效果，可能是管理者在監督機制不具效率下，為避免適用公報造成之盈餘減少，甚至影響其補貼與職位，無論公司擁有關聯性資產多寡，均採用消極方式，提列較少資產減損損失，故公報宣告效果的影響較小，此結果與 Minnick (2004) 的推論一致。而事件日二，與主效果結果一致，雖然考量公司治理機制潛在影響，但擁有關聯性資產多寡並不影響資產減損公報宣告效果。

5 資金需求高低對公報宣告效果影響之檢定

資產減損公報實施後會增加公司提列的費用，而減少保留盈餘，使得公司財務狀況變差與違約風險增加，如此將導致企業融資成本提高，所以公報宣告，投資者會預期對於額外資金需求高的公司較為不利，而使股價發生變化。

如表 8 所示，於事件日一（草案發布日-93.5.13），累積異常報酬與自由現金流量呈正相關，在三因子模式窗口 (-2,2) 與 (-5,5) 下，至少達 5%顯著水準；而在事件日二（正式公布日-93.7.1），累積異常報酬與自由現金流量則無顯著的關係，由此結果可知，資產減損公報所引起的盈餘減少，對於資金需求較高（自由現金流量較少）的公司，會產生較負面的股價效果。為進一步檢測當公司額外資金需求程度不同時，資產減損公報宣告的影響是否也有差異，本研究依自由現金流量，將樣本區分為資金需求高（自由現金流量少）與資金需求低（自由現金流量高）兩群，結果如表 9。

表 9 第 (1) 欄及第 (3) 欄結果顯示，在事件日一（草案發布日-93.5.13），資金需求高的公司相對於資金需求低的公司，有較負面

的累積異常報酬，至少達到 5%顯著水準，顯示資產減損公報宣告因隱含未來須提列資產減損損失及盈餘減少等負面訊息，市場預期公司財務狀況將變差，進而增加違約風險與額外資金成本，故資金需求越高，受到公報的負面影響也越大，股價也會受到較負面的影響。然而在事件日二（正式公布日-93.7.1），與假說 2-1 的結果相似，可能是公報宣告效果在兩事件日間，已逐漸反映完畢，且提列資產減損損失的負面效果與遞延所得稅資產增加的正面效果互相抵消，使得資金需求具差異的公司，受到公報宣告的影響不具顯著差異。

6 公司治理對資金需求程度不同對公報宣告效果影響之檢定

資產減損公報的實施擴大管理者與股東及債權人間的代理問題，使管理者與其他兩者間之資訊不對稱程度變大，進而增加額外資金成本，而公司治理機制的好壞會影響資訊不對稱程度與資金成本，故資產減損公報宣告對資金需求較高之公司的影響可能會因該公司之公司治理機制的好壞而有所差異，本研究為檢測此問題，同樣考量公司治理變數，透過互動項的方式加入迴歸模式，藉由 Wald test 的方式，檢定公司治理機制的好壞是否對宣告效果造成影響，結果如表 9。

表 9 第(2)欄及第(4)欄結果顯示，在事件日一（草案發布日-93.5.13），當公司治理機制較好時，資金需求高的公司與資金需求低的公司兩者間，受資產減損公報宣告的影響並沒有顯著差異，可能原因是當公司治理機制較好時，因為公司內外資訊不對稱程度較低，雖然適用資產減損公報會使盈餘減少，但因董事會及具影響力的股東能有有效監督並限制管理者的投機行為，股東及債權人財富受到損害的機會亦較低，故適用公報後造成的資金成本增加亦較少，故資產減損公報對於資金需求不同公司的影響不會有顯著差異；反觀，當公司治理機制較差時，資金需求高的公司相對於資金需求低的公司有顯著負向的累積異常報酬，且至少達 5%顯著水準，顯示當資產減損公報造成較嚴重的資訊不對稱，因缺乏有效的公司治理監督機制，在資金成本大幅上升的情況下，資產減損公報的宣告對於資金需求較高的公司造成較負面的股價反應。而在事件日二（正式公布日-93.7.1），與假說 2-2 的結果類似，資產減損公報宣告對於資金需求高低之公司的影響，無論公司治理機制的好壞，都沒有顯著差異。

