

會計與公司治理

發行人 李元棟
發行所 財團法人逢甲會計教育基金會
地址 台中市 40724 西屯區文華路 100 號逢甲大學會計學系
總編輯 王光華(逢甲大學)
執行編輯 林嬌能(逢甲大學)
編輯委員 王漢民(逢甲大學) 江向才(逢甲大學)
吳清在(成功大學) 吳祥發(美國北德州大學)
吳壽山(證券櫃檯買賣中心) 李元棟(逢甲大學)
沈維民(台中科技大學) 林文雄(美國南加州大學)
林世銘(臺灣大學) 林有志(雲林科技大學)
林廷機(逢甲大學) 林宜勉(中興大學)
林維珩(台北商業大學) 林嬋娟(臺灣大學)
柯承恩(臺灣大學) 馬嘉應(東吳大學)
張森河(逢甲大學) 張瑞當(中興大學)
許崇源(政治大學) 陳育成(中興大學)
陳貴端(逢甲大學) 黃劭彥(中正大學)
黃瓊慧(台北大學) 詹乾隆(東吳大學)
賴志仁(美國華盛頓州立大學) 薛富井(台北大學)
蕭子誼(逢甲大學)

(按姓氏筆劃排序)

編輯行政 游鎧笛、郭雅億
工本費 新臺幣貳佰元整
帳戶名 財團法人逢甲會計教育基金會
郵政劃撥 21922525
電話 (04)2451-7250 轉 4207
傳真 (04)2451-6885
出版日期 2014 年 12 月

本刊圖文非經同意不得轉載

Journal of Accounting and Corporate Governance

Publisher:	Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)
Editor:	Kuang-Hua Wang	(Feng Chia University)
Executive Editor:	Jiao-Neng Lin	(Feng Chia University)
Editorial Board:	Chan-Jane Lin	(National Taiwan University)
	Chen-En Ko	(National Taiwan University)
	Chia-Ying Ma	(Soochow University)
	Chunghuey Huang	(National Taipei University)
	Chung-Yuan Hsu	(National Chengchi University)
	Chyan-Long Jan	(Soochow University)
	Frederick H. Wu	(University of North Texas)
	Fujiing N. Shiue	(National Taipei University)
	Gene C. Lai	(Washington State University)
	Han-Min Wang	(Feng Chia University)
	Hsiang-Tsai Chiang	(Feng Chia University)
	Kuei-Tuan Chen	(Feng Chia University)
	Ruey-Dang Chang	(National Chung Hsing University)
	Shaio-Yan Huang	(National Chung Cheng University)
	Shen-Ho Chang	(Feng Chia University)
	Sou-Shan Wu	(Taipei Exchange)
	Su-Ming Lin	(National Taiwan University)
	Thomas W. Lin	(University of Southern California)
	Tin-Gji Lin	(Feng Chia University)
	Tsing-Zai Wu	(National Cheng Kung University)
	Tzy-Yih Hsiao	(Feng Chia University)
	William Wei-Min Sheng	(National Taichung University of Science and Technology)
	Wei-Heng Lin	(National Taipei University of Bussiness)
	Yi-Mien Lin	(National Chung Hsing University)
	Yu-Cheng Chen	(National Chung Hsing University)
	Yu-Chih Lin	(National Yunlin University of Science and Technology)
	Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)

會計與公司治理

目 錄

第九卷 第一期

2014 年 12 月

- | | |
|------------------------------|--------------------|
| 台灣企業社會責任揭露-以上市/櫃電子產業
年報為例 | 張瑞元 黃瓊瑤
林金賢 曾韻之 |
| 資本結構、股利政策對公司價值之影響：訊
號理論觀點 | 高惠松 蔡純真 |
| 會計師簽證制度與法律責任之探討：以力霸
案之觀點 | 陳素緞 陳鈺蕙 |
| 品牌價值與企業社會責任關聯性之探討 | 蕭志怡 |

台灣企業社會責任揭露-以上市/櫃電子產業年報為例

張瑞元
靜宜大學

黃瓊瑤
雲林科技大學

林金賢
中興大學

曾韻之
中興大學

摘要

企業社會責任概念與執行，近年來已逐漸成為一門顯學，並重新定義了成功企業的面向。然而，對於其具體內容，何謂企業社會責任以及如何衡量，目前尚未有一致共識。國際社會責任評等機構也在各種企業社會責任揭露準則、標準認證，以及資訊可得性之限制下，企圖歸納出通用的企業社會責任揭露構面。由於企業社會責任揭露在不同國家、產業，甚至是利害關係人間所關注的議題不盡相同，因此要發展一適用於全世界的企業社會責任揭露指標確有其難度。鑒於一個客觀揭露準則之重要性，本研究企圖建構適用於台灣企業之社會責任揭露構面與評分細項，以作為台灣企業未來制定企業社會責任揭露規定時的參考外，對於未來相關議題之研究也有可資比較的衡量項目。本研究藉由內容分析法對台灣上市/櫃電子產業年報之企業社會責任揭露現況進行分析，並探討資訊揭露相對不足處，實證分析結果有其學術與實務上的具體意涵。

關鍵詞：企業社會責任、企業社會責任揭露、內容分析法

Corporate Social Responsibility Disclosure in Taiwan - An Empirical Study of the Listed Electronic Companies

Ruei-Yuan Chang

Providence University

Chiung-Yao Huang

National Yunlin University of Science & Technology

Chin-Shien Lin

National Chung Hsing University

Yun-Chi Tseng

National Chung Hsing University

Abstract

The conceptualization and implementation of corporate social responsibility has become increasingly important nowadays, and it even redefines the dimensions of a successful enterprise. However, what the content is and how to measure it still have not come to a consensus. Institutions of the international society such as Global Reporting Initiative have been trying to construct a universal corporate social disclosure system based on different corporate social disclosure criteria, standards, and authentications within the data limit. Since different countries, industries, and stakeholders have different concerns, it is hard to come up with a universal standard. With the importance of an objective disclosure system of CSR, this study is trying to construct appropriate dimensions to disclose corporate social responsibility for listed electronic companies in Taiwan. Based on the annual reports this research applies the content analysis technique to analyze the current status of corporate social responsibility disclosure, and finally summarize the appropriate items for the disclosure system. The derived conclusions may have important implications for both the academia and practice.

Keywords: *Corporate social responsibility, Corporate social responsibility disclosure, Content analysis*

壹、緒論

隨著時代變遷，企業營運受到所處社會環境、文化及顧客之影響日益加劇，而企業在社會中亦扮演不可或缺的角色，因此企業與社會之間存在密不可分之關係。而「取之社會，用之社會」的觀點也逐漸茁壯，使得企業在獲利之餘，如何致力於對社會貢獻己力之企業社會責任（corporate social responsibility）議題，已成為現今管理當局與企業利害關係人間共同關注之實務管理課題。

另一方面，企業財務報表是公司傳遞經營績效給利害關係人的溝通管道，而透過檢視財務報表，利害關係人可以得知公司營收狀況，判別企業資源配置是否有效率；並透過不同公司間財務狀況比較，區分出所投資企業經營績效之優劣。因此，企業財務報表狀況良好不僅可以反映企業績效、經理人績效，亦可強化利害關係人的信心，進而確保資金、原料與產品之供應來源無虞。同樣地，企業社會責任揭露（corporate social responsibility disclosure）也可視為企業公布其參與社會責任活動的一種手段。

Husted and Allen（2007）及方世榮、黃瓊瑤、陳育成（2011）均指出，利害關係人管理能力雖為非市場因素，但卻是企業建立競爭優勢與創造財務績效的重要來源，因此經理人應以更積極的態度來回應利害關係人對於企業善盡社會責任之需求。有鑑於不同利害關係人所關注之企業社會責任面向不同，因此應針對不同構面揭露不同資訊。例如，為因應環保意識崛起，應以環境相關議題為出發點，揭露利害關係人所關切之廢棄物處理與排放、資源回收等資訊；然若從員工、顧客、社區等觀點出發，則應著重員工福利、產品安全、贊助公益等活動之資訊揭露。如同對亮眼財務報表的期待，利害關係人也希望自己所關注的社會責任議題獲得企業重視。因此藉由企業社會責任揭露之訊號發射，將有利於企業與利害關係人間良好關係的建立與維持。而 Schaltegger, Müller and Hindrichsen（1996）也主張，企業社會責任揭露的目的之一即是安撫相關利害關係團體，例如環保團體等。綜前所述，企業社會責任揭露亦是組織管理利害關係人與社會大眾，對企業形成正面印象的重要工具（Roberts 1992）。

目前國際企業社會責任評等機構在各種企業社會責任揭露準則、標準及認證，以及資訊可得性限制下，企圖歸納出通用的企業社會責任揭露構面。然而，企業社會責任揭露在不同國家、產業甚至是利害關係人間所著重之議題不盡相同。以種族議題為例，由於台灣不若民族大熔爐-美國，是由多元種族所組成，因此對於種族議題方面的揭露比例將會少於美國企業社會責任揭露。誠如上述，要設計出能因應各國國情並又能讓座落於不同國家之企業間進行比較的企業社會責任揭露構面將有其困難度。本研究參考 Abbott and Monsen（1979）、Patten（2002）、Hackston and Milne（1996）等學者及全球永續性報告協會（Global Reporting Initiative, GR）、多國企業指導綱領（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）等國際企業社會責任評等機構

所提出之構面，並考量國內法規、遠見與天下雜誌因應國內企業社會責任獎項而設計出之揭露問項為基礎，建構適用於台灣企業之社會責任揭露構面與細項，以作為企業遵循之依據。此外，本研究進一步藉由內容分析法對台灣上市/櫃電子產業年報之社會責任資訊揭露現況進行分析，並探討目前資訊揭露相對不足處，據以建議未來改善之方向。

本文撰寫架構如下：第貳節將針對過去相關文獻作一回顧；第參節說明樣本選取與變數衡量方法；第肆節彙總實證結果與分析；第伍節為結論與建議，最後說明本研究限制與未來研究方向建議。

貳、文獻回顧

一、企業社會責任揭露

企業社會責任揭露的重要性與日俱增，企業揭露社會、環境方面的資訊，除可傳遞企業對於營運活動本身之關注外，也藉此向社會大眾證明其行動的正當性 (Daub 2007)。因此，企業社會責任揭露可被視為是企業與利害關係人溝通的重要工具，並可建立營運的合法性地位 (Golob and Bartlett 2007)。

1. 企業社會責任揭露定義與分類

Deegan and Rankin (1996) 認為企業社會責任揭露的本質是揭露公司所關注之議題，亦或有利於公司正面形象之事件，因此正面資訊揭露的篇幅會遠大於負面資訊之揭露，例如，說明員工訓練方案或減少浪費之管理政策為正面資訊，而組織無法控制汙染或解決社會問題則為負面資訊。此外，Hasnah, Sofri, Angrew, Sharon and Ishak (2004) 亦指出，社會與環境揭露可用以展現企業營運活動與所處環境之和諧關係。且 Fukukawa, Shafer and Lee (2007) 亦指出，自願性揭露社會與環境資訊，可用以改變社會大眾對企業之觀感。Van der Lann (2004) 則認為，公司會逐漸將各種交易活動對社會的影響納入決策考量，主要係為了回應非政府組織、政府、評等機構與其他利益團體對公司提供此些資訊之要求。而依據企業提供社會責任揭露之動機，可將之區分為自願性與誘發性揭露。自願性揭露的動機係源自於公司主動管理與利害關係人間良好關係之建立與維持之目的，而誘發性企業社會責任揭露動機則是基於合法性威脅的考量，用以回應利害關係人之要求 (Van der Lann 2004)。

綜前所述，儘管學者因自身研究專長及背景之差異，賦予企業社會責任揭露不同的定義，但仍能從中歸納出企業社會責任揭露之共同概念，包括企業社會責任揭露是企業與利害關係人間溝通之媒介，並可影響利害關係人對組織之聲譽評價；且為了突顯企業營運符合利害關係人之期待，揭露內容則多以有利於企業正面形象之資訊為主，而較少提及不利於企業的負面資訊。