表 8 不同特性公司對公報宣告效果影響之迴歸分析結果

$$CAR_j = a_0 + a_1 PP\&EC_j + a_2 LTIInvC_j + a_3 SpareC_j + a_4 FCFC_j + \varepsilon_j$$

事件日	93.5.13			93.7.1		
窗口	(-2,2)	(-2,2)	(-5,5)	(-2,2)	(-2,2)	(-5,5)
Regression	三因子 模式	市場模式	三因子 模式	三因子 模式	市場模式	三因子 模式
<i>Intercept</i>	0.0241*** (4.9346)	0.0181*** (3.5549)	0.0227*** (3.0582)	-0.0031 (-0.6504)	-0.0143*** (-2.8957)	0.0021 (0.3397)
<i>PP&E</i>	-0.0391*** (-3.5633)	-0.0351*** (-3.0745)	-0.0383** (-2.1479)	0.0093 (0.8814)	0.0146 (1.3285)	0.0150 (1.0646)
<i>LTIInv</i>	-0.0764** (-5.4328)	-0.0678*** (-4.6614)	-0.0704*** (-3.1789)	0.0253** (2.3405)	0.0381*** (3.4032)	0.0527*** (3.6692)
<i>Sparev</i>	-0.0403 (-1.2073)	-0.0430 (-1.3403)	-0.0321 (-0.5128)	0.0838** (2.5423)	0.0866** (2.5328)	0.0405 (0.9232)
<i>FCF</i>	0.0546** (2.1967)	0.0403 (1.4981)	0.1022** (2.5273)	0.0273 (1.1133)	0.0230 (0.9027)	0.0280 (0.8572)
R^2	0.0729	0.0545	0.0303	0.0198	0.0286	0.0228
Adj R^2	0.0672	0.0486	0.0243	0.0138	0.0225	0.0167
F	12.7170***	9.3009***	5.0570***	3.2793**	4.7544***	3.7736***
N	677	677	677	677	677	677

註：1 表中的迴歸係數利用最小平方方法求出之估計值，括號() 內為 t 值。

2 ***表示 t 值達 1%的顯著水準；**表示 t 值達 5%的顯著水準；*表示 t 值達 10%的顯著水準，雙尾檢定。

3 CAR_j ：累積異常報酬、 $PP\&EC_j$ ：固定資產佔總資產百分比、 $LTIInv_j$ ：長期股權投資佔總資產百分比、 $SpareC_j$ ：閒置資產佔總資產百分比與 $FCFC_j$ ：((營業活動之現金流量-投資活動之現金流量)/總資產)。

4 相關資料之取得設定為宣告日所能取得之最近之財務報表。93 年 5 月 13 日與 93 年 7 月 1 日皆以該公司 93 年第一季季報為準。

表 9 關聯性資產與公司治理對公報宣告效果影響之迴歸分析結果

$$CAR_j = a_{10} + a_{11}PP \& E_j + a_{12} LTIInv_j + a_{13}Spare_j + a_{14}FCF_j + \varphi_j$$

$$CAR_j = a_{20} + a_{21}PP \& E_j + a_{22} LTIInv_j + a_{23}Spare_j + a_{24}FCF_j + a_{25}OD_j + a_{26}(PP \& E \& OD)_j + a_{27}(LTIInv \& OD)_j + a_{28}(Spare \& OD)_j + a_{29}(FCF \& OD)_j + \gamma_j$$

$$CAR_j = a_{30} + a_{31}PP \& E_j + a_{32} LTIInv_j + a_{33}Spare_j + a_{34}FCF_j + a_{35}OO_j + a_{36}(PP \& E \& OO)_j + a_{37}(LTIInv \& OO)_j + a_{38}(Spare \& OO)_j + a_{39}(FCF \& OO)_j + \eta_j$$