2. 企業社會責任揭露構面

企業社會責任活動難以具體化，且在不同產業甚至不同國家都有其獨特點，此為無法客觀衡量企業社會責任揭露程度之主因。目前國際企業社會責任評等機構，在現有國際間多元之企業社會責任揭露準則、標準及認證下，例如，OECD 多國企業指導綱領、全球永續性報告協會（GRI）與 ISO 14000 等，試圖歸納出通用之企業社會責任揭露構面，用以具體衡量企業社會責任的資訊透明度。

在企業社會責任揭露構面之選擇方面，國際企業社會責任評等機構希望能在標準化與差異化之間取得平衡點，進而設計出納入各國國情考量，又能符合國家間比較之需求。然而，截至目前為止，仍無法建置一套適用於所有國家之企業社會揭露構面的分類，因此學者仍持續針對此實務需求投入研究。本研究即企圖在現有文獻中彙整出學者共同關注之企業社會責任揭露構面，再依據國內情況加以調整，進而發展出適用於台灣企業之社會責任揭露構面。表一係依據現有文獻所彙整之企業社會揭露構面分析，包括環境、能源、人力資源、機會平等、產品與服務、社區參與、顧客、附加價值、財務資訊與利害關係人等構面。

表一 企業社會責任揭露構面文獻整理

	環 境	能 源	人 力 資 源	機 會 平 等	產 品 與 服 務	社 區 參 與	顧 客	附 加 價 值	財 務 資 訊	利 害 關 係 人
Ernst and Ernst (1978)	●	●	●	●	●	●				
Abbott and Monsen (1979)	●		●	●	●	●				
Clarkson (1995)			●				●			●
Gray et al. (1995a)	●		●			●	●	●		
Hackston and Milne (1996)	●	●	●			●				
Williams and Pei (1999)	●	●	●	●	●	●	●			
Belal (2001)			●			●	●			●
Chau and Gray (2002)			●		●	●		●	●	●
Newson and Deegan (2002)	●	●	●	●	●	●				
Smith et al. (2005)	●		●			●	●			●
Haniffa and Cooke (2005)	●		●		●	●		●		
合計	8	4	11	4	6	10	5	3	1	4

3. 相似概念之釐清

企業社會責任概念源自於 20 世紀初，主張企業應對利害關係人負責，包含顧客、股東、員工、供應商及社區等。McWilliams and Siegel (2001) 將企業社會責任定義為企業在法律之規範下，超越了獲利之經濟目標而進行對社會有利的活動。此外，葉保強 (2007) 則利用三重底線 (triple bottom line) 來說明企業社會責任的概念，包括財務底線、環境底線及社會底線。其中財務底線是指關注財務資本，亦即公司經營的經濟效益，可由公司財務年報來呈現；而環境底線則是關注自然資本，將焦點置於公司永續經營發展之績效，亦即要求公司不要損害自然資本之可持續性。最後，社會底線則將關注焦點置於社會資本及人文資本的維持與開發。

此外，企業致力於社會責任活動與揭露則是源自於不同之動機。例如，企業與利害關係人維持友善的關係，可累積無形資產的發展 (資源或能力)，而這些無形資產則是與競爭對手差異化之來源，因此可導致財務報酬與競爭優勢的提高，此為組織採行企業社會責任活動之可能動機之一。至於揭露企業社會責任資訊之動機，主要是要彰顯組織營運符合利害關係人之期待，並具有合法性地位 (Branco and Rodrigues 2008)。然而，企業社會責任揭露與實際企業社會責任作為兩者可能存在不一致，因為社會責任績效較差的企業，所面臨的社會與政治壓力較大，且會危及其合法性之生存地位，因此基於改善利害關係人對其實績知覺的動機，可能會增加可裁決性社會責任資訊之揭露 (Patten 2002)，換言之，企業社會責任揭露與企業社會責任作為未必存在正向之關聯性。

4. 企業社會責任揭露之媒介

近年來，企業社會責任已成為全球最受矚目的商業議題之一，企業社會責任不僅代表了利害關係人對企業永續經營的期待，更攸關企業商譽的樹立。而企業社會責任揭露則反映了企業與利害關係人溝通社會責任作為的重要工具。Moser and Martin (2012) 即指出，越來越多試圖積極形塑其為善盡 CSR 之組織，主要方式是在年報中附註揭露 CSR 資訊，或單獨編制 CSR 報告書。由於這些 CSR 報告多為自願性揭露，因此會計研究學者越來越關注這些資訊揭露在公司價值評價中所扮演的角色 (Evans 2012)。

目前國際間揭露企業社會責任資訊的趨勢，是以全球報告倡議組織 (GRI) 所提出之永續性報告書第三代綱領 (The 3rd Generation of GRI's Sustainability Reporting Guidelines, 簡稱 GRI G3 Guidelines) 為主要之依據及架構，而永續性報告書第四代綱領 (GRI G4 Guidelines) 也已於 2013 年 5 月正式發布。儘管全球發展趨勢與國內政府及企業均對企業社會責任持續重視，但截至 2013 年 10 月 2 日為止，根據社團法人中華民國企業永續發展協會的台灣企業永續報告

書資料庫顯示，已跟上全球發展趨勢編製企業永續報告書的企業僅有 101 家¹。在國內相關法規制訂方面，台灣證交所及櫃買中心亦於 2010 年 2 月 28 日（台證上字第 0990003814 號函），訂定「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」，供為上市上櫃公司實踐企業社會責任之參考，以促進經濟、社會與環境生態之平衡與永續發展。另依據 2012 年 09 月 20 日公告之公開發行公司年報應行記載事項準則第 10 條公司治理報告應記載事項，第 3 項公司治理運作情形應揭露履行社會責任情形，包括公司對環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、社會公益、消費者權益、人權、安全衛生，以及其他社會責任活動所採行之制度與措施及履行情形等。而其他的溝通媒介尚包括公司網頁、記者招待會、公司參觀、高階管理人員與分析師及投資者的會面等，也都能夠直接或間接的來展現企業社會責任績效、改善對外形象，以及作為與利害關係人溝通之重要工具。