Regression	(1)		(2)		(3)		(4)					
	二因子 模型	市場模型	二因子 模型	市場模型	二因子 模型	市場模型	二因子 模型	市場模型				
Intercept	0.0029	-0.0018	-0.0045	-0.0113	-0.0006	-0.0056	0.0007	-0.0079*	-0.0057	-0.0165**	0.0032	-0.0060
PP&E	-0.0079*	-0.0062	-0.0046	-0.0027	-0.0073	-0.0046	0.0053	0.0061	0.0083	0.0097*	0.0036	0.0050
LTIInv	-0.0156***	-0.0136***	-0.0070	-0.0031	-0.0100	-0.0081	0.0050	0.0082**	0.0059	0.0115*	-0.0040	-0.0004
Spare	-0.0032	-0.0029	-0.0066	-0.0056	-0.0107*	-0.0105*	0.0037	0.0038	0.0067	0.0079	0.0103**	0.0106**
FCF	0.0109***	0.0104**	0.0149**	0.0167***	0.0164***	0.0169***	0.0002	0.0003	0.0039	0.0055	-0.0013	0.0002
OD			0.0126	0.0143					0.0120	0.0138		
OO					0.0059	0.0043					-0.0046	-0.0061
PP&E*OD			-0.0058	-0.0053					-0.0046	-0.0046		
LTIInv*OD			-0.0156*	-0.0186**					-0.0003	-0.0039		
Spare*OD			0.0069	0.0061					-0.0055	-0.0067		
FCF*OD			-0.0065	-0.0112					-0.0095	-0.0129		
PP&E*OO					0.0012	0.0003					0.0035	0.0039
LTIInv*OO					-0.0109	-0.0095					0.0200**	0.0209**
Spare*OO					0.0169*	0.0174**					-0.0147*	-0.0142*
FCF*OO					-0.0102	-0.0121					0.0012	-0.0017
AdjR ²	0.0369	0.0266	0.0313	0.0222	0.0360	0.0235	0.0020	0.0069	-0.0012	0.0085	0.0095	0.0169
F	7.3955***	5.5499***	3.2479***	2.5802***	3.6003***	2.6727***	1.3432	2.1643*	0.9132	1.5962	1.6657*	2.1933**
N	669	668	627	626	627	626	670	669	627	626	627	626

註：***表示 t 值達 1% 的顯著水準；**表示 t 值達 5% 的顯著水準；*表示 t 值達 10% 的顯著水準，雙尾檢定。
 2.CAR_j：累積異常報酬、PP&E_j：高固定資產=1，其他 0、LTIInv_j：高長期股權投資=1，其他 0、Spare_j：高閒置資產=1，其他 0、FCF_j：高自由現金流量=1，其他 0、OD_j：高外部董事比例=1，其他 0、OO_j：高外部股東持股比例=1，其他 0。
 3 相關資料之取得設定為宣告日所能取得之最近之財務報表。93 年 5 月 13 日與 93 年 7 月 1 日皆以該公司 93 年第一季報為準。

伍、結論

本研究以資產減損公報制定過程中的二個重要事件日：資產減損會計處理準則草案發佈日，與財務會計準則公報第三十五號「資產減損之會計處理準則」適用發布日為研究對象。本研究主要分為四部份，第一部份係利用三因子模型及似乎不相關模式檢定資產減損公報宣告於二個事件日之股價效應；第二部份利用企業擁有關聯性資產與股價反應之關係，了解公報宣告對擁有關聯性資產較多公司之影響是否較大；第三部份則針對資金需求與股價反應的問題做探討，檢定資金需求高之公司所受到公報宣告的負面影響是否較大；第四部份則探討公司治理好壞是否會影響資產減損公報對擁有不同關聯性資產與資金需求公司股價的衝擊。

股價效應檢定部份，事件日一與事件日二具有不同的結果。就投資者而言，初次接觸（草案發布日-93.5.13）認為企業將來會產生減損損失，故市場反應為負向。之後的反應（正式公布日-93.7.1），除認為公司承認以往投資的無效率，加速處理不良資產與投資案，減少過度投資可能性，同時提升資金使用效率外；考量因減損損失增加之遞延所得稅資產帶來未來折抵稅金的利益，兩者均隱含公司未來現金流量可能增加的有利消息，使得股價出現正向的反應。