綜上所述，過去學術研究較重視公司的財務性資訊揭露（Santema and Rijt 2001），對於非財務性揭露的關注則相對不足。但事實上，不論是財務性或非財務性資訊，都與利害關係人是否能夠做出正確決策息息相關，且非財務性資訊對於公司價值的評價日益受到重視（Moser and Martin 2012）。基於國內編製企業永續報告書之發佈尚未普遍，以及企業永續報告書是績效資訊的呈現，若是企業沒有透過外部獨立公正單位的查證來增進報告資訊的品質，則報告的可信度與價值將有所減損，現階段國內透過外部獨立公正單位進行查證企業永續報告書的企業仍未盛行。相對的，年報則是上市公司最廣泛使用的資訊發佈媒介（Arnold, Moizer, and Noreen 1984; Kloptchenko, Eklund, Back, Karlsson, Vanharanta, and Visa 2004），且公告的資訊必須經過會計師查核簽證，因此應更具有效性與可靠性，且國內法規強制應公告之企業社會責任揭露主要亦是規範於年報應行記載事項準則中，因此本研究將以年報中所揭露之企業社會責任資訊，用以評估台灣企業社會責任揭露程度，以利進行後續實證程序之進行。

叁、研究方法

一、樣本選取與資料來源

1. 樣本選取

本研究所歸納之七大構面是所有產業通用之一般社會責任揭露構面，然因近年來國際環保趨勢發展迅速，許多國家或地區已設定各種日趨嚴格的環保或回收標準，並要求廠商的產品須符合規範，始可於該地區或國家銷售，此突顯環保議題之社會責任是現今企業生存的必要條件，且具有時間的急迫性。此外，一直都致力於環保議題的歐洲聯盟（European Union, EU），在 2005 年及 2006

¹ 資料來源：<http://www.bcsd.org.tw/report>

年開始執行「廢電機電子設備指令」(Waste electrical and electronic equipment, WEEE)與「危害物質限用指令」(Restriction of the use of hazardous substance, RoHS),規定銷售至歐盟的電子類產品必須符合高回收率及無害物質的要求。之後影響更為深遠的即是2007年8月開始執行的「能源使用產品生態化設計指令」(Eco-design requirements for using products, EuP),期能藉此指令之執行以提高產品能源使用效率及環境績效、降低溫室氣體排放,並確保能源供應不虞匱乏。EuP指令所影響的產品範圍相當廣泛,未來銷售至歐盟的產品將被以更嚴格的標準所檢視,且廠商必須面對複雜的供應鏈提出「就產品環境特性徹底盤查產品生態說明書(Eco-profile)」,此將會對企業的環境成本與專業帶來極大考驗。基於前述,環保已是全球共同關注的議題,且EuP指令將會帶動國際間相關政策的推動,例如,國內行政院環保署目前已積極針對產品所排放之溫室氣體進行盤查工作、輔導業者核算產品碳足跡與驗證工作,並推動台灣碳標籤制度等。而電子產品是台灣外銷商品之最大宗,且又以歐盟為最重要的出口區域之一,在歐盟持續對綠色產品政策的倡導下,身為重要貿易夥伴之一的台灣電子產業將首當其衝,本研究將以台灣上市/櫃電子產業為本研究實證對象。

2. 資料來源與企業社會責任揭露衡量

本研究以2009年的樣本資料進行分析,主要的資料蒐集來源為台灣上市/櫃電子產業公司的年報,並依據本研究歸納出的企業社會責任揭露構面與評分細項,搜尋企業年報中的相關資訊內容,用以計算各構面所涵蓋內容的總揭露行數與字數。在樣本的篩選部分,初步選取929家上市/櫃電子產業公司家數為本研究樣本,刪除20家無法取得公司年報之家數,最終用於統計分析之樣本數為909間公司樣本。

二、資料分析方法

本研究使用內容分析法來了解台灣上市/櫃電子產業企業年報所揭露企業社會責任內容,透過敘述性統計分析彙整目前台灣電子產業在年報的企業社會責任揭露現況。

1. 內容分析法 (content analysis)

內容分析法是一種根據資料,探究其情境脈絡關聯的一種可重複檢證、有效推論的研究技術,其針對文章或媒體內容的特殊屬性,如思想、主題、片語、人物角色或詞語等,作系統化和客觀化的分析,以探尋文件內容背後的真正意圖(Krippendorff 1980)。因此,內容分析法是一種蒐集資料的技術,其分析物件是文本或其他有意義的資訊傳播媒介(例如,可讀的文字檔、圖片、語音乃至視頻檔);其分析過程是對研究物件進行意義上的推斷,利用一致性的編碼方式,將分析物件中複雜的質性資料轉化成量化尺度。

本研究在內容分析中的研究物件為 2009 年台灣上市/櫃電子產業企業年報，雖然年報僅是公司資訊揭露的管道之一，無法涵蓋公司所有資訊揭露內容，但一般來說，年報乃是法定資訊，上市/櫃企業每年都需要編製，且年報是公司與外部使用者的主要資訊溝通管道，也是利益關係人，例如股東、市場上投資人欲瞭解公司經營情況的主要資訊來源和制定決策的參考依據，同時，Lang and Lundholm (1993) 及 Botosan (1997) 指出年報的揭露水準與其它媒體所提供揭露的數量呈正相關，因此本文將藉由年報內容來分析企業社會責任揭露程度。

至於企業社會責任揭露內容分析的單位，過去文獻多以年報中所揭露之企業社會責任資訊多寡做為衡量依據，例如，以年報中有關企業社會責任資訊之頁數、句子、行數與字數等，然而何者為最適的分析單位仍存在爭議 (Gray, Kouhy and Lavers 1995b; Tilt 1994)。例如，以頁數加以衡量時，由於頁面的大小；邊距與圖形在不同的年報之間可能存在差異，因此較常受到批評 (Hackston and Milne 1996; Ng 1985; Tilt 1994)，Deegan and Rankin (1996) 與 Zeghal and Ahmed (1990) 則認為單字是最小的企業社會責任揭露衡量單位，可用以評估揭露的數量且較為客觀，並且在計算上存在較少的誤差，原因在於當以頁數加以衡量時，同一頁的年報中可能會插入表格或圖片說明，因而高估了企業於年報中所揭露之實際頁數，但其缺點為單字的定義含糊不清，且使用單字的數量加以衡量時，由於沒有利用字句或字句的上下文比對，可能無法傳遞揭露的真正涵意 (Milne and Adler 1999; Tilt 1994)。相對於字數，行數在進行內容分析時則需仔細比對上下文的涵意，才能仔細地計算揭露的數量，判別所宣稱的內容在合適的企業社會責任的分類類目架構。然而，Milne and Adler (1999) 則指出使用字數與句數之間在結果分析上沒有差異。基於前述理由，本研究同時計算行數與字數，使分析內容與衡量更為嚴謹。

2. 評分者信度 (inter-rater reliability)

本文進行企業社會責任揭露內容分析時係採用人為的方式進行編碼，有關企業社會責任揭露類目歸屬的判別，仰賴評分者的主觀判斷，評分者是否能將內容歸入相同的名目中，並且使所得的結果一致，將影響研究品質，因此有必要進行評分者信度檢定，以使不同編碼員之間的主觀差異降到最低。而信度係指進行內容分析時研究的可靠程度，對本研究來說，相同的年報內容由不同編碼員進行編碼，所得結果應該要相同。因此，在正式進行內容編碼前，必須先預測信度，以檢視衡量企業社會責任揭露之定義與編碼原則是否明確，以及評分者是否清楚相關分析程序與原則。若預測信度偏低，可能意謂著編碼值之間的界線相當模糊，則應進行檢討與溝通，直至信度到達可接受標準後，才進入正式編碼程序。

而本研究之評分者信度進行之方式係先由三位熟悉企業社會責任領域的研究人員，藉由他們的專業判斷，針對企業社會責任揭露各個構面所欲測量概念之所有內容與內容之適當性進行討論，經充分討論以取得初步共識後，再由兩位編碼人員進行編碼，編碼進行之前，兩位人員先進行編碼訓練，以確保其擁有足夠的編碼技能，正確且一致性的進行編碼。因此本文針對 2010 年第六屆《遠見》企業社會責任獎中之上市/櫃公司共 45 家企業為前測樣本進行編碼，請兩位評分者依循本研究所採用之企業社會責任揭露題項進行內容分析，最後依據紀錄結果來進行斯皮爾曼相關分析 (spearman rank correlation)，用以判斷兩位評分者的評分結果是否一致，若是進行過程中 Spearman 等級相關係數過低，則再由三位學者與評分者進行溝通，討論預測編碼差異之原因，確定對於類目變數與編碼原則有更清楚了解與認知之後，再由兩位評分者重新編碼，兩位評分者即依最後確認之編碼原則，分別進行正式的編碼工作，因此本文編碼員之間主觀差異的疑慮可以透過前測與討論來消除。

3. 敘述性統計 (description statistics)

敘述性統計是用來分析變數的標準偏差、中央傾向、分佈的大小與峰態等 (George and Mallery 2003)。本研究將藉著敘述性統計來判斷企業社會責任揭露之特性。

三、發展企業社會責任揭露分類類目架構

台灣經濟部工業局致力於企業社會責任報告書之推廣活動，主要參考之依據包含 (1) 企業社會責任國際標準/指引：全球報告倡議組織 (GRI) 所提出之永續性報告書第三代綱領 (GRI G3 Guidelines)、英國 Account Ability 組織 (以下簡稱 AA 組織) 的 AA1000 核證標準 (AA1000 Assurance Standard)、國際標準化組織 (International Organization for Standardization, 簡稱 ISO) 的 ISO 26000 社會責任指引 (ISO 26000 Guidance for social responsibility) 等；(2) 國際環境資訊揭露趨勢：碳揭露專案 (Carbon Disclosure Project, CDP)、碳足跡 (Carbon Footprint)、能源使用危害物質管理、產品環境宣告、產業行為準則、歐盟環保指令等；以及 (3) 企業社會責任相關評比之重點與指標。

此外，台灣證交所及櫃買中心所訂定之「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」，主要係參考目前國際間較為普遍通用之企業社會責任資訊揭露指標-全球報告倡議組織 (GRI) 所提出之永續性報告書第三代綱領 (GRI G3 Guidelines)。另依據 2012 年 09 月 20 日公告之公開發行公司年報應行記載事項準則第 10 條公司治理報告應記載事項，第 3 項公司治理運作情形應揭露履行社會責任情形，是為目前國內主要強制揭露企業社會責任資訊之法源。

為了因應前述國際情勢，台灣企業社會責任報告書的品質與數量已逐年有具體改善，但目前仍以大規模，且資源豐富的大型企業為主，因此有必要更進

一步全面落實，以回應利害關係人之需求。有鑑於此，本文透過內容分析法將年報所揭露的企業社會責任作為加以分析，因此首先須針對年報中所揭露的企業社會責任作為進行編碼。現階段我國上市上櫃公司企業社會責任實務守則主要是依據 GRI G3 編製準則修訂而得，而 GRI G3 的永續性績效指標，則分為經濟、環境與社會三大類別，其中社會指標再按勞工、人權、社會及產品責任來分類並發展對應的核心及附加績效指標揭露。

綜上所述，本研究為編製適合衡量台灣上市/上櫃公司企業社會揭露程度的量表，主要彙整 GRI G3 編制指引與相關文獻後，將年報中所揭露的事項加以分成環境、能源、人力資源、社區參與、企業營運公平、產品與服務、顧客等七大分類類目架構 (Categories)。以下為每一構面之定義與具體衡量題項之說明：

1. 環境

依據 GRI G3 所定義的環境永續績效指標，是指機構對有生命和沒有生命的自然系統（包括生態系統、土地、空氣、水）的影響。推論至環境議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，必須考慮對各相關利害關係人所造成的影響，並符合可持續發展之前提。亦即商業運作，除了評估自身的經營狀況外，也要加入其對自然環境所造成影響之考量。本研究採納 Patten (2002) 所提出的 8 項環境揭露細項，並加入國內相關法規對年報揭露之規範²，用以衡量台灣電子產業之環境相關企業社會責任揭露。具體衡量題項如下：