另外，擁有較多關聯性資產公司之股價受到公報宣告之影響亦較大。在事件日一，公報宣告對市場具有負面影響時，由於投資者認為關聯性資產高之公司會產生較多資產減損損失，使公司具有顯著較低的累積異常報酬；且擁有關聯性資產較多公司相對於擁有關聯性資產較少公司有顯著負向的累積異常報酬；而在考量公司治理機制後發現，僅當公司治理機制較好時，擁有關聯性資產較多公司的累積異常報酬顯著低於擁有關聯性資產較少公司，可能原因是為了避免管理者潛在的投機行為，而提列較高資產減損損失，對公司股價產生較負面的衝擊。而在事件日二，公報宣告對市場具有正面影響時，雖然關聯性資產越多累積異常報酬越高；但將樣本分群之後，公報宣告對公司股價的影響並未因公司擁有關聯性資產多寡或公司治理機制好壞而有顯著差異，可能是因公報訊息宣告已久，加上利多利空消息錯雜，在兩者互相抵消下，使得股價反應不明顯。

最後，企業資金需求與公報宣告之關係，在事件日一，因提列資產減損損失使公司財務狀況惡化，故當公司對於資金有較高需求時，因額外資金成本增加，進而產生負面股價反應；且資金需求較高公司相對於資金需求較少公司具有顯著負面的累積異常報酬；同樣考量公司治理機制，僅當公司治理機制較差時，資金需求高公司的累積異常報酬顯著低於資金需求低公司，可能原因是資

產減損公報造成較嚴重的資訊不對稱，在缺乏有效公司治理監督機制導致資金成本大幅上升的情況下，反而導致較負面的股價反應。而在事件日二，與關聯性資產之結果類似，公報宣告對公司股價的衝擊並未受到資金需求高低與公司治理好壞的影響。

本研究之限制為雖然嘗試針對資產減損公報制定過程中之重要事件，探討其對市場之影響，但因國內對於公報制定過程並未充分公開，故在事件日時間點的認定上可能仍存在部分缺失。另因為研究資料限制，本研究僅針對台灣證券交易所上市公司為研究樣本，且在樣本分組部份，也僅能針對部分受公報影響較大之資產做檢定，故後續研究者可嘗試將上櫃公司以及其他受到公報影響之資產類型加入研究。

本研究理論上之意涵為：企業在台灣股票市場中，適用資產減損公報宣告之股價反應，初期是符合契約理論與融資理論假說而使股價下跌；之後卻符合自由現金流量假說而使股價上升。理論上，由於財務會計準則公報之規定與揭露是為了減少資訊不對稱性，提升財務報表之透明度與可靠性，降低投資人與公司間之代理成本 (Lev, 1988; Bartov & Bodnar, 1996; Brackney & Cready, 1999)。資產減損公報即可降低投資者與公司經理人間對不良資產之資訊不對稱性。雖然立即認列資產減損損失將造成企業短期盈餘之減少，但長期上將增加企業財務報表之透明度與可靠性，降低投資決策不確定性，可謂短空長多³⁹。

實務上的意涵為：一、資產減損公報之宣告對股票市場初次反應是傳遞降低公司盈餘及現金流量之負面訊息，之後卻是提升效率之正面訊息，此為投資者對傳遞之宣告資訊判讀不同而產生之情況，此可作為管理當局面對未來相關公報公告股價反應影響之處理。二、關聯性資產較高與資金需求高之公司在面對資產減損公報對其傳遞的訊息究竟之影響，此亦可作為管理當局面對未來相關公報公布之參考。三、公報宣告對公司股價的衝擊會因公司治理機制的好壞而有差異，此結果除做為管理當局採用新公報之參考外，亦協助投資者判斷新公報對公司股價之影響程度。四、透過公司特性以及財務資訊幫助投資者分辨採用新公報的公司其所要傳遞的訊息究竟是正面還是負面，可以讓投資者對未來之公報宣告判斷其對股票價格的可能影響。五、為減緩資訊傳遞造成股價反應之衝擊，政府當局宜擴大各單位參與公報制定之程度，並提供正確與及時訂定該公報之進度訊息予投資大眾。六、政府機關亦應在新公報適用前，提供何種產業與何種特性公司可能受新公報影響較大之訊息給投資大眾，避免不必要之資訊判讀，以減少人為操縱。