- (1) 公司對環境揭露有特殊規定或管制；
- (2) 公司對製程、產能或產品創新以減少環境品質的衰退，有提及或特別討論；
- (3) 公司在宣言或是聲明中有提及對環境的關心；
- (4) 公司在宣言或是聲明中有提及在環境方面的作為；
- (5) 公司有揭露目前或過去資本支出方面在污染控制或減少的情形；
- (6) 公司有揭露未來計畫資本支出在污染控制或減少的情形；
- (7) 公司有揭露目前或過去營業成本方面在污染控制或減少的情形；
- (8) 公司有揭露未來計畫營業成本方面在污染控制或減少的情形；
- (9) 其他環境揭露。

² 公開發行公司年報應行記載事項準則第 18 條第四款規定，環保支出资訊應揭露最近年度及截至年報刊印日止，因污染環境所受損失(包括賠償)及處分之總額，並說明未來因應對策(包括改善措施)及可能之支出(包括未採取因應對策可能發生損失、處分及賠償之估計金額，如無法合理估計者，應說明其無法合理估計之事實)。

2. 能源

依據 GRI G3 與能源有關的績效指標，按主要來源可區分為直接能源耗量與間接能源耗量，以及透過提高效益而節省的能源，或發展再生能源計畫等指標。推論至能源議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，除應致力於節約能源，並善用能源，達成以最少的能源來發揮最大效用之目標外，亦應積極找尋其他可重複使用之替代性能源。本研究將採用 Hackston and Milne (1996) 所提出的能源構面衡量細項，並依循 Ernst and Ernst (1978)、Newson and Deegan (2002) 等學者之意見，將未包含於上述能源資訊揭露之其他能源相關資訊揭露加入，以提高構面之完整性。具體衡量題項如下：

- (1) 表達對能源短缺的關心；
- (2) 揭露公司的能源政策；
- (3) 於營運活動致力於節省能源；
- (4) 製造時更有效率的使用能源；
- (5) 利用廢料來生產能源；
- (6) 產品回收所節省能源之揭露；
- (7) 公司致力於減少能源購買的討論；
- (8) 改善產品能源效率的目標研究；
- (9) 能源效率增加的產品揭露；
- (10) 能源節省方案獲得獎項；
- (11) 其他與能源相關揭露。

3. 人力資源

GRI G3 的勞動行為及尊嚴勞動社會績效指標，主要以《國際勞工組織關於跨國企業及社會政策的三方宣言》(尤其是國際勞工組織的八條核心公約)及經濟合作暨發展組織的《多國企業指導綱領》為基本參照點，績效指標考量面包括雇用關係、勞/資關係、職業健康與安全、培訓與教育、多元化與平等機會等層面。推論至人力資源議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，除應保障員工之權益外，並應承擔對員工之責任。基於員工是企業經營的重要資產，因此維護企業與員工之間良好的勞資關係，是企業立足不可缺少的要件。本研究依據 GRI G3 及表一之相關文獻，彙整可衡量企業員工社會責任揭露之具體題項如下：

- (1)員工的健康與安全：強調企業針對員工工作環境之安全與衛生條件方面，需考量員工工作環境之安全衛生基本條件、預防職災或傷害所需設施、安全衛生相關訓練、衛浴設施、飲用水供應等項目。
- (2)員工協助、薪酬與福利：加強員工的持續受聘能力，協助員工轉職的技能管理，以及終生學習的專案或課程。
- (3)員工持股方案：員工入股制度 (Employee stock ownership plan, ESOP)，亦稱股票持有，狹義的入股制為企業提供員工有利條件，使其取得服務企業的股票而成為股東；廣義的定義則為員工與企業共同承擔企業經營成敗的風險，因此員工努力的成果可由企業發放股利來分享，在 Clarkson (1995)、Chaua and Gray (2002)、Newson and Deegan (2002) 等學者之研究，皆主張應將員工持股方案題項納入考量。
- (4)員工溝通：Haniffa and Cooke (2005) 提出藉由溝通可以傳達公司的理念目標與實際作為，亦可以瞭解員工之需求與想法，因此建立企業與員工間良好之溝通管道，可增進企業經營效率。
- (5)員工的訓練與發展：企業有責任提升員工的技術與能力，進而提高員工的社會與經濟地位。其內容包含訓練本質、種類、受訓員工數與訓練費用等項目。
- (6)員工概況：Gray, Kouhy and Lavers (1995)、Clarkson (1995)、Hackston and Milne (1996)、Williams and Ho (1999) 等學者認為，企業可藉由員工數、服務年資、年齡、員工地理分佈、部門分類等來瞭解員工概況，進而去瞭解員工需求，以進行適當的資源分配，讓員工體會只要身為公司的一份子，無論你身處何地，皆能獲得無微不至的照顧。
- (7)勞資關係：Hackston and Pei (1996)、Newson and Deegan (2002)、Newson and Deegan (2002) 等學者，試圖利用公司與傳統工會之間的互動，以及是否有因罷工、工業行動/活動而造成時間和生產力的損失來衡量企業之勞資關係。
- (8)其他員工事項：Ernst and Ernst (1978)、Abbott and Monsen (1979)、Clarkson (1995) 等學者主張，其他員工事項亦應納入揭露之範圍。

4. 社區參與

GRI G3 的社區社會績效指標強調任何涉及評估與管理營運對當地社區造成之影響。推論至社區參與議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，除致力於營業成長外，亦應秉持著「取之社會，用之社會」的理念，善盡一己之力，對社會有所回饋。本研究依據 GRI G3，主張企業應參與政府及社區活動以提升這些社區的生活品質，如透過教育、文化、經濟及社會活動，並給予社會不幸人士訓練及工作機會外，並彙整學者所提建議，將具體衡量人力資源議題之企業社會責任題項列式如下：

- (1) 支持政府與社區之活動：Hackston and Milne (1996) 主張，企業為國家與社區的一份子，除了追求獲利也應支持所屬社區、國家所舉辦之活動，且共存共榮則為企業長存的不二法門。
- (2) 支持本地工業的發展：如同上述支持政府與社區活動之觀點，Ernst and Ernst (1978)、Abbott and Monsen (1979)、Gray et al. (1995)、Clarkson (1995)、Hackston and Milne (1996)、Williams and Pei (1999)、Chaua and Gray (2002) 均主張，應將支持本地工業發展之活動，視為社區參與的衡量內容。
- (3) 教育與藝術：依據 Clarkson (1995)、Hackston and Milne (1996)、Newson and Deegan (2002)、Smith et al. (2005)、Haniffa and Cooke (2005) 等學者之建議，企業長期以提升教育、文化、藝術為目標，並贊助相關活動，例如教育會議、研討會、藝文活動或藝術展覽等，均是期望能藉由對這些活動之支持，以帶動社區藝文素質之發展。
- (4) 培育當地人才：Hackston and Milne (1996) 與 Williams and Pei (1999) 皆認同優質人才是產業永續發展的基礎，因此企業與當地學校建立長期建教合作、提供當地學生短期工讀機會、獎學金，以及發展產學合作計劃等，皆為培育當地人才之內容。
- (5) 贊助公共健康方案：依據 Ernst and Ernst (1978)、Abbott and Monsen (1979)、Clarkson (1995)、Hackston and Milne (1996)、Belal (2001)、Newson and Deegan (2002)、Haniffa and Cooke (2005) 之觀點，企業可以支持公共健康方案，像是贊助體育賽事、學校與社區運動會、舉辦路跑活動、建設公園與體育館等，來展示企業鼓勵全民運動，以及對提升社會活力之具體實踐。
- (6) 公益關懷與志工：Smith et al. (2005) 主張企業可藉由志工計畫，凝聚大眾力量，亦即企業應秉持著愛與關懷精神，適時對需要幫助的弱勢團體伸出援手；在自然災害發生時要不遺餘力的貢獻己力。此外，企業亦可提供志工培訓與公益交流的平台，擔任引領大眾之角色。
- (7) 捐款給社區團體或慈善機構：Clarkson (1995)、Gray et al. (1995a)、Hackston and Milne (1996)、Belal (2001)、Chaua and Gray (2002)、Newson and Deegan (2002)、Haniffa and Cooke (2005) 均主張，以公司的名義捐款給社區團體或慈善機構，落實社會關懷與環境保育，是努力參與社會公益之具體表現。
- (8) 其他社區活動揭露：Ernst and Ernst (1978)、Abbott and Monsen (1979) 認為，其他社區參與活動之項目，亦應加入社區參與社會責任揭露之衡量，以符合衡量之完整性。

5. 企業公平營運

依據 GRI G3 人權的社會績效指標，強調人權條款審查投資與採購措施、非歧視、童工、強逼與強制勞動等層面。推論至企業公平營運議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，除致力於消除各種形式的強迫勞動或就業歧視，並提供員工平等機會，不分膚色、種族、性別、年齡、族群及宗教信仰；亦不可剝削兒童、生理懲罰、凌虐女性、強迫性勞役及其他形式的虐待等情形。本研究依據 GRI G3 與表一相關文獻，將具體衡量企業公平營運企業社會責任之題項列式如下：

- (1) 雇用少數民族、殘疾人士及女性：嚴禁性別歧視/種族歧視，Ernst and Ernst (1978)、Abbott and Monsen (1979)、Hackston and Milne (1996)、Williams and Pei (1999)、Newson and Deegan (2002) 等學者，主張雇用少數民族、殘疾人士及女性等，可作為衡量企業公平營運之指標。
- (2) 男女工作機會平等：Clarkson (1995) 提出，就業公平以避免歧視可作為衡量企業公平營運的指標，本研究則以企業年報中男女就業人數比例作為衡量指標。
- (3) 童工與強迫勞動：禁止雇用被強迫的員工及童工。
- (4) 其他企業營運公平之揭露：依循 Ernst and Ernst (1978)、Abbott and Monsen (1979)、Newson and Deegan (2002) 等學者之建議，亦應將未包含於上述 1-3 項之其他企業營運公平揭露相關項目納入。

6. 產品與服務

依據 GRI G3 之產品責任社會績效指標，特別強調應揭露報告組織的產品和服務對客戶的直接影響，即健康與安全、資訊與標籤、市場推廣等。推論至產品與服務議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，應充分與利害關係人溝通企業之主要產品類型與產品之國內與國外市場分佈狀況，藉以評估產品生產對環境所造成之衝擊，且為降低對環境之衝擊與汙染、符合消費者對節能產品的要求，企業應從產品的設計、研發開始，即考量可提高產品效能、品質，並盡可能減少能源消耗，進而達成消費者可節省金錢支出之目標。本研究依據 GRI G3 與表一相關文獻，將具體衡量產品與服務社會責任揭露之題項列式如下：

- (1) 討論主要產品類型：依據 Haniffa and Cooke (2005) 之主張，充分與利害關係人溝通企業之主要產品類型，是使利害關係人對企業營運產生瞭解的重要起始點。

- (2)產品之市場分佈-國內市場：依據 Haniffa and Cook (2005) 之主張，觀察公司產品於市場之分佈，可以瞭解企業之主要目標市場，用以協助擬定公司產品策略。
- (3)產品之市場分佈-國外市場：依據 Haniffa and Cooke (2005) 之主張，藉由產品於國外市場的分佈，可以明白企業如何拓展國外市場，選擇進入這些國家的理由為何，也可讓利害關係人瞭解企業如何逐步開拓企業之國際版圖。
- (4)產品安全：參考 Abbott and Monsen (1979)、Clarkson (1995)、Williams and Ho (1999)、Newson and Deegan (2002)、Chaua and Gray (2002)、Smith et al. (2005)、Haniffa and Cooke (2005) 之建議，產品若是含有害物質，將對地球環境與人體健康造成威脅，因此全球消費者與各國政府都十分關注產品安全議題。
- (5)產品/服務之品質改善：依據 Abbott and Monsen (1979)、Williams and Ho (1999)、Haniffa and Cooke (2005) 之主張，企業應秉持顧客至上的精神，持續提昇產品品質以服務客戶。
- (6)產品/服務之發展與研究：依據 Abbott and Monsen (1979)、Williams and Ho (1999)、Newson and Deegan (2002)、Smith et al. (2005) 之建議，企業要能因應顧客需求，不斷精進自身產品/服務，才能立足於瞬息萬變的商業環境。
- (7)其他與產品相關的揭露：Ernst and Ernst (1978)、Newson and Deegan (2002) 等學者建議，應將未包含於 1-6 項之其他產品相關資訊揭露納入，以提升衡量題項之完整性。