³⁹ 資料來源為 2005 年 4 月 13 日金管會於立法院財政委員會專案報告。

參考文獻

- 吳如玉，2005a，「全球財務報表趨勢」，會計研究月刊，230期：124~127。
- 吳如玉，2005b，「資產減損會計處理—健全財務制度提昇決策品質」，會計研究月刊，232期：82~84。
- 李永全、馬黨，2006，「台灣家族公司負債融資成本之研究」，管理評論，25卷3期：69~91。
- 杜榮瑞、顏信輝、陳琬瑜，2004，「影響我國全面現階段全面採用國際會計準則之因素探討」，會計與公司治理，1卷2期：15~37。
- 沈中華、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。
- 林育淦，2006，資產減損之會計處理準則對財務報表價值攸關性影響之研究，輔仁大學會計研究所碩士論文。
- 林嬋娟、張文貞，1999，「第十八號財務會計準則公報之股價效應研究」，中山管理評論，7卷1期：35~56。
- 洪榮華、陳香如、柯璟瑩，2005，「從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性」，管理與系統，12卷4期：33~53。
- 范宏書、陳慶隆，2006，「第35號財務會計準則公報的自願性提前適用對帳面價值與盈餘價值攸關性之影響」，2006台灣財務金融學會年會暨財務金融保險不動產學術研討會論文集：677~699。
- 張仲岳，2005，「企業如何應用財會準則三十五號資產減損公報？」，會計研究月刊，230期：119~123。
- 陳隆麒、李春安、劉維琪，1997，「擴充型投資專案宣告對股價影響之研究—聲譽模式論點」，管理評論，16卷1期：38~66。
- 陳慶隆，2007，「選擇性新會計準則實施時點對策略性會計報導與資訊攸關性的影響」，台灣管理學刊，7卷1期：43~71。
- 黃旭輝、陳隆麒、謝劍平，2001，「公司成長機會對經理人持股與董事會組成影響之研究」，中山管理評論，9卷1期：37~59。
- 黃美珠，2007，資產減損對股價反應、分析師預測及本益比影響之研究，政治大學會計研究所博士論文。
- 黃振豐、陳敏齡，2006，「公司提前適用三五號公報資產減損動因之探討」，淡江人文社會學刊，25期：51~70。
- 黃照惠，2005，「35號公報推動財報更透明」，實用稅務，369期：27~29。
- 廖世仁、蔡佩園，2006，「第35號會計公報對股價異常報酬之影響」，2006創新、整合與應用研討會論文集：872~883。
- 劉惠美，2006，我國上市櫃公司資產減損與企業特色關聯性之研究，輔仁大學會計研究所碩士論文。
- 蔡垂君、劉秀葉，2006，「第35號財務會計準則公報對企業價值影響之研究」，2006二十一世紀管理理論與實務研討會論文集：86~101。

- 鄭文吉，2006，提前適用財會準則公報第 35 號-資產減損之會計處理準則-公司特徵之研究，台北大學會計研究所碩士論文。
- 蕭惠元，2005，「資產減損財會公報對 TCRI 之影響」，貨幣觀測與信用平等，52 期：13~22。
- 鍾慧真，2004，「我國財務會計處理與資訊揭露邁向國際接軌」，當代會計，5 卷 1 期：121~137。
- 顏信輝、丁緯，2006a，「三十五號公報對企業年度報表之影響-由九十三年年報分析(上)」，會計研究月刊，242 期：101~146。
- 顏信輝、丁緯，2006b，「三十五號公報對企業年度報表之影響-由九十三年年報分析(下)」，會計研究月刊，243 期：86~91。
- 顧廣平，2005，「單因子、三因子或四因子模式？」，證券市場發展季刊，17 卷 2 期：101~146。
- Aboody, D., Barth, M., and Kasznik, R., 1999, "Revaluations of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 26, No. 1-3, 149-178.
- Ahmed, K. and Roush, M., 2002, "The Effect of Board Changes on Writedowns of Non-current Assets: Evidence from New Zealand," **Corporate Governance**, Vol. 10, No. 4, 278-287.
- Akresh, M. S. and Fuersich, J., 1994, "Stock Option, Accounting Valuation and Management Issue," **Management Accounting**, Vol. 75, No. 9, 51-73.
- Alciatore, M., Easton, P. D., and Spear, N., 2000, "Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets: Evidence from the Petroleum Industry," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 29, No. 2, 221-242.
- Atchison, M. D., Butler, K. C., and Simonds, R. R., 1987, "Nonsynchronous Security Trading and Market Index Autocorrelation," **The Journal of Finance**, Vol. 42, No. 1, 111-118.
- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1998, "A Model of Investor Sentiment," **Journal of Financial Economics**, Vol. 49, No. 3, 307-343.
- Bartov, E. and Bodnar, G. M., 1996, "Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry, and Liquidity: Theory and Evidence," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 3, 397-418.
- Bartov, E., Lindahl, F. W., and Ricks, W. E., 1998, "Stock Price Behavior around Announcements of Write-Offs," **Review of Accounting Studies**, Vol. 3, No. 4, 153-184.
- Bhushan, R., 1989, "Firm Characteristics and Analyst Following," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 15, No. 3, 255-274.
- Binder, J. J., 1985, "On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies," **Journal of Accounting Research**, Vol. 23, No. 1, 370-383.

- Binder, J. J., 1998, "The Event Study Methodology Since 1969," **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 11, No. 2, 111-137.
- Boehmer, E., Musumeci, J., and Poulsen, B., 1991, "Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance," **Journal of Financial Economics**, Vol. 30, No. 2, 253-272.
- Bond, S. A. and Hwang, S., 2007, "Smoothing, Nonsynchronous Appraisal and Cross-Sectional Aggregation in Real Estate Price Indices," **Real Estate Economics**, Vol. 35, No. 3, 349-382.
- Booth, J. R., Cornett, M. M., and Tehranian, H., 2002, "Boards of Directors, Ownership, and Regulation," **Journal of Banking & Finance**, Vol. 26, No. 10, 1973-1996.
- Brackney, K. S. and Cready, W. M., 1999, "Annual Earning Announcement Timeliness and Investor's Private Information Acquisition Incentives," **Journal of Accounting and Finance Research**, Vol. 7, No. 2, 40-48.
- Brennan, M. J., 1991, "A Perspective on Accounting and Stock Prices," **The Accounting Review**, Vol. 66, No. 1, 67-79.
- Brown, S. J. and Warner, J. B., 1980, "Measuring Security Price Performance," **Journal of Financial Economics**, Vol. 8, No. 3, 205-258.
- Brown, S. J. and Warner, J. B., 1985, "Using Daily Stock Return: The Case of Event Studies," **Journal of Financial Economics**, Vol. 14, No. 1, 3-31.
- Chao, C. L., 2007, "An Examination of SFAS No. 35: Adoption Timing Motives, Write-off Characteristics, and Market Reaction," **International Journal of Accounting Studies**, Special Issue, 77-120.
- Chen, T. C., Lai, H. N., and Tsai, P. F., 2006, "On the Two-Stage Estimation of the Fama-French Three Factor Model: Evidence from Taiwan," **Chiao Da Management Review**, Vol. 26, No. 2, 21-48.
- Chou, P. H., Li, W. S., Lin, J. B., and Wang, J. S., 2006, "Estimate the VaR of a Portfolio Subject to Price Limits and Nonsynchronous Trading," **International Review of Financial Analysis**, Vol. 15, No. 4-5, 363-376.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S., and Raymond, J. E., 1999, "Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership," **International Review of Financial Analysis**, Vol. 8, No. 2, 177-197.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., and Ellstrand, A. E., 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis," **The Academy of Management Journal**, Vol. 42, No. 6, 674-686.
- De Bondt, W. F. M. and Makhija, A. K., 1988, "Throwing Good Money After Bad? Nuclear Power Plant Investment Decision and Relevance of Sunk Cost," **Journal of Economic Behavior and Organization**, Vol. 10, No. 2, 173-199.

- Dechow, P. M., Hutton, A. P., and Sloan, R. G., 1996, "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation," **Journal of Accounting Research**, Vol. 34, Supplement, 1-21.
- Dyckman, T., Philbrick, D., and Stephan, J., 1984, "A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach," **Journal of Accounting Research**, Vol. 22, Supplement, 1-33.
- Espahbodi, H., Espahbodi, P., Rezaee, Z., and Tehranian, H., 2002, "Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock-based Compensation," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 33, No. 3, 343-373.
- Fama, E. E., 1965, "The Behavior of Stock Market Prices," **Journal of Business**, Vol. 38, No. 1, 34-105.
- Fama, E., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm," **Journal of Political Economy**, Vol. 88, No. 2, 288-307.
- Fama, E. F. and French, K. R., 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," **Journal of Financial Economics**, Vol. 33, No. 1, 3-56.
- Foster, G., 1980, "Accounting Policy Decisions and Capital Market Research," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 2, No. 1, 29-62.
- Fowler, D. J., Rorke, C. H., and Jog, V. M., 1981, "A Note on Beta Stability and Thin Trading on the Toronto Stock Exchange," **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 8, No. 2, 267-278.
- French, K. R., 1980, "Stock Returns and the Weekend Effect," **Journal of Financial Economics**, Vol. 8, No. 1, 55-69.
- Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., and Makri, M., 2003, "The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations," **Academy of Management Journal**, Vol. 46, No. 2, 226-237.
- Guenther, D. A. and Rosman, A. J., 1994, "Difference between Compustat and Crsp SIC Codes and Related Effects on Research," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 18, No. 1, 115-128.
- Hart, O. and Moore, J., 1990, "Property Rights and the Nature of the Firm," **Journal of Political Economy**, Vol. 98, No. 6, 1119-1158.
- Healy, P., 1985, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, No. 1-3, 85-107.
- Henderson, G. V., 1990, "Problems and Solutions in Conducting Event Studies," **Journal of Risk and Insurance**, Vol. 57, No. 2, 282-306.
- Holthausen, R. W. and Leftwich, R. W., 1983, "The Economic Consequences of Accounting Choice: Implications of Costly Contracting and Monitoring," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 5, No. 1, 77-117.

- Holthausen, R., Larcker, D., and Sloan, R., 1995, "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 19, No. 1, 29-74.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," **American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, 323-329.
- Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control," **Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, 831-880.
- Johnson, B. W., 1989, "Asset Impairment, Disclosure Policy and Stock Prices: The Valuation of Problem Foreign Loans by Commercial Banks." Working paper, University of Iowa.
- Khurana, I. K. and Loudder, M. L., 1994, "The Economic Consequences of SFAS 106 in Rate-Regulated Enterprises," **The Accounting Review**, Vol. 69, No. 2, 364-380.
- Kim, S. and Kwon, S. S., 2001, **SFAS 121 Asset Write-Down: Early vs. Late Firms**, Ph. D. Dissertation, School of Business Rutgers University-Camden.
- Lee, I. and Stiner, F. M., 1993, "Stock Market Reactions to SFAS No. 96: Evidence from Early Bank Adopters," **The Financial Review**, Vol. 28 No. 4, 469-491.
- Lev, B., 1988, "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy," **The Accounting Review**, Vol. 63, No. 1, 1-22.
- Lins, K., 2003, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, 159-184.
- Loh, A. L. C. and Tan, T. H., 2002, "Asset Write-offs-Managerial Incentives and Macroeconomic Factors," **Abacus**, Vol. 38, No. 1, 134-151.
- Lopes, L., 1987, "Between Hope and Fear: The Psychology of Risk," **Advances In Experimental Social Psychology**, Vol. 20, No. 3, 255-295.
- Maloney, M. T., McCormick, R. E., and Mitchell, M. L., 1993, "Managerial Decision Making and Capital Structure," **Journal of Business**, Vol. 66, No. 2, 189-217.
- Martin, L. A., Subramaniam, C., and Vigeland, R. L., 2000, "The Effects of SFAS No. 90 on Nuclear Electric Utilities," **Accounting Horizons**, Vol. 14, No. 2, 191-209.
- Minnick, K. L., 2004, "Write-offs and Corporate Governance." Working paper, University of Maryland.
- Ragothaman, S. and Bublitz, B. O., 1996, "An Empirical Analysis of the impact of Asset Writedown Disclosures on Stockholder Wealth," **QJBE**, Vol. 35, No. 3, 34-53.
- Schotman, P. C. and Zalewska, A., 2006, "Non-Synchronous Trading and Testing for Market Integration in Central European Emerging Markets," **Journal of Empirical Finance**, Vol. 13, No. 4, 462-494.
- Schwert, G. W., 1981, "Using financial data to measure effects of regulation," **Journal of law and economics**, Vol. 24, No. 1, 121-158.
- Shanken, J., 1987, "Nonsynchronous Data and the Covariance-Factor Structure of

- Returns,” **The Journal of Finance**, Vol. 42, No. 2, 221-231.
- Shefrin, H. and Statman, M., 1985, “The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence,” **Journal of Finance**, Vol. 40, No. 3, 777-790.
- Smith, C. W., 1993, “A Perspective on Accounting-Based Debt Covenant Violations,” **The Accounting Review**, Vol. 68, No. 2, 289-303.
- Smith, C. W. and Warner, J. B., 1979, “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 7, No. 2, 117-161.
- Solibakke, P. B., 2000, “Stock Return Volatility in Thinly Traded Markets: An Empirical Analysis of Trading and Non-trading Processes for Individual Stocks in Norwegian Thinly Traded Equity Market,” **Journal of Applied Financial Economics**, Vol. 10, No. 3, 299-310.
- Solibakke, P. B., 2001a, “Efficiently Estimated ARMA-GARCH Characteristics for Norwegian Thinly Traded Equity Market,” **Applied Financial Economics**, Vol. 11, No. 5, 539-556.
- Solibakke, P. B., 2001b, “Non-linear Dependence and Conditional Heteroscedasticity in Thinly Traded Markets,” **European Journal of Finance**, Vol. 11, No. 2, 111-136.
- Solibakke, P. B., 2002, “Calculating Abnormal Returns in Event Studies: Controlling for Non-synchronous Trading and Volatility Clustering in Thinly Traded Markets,” **Managerial Finance**, Vol. 28, No. 8, 66-86.
- Stulz, R., 1990, “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, No. 1, 3-27.
- Symonds, B., 2002, “The Long, Hard Road Ahead for Tyco,” **Business Week**, July 3.
- Theobald, M. and Yallup, P., 1996, “Settlement, Tax and Non-synchronous Effects in the Basis of U.K. Stock Index Futures,” **Journal of Banking & Finance**, Vol. 20, No. 9, 1509-1530.
- Xie, B., Davidson III, W. N., and DaDalt, P. J., 2003, “Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee,” **Journal of Corporate Finance**, Vol. 9, No. 3, 295-316.

作者簡介

洪榮華

國立中央大學企業管理系副教授，國立政治大學企業管理博士。主要研究領域為公司理財、公司治理、家族企業等有關之領域。學術論文曾發表於財務金融學刊、管理學報、管理評論、中山管理評論、台大管理論叢、管理與系統、輔仁管理評論、商管科技季刊、亞太經濟管理評論、Global Finance Journal, Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal, Corporate Governance: An International Review, Family Business Review, Health Policy, Health Services Management Review, Emerging Markets Finance and Trade, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Journal of Air Transport Management 等。

E-mail: jhung@cc.ncu.edu.tw

李易政

國立中央大學企業管理研究所博士候選人。主要研究領域為股價反應、公司治理、公司理財、行為財務及盈餘管理等有關之領域。學術論文曾發表於中山管理評論與商管科技季刊。

E-mail: crazyprayer@gmail.com

張力

私立世新大學企業管理系助理教授，中央大學企業管理研究所博士。主要研究領域為股價反應、財務會計、醫院財務管理等有關之領域。學術論文曾發表於輔仁管理評論、會計研究月刊與 Health Policy, Health Service Management Review 等。

E-mail: scottlichang@yahoo.com.tw

劉永欽

私立亞洲大學財務金融系助理教授，國立中央大學企業管理博士。主要研究領域為證券市場、公司理財、行為財務學等有關之領域。學術論文曾發表於證券發展季刊、管理學報、中山管理評論、輔仁管理評論、亞太經濟管理評論與 Global Finance Journal、Journal of Air Transport Management 等。

E-mail: chinyda@yahoo.com.tw