7. 顧客

GRI G3 對於顧客健康與安全的績效指標，特別重視在產品及服務的生命週期各階段，評量其對健康及安全所產生的後果，以及涉及這種評量流程的產品比例。推論至顧客議題之企業社會責任概念，係指企業進行商業活動時，企業應藉由溝通管道之提供，讓顧客與企業進行雙向交流，以快速回應顧客需求，並提高顧客滿意度，進而讓企業與顧客產生緊密的夥伴關係。本研究依據相關文獻，將具體衡量顧客社會責任揭露之題項列式如下：

- (1)顧客溝通與回應：顧客夥伴關係是企業的核心價值之一，因此不可輕忽顧客需求。Clarkson (1995) 與 Williams and Ho (1999) 即認為，企業應設立與顧客溝通之管道，用來蒐集顧客資訊以提供更適切的產品與服務，或對顧客抱怨進行立即回應。
- (2)提升顧客服務品質：Smith et al. (2005) 與 Haniffa and Cooke (2005) 認為，企業要能設身處地的為顧客著想，並藉由與顧客溝通，才能逐步精進對顧客服務之提供，最為提高顧客滿意度的手段之一。

- (3)顧客滿意度與回饋：Williams and Ho (1999) 指出，定期舉辦客戶滿意評估與調查，以確保客戶的需求得到了解與妥善的處理；而客戶的回應亦是企業持續改善作業流程的重要依據。
- (4)顧客獎項：Williams and Ho (1999) 與 Haniffa and Cooke (2005) 均主張，獎項是肯定企業對於顧客付出的肯定，可以累積企業的商譽，並增加顧客與其持續交易的意願。
- (5)其他顧客議題 (other customer issues)：依循 Clarkson (1995) 之建議，其他未包含於 1-4 項的顧客相關議題，亦應納入顧客議題揭露之衡量。

肆、實證結果與分析

一、評分者信度評估

評分者信度計算之目的，是為了判斷不同的編碼者在編碼過程中觀察、記錄、評分等各方面的一致性。為了評鑑評分者信度的高低，本研究以獲得 2010《遠見》企業社會責任獎中之上市/櫃企業作為衡量評分者信度的研究樣本，樣本名單陳列於附錄一。利用 Spearman 等級係數來衡量兩個評分者對於企業社會責任揭露內容之一致性程度。由表二（企業社會揭露行數）與表三（企業社會揭露字數）可知，企業社會揭露整體與次構面之 Spearman 相關係數於顯著水準 0.01 的情況下皆達顯著，意味著兩評分者在企業社會揭露整體與各個揭露構面之內容擷取一致性程度皆高。

表二 Spearman 等級相關係數-行數

構面	Spearman's rho 係數
企業社會揭露整體 (行數)	0.96**
次構面	
企業營運公平	0.96**
社區參與	0.79**
環境	0.88**
人力資源	0.92**
產品與服務	0.84**
顧客	0.95**
能源	0.79**

註：n=45；**表相關的顯著水準為 0.01（雙尾）。

表三 Spearman 等級相關係數-字數

構面	Spearman's rho 係數
企業社會揭露整體 (行數)	0.96**
次構面	
企業營運公平	0.97**
社區參與	0.82**
環境	0.87**
人力資源	0.88**
產品與服務	0.84**
顧客	0.94**
能源	0.79**

註：n=45；**表相關的顯著水準為0.01（雙尾）。

二、敘述性統計分析

1. 企業社會責任揭露整體概況

從表四可知，台灣上市/櫃電子產業公司的企業社會責任揭露七大構面的標準差數值差異很大，以社區參與構面為例，行數標準差為163.69，意味著每間企業對於企業社會責任揭露重視的程度參差不齊。同時，從表四中平均數可以發現，台灣上市/櫃電子產業公司中針對人力資源（平均數=1362.45）、產品與服務（平均數=827.81）、環境與社區參與（平均數=477.08）等構面的題項陳述內容的字數較多，其中又以人力資源構面為首；至於企業營運能源、顧客以及公平構面則鮮少提及，可視為企業未來揭露努力之方向。

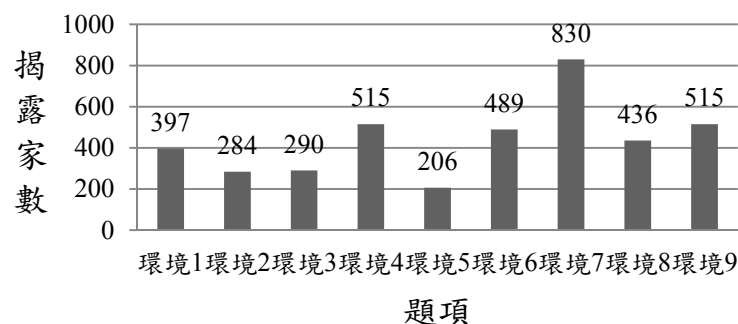
表四 企業社會責任揭露整體概況敘述性統計 (n=909)

企業社會責任揭露-行數	最小值	最大值	平均數	標準差
環境	0.00	209.00	18.53	19.07
能源	0.00	47.00	0.50	2.78
人力資源	0.00	295.00	68.31	35.60
社區參與	0.00	3739.00	29.11	163.69
企業營運公平	0.00	15.00	0.36	1.24
產品與服務	0.00	395.00	53.83	37.47
顧客	0.00	20.00	0.93	2.37
企業社會責任揭露-字數	最小值	最大值	平均數	標準差
環境	0.00	4368.00	477.08	452.80
能源	0.00	1318.00	12.43	72.15
人力資源	0.00	7170.00	1362.45	829.01
社區參與	0.00	1897.00	74.22	171.30
企業營運公平	0.00	291.00	7.79	27.91
產品與服務	0.00	5994.00	827.81	682.42
顧客	0.00	425.00	23.03	59.82

以下將按企業社會揭露次構面進行詳細說明：

(1)環境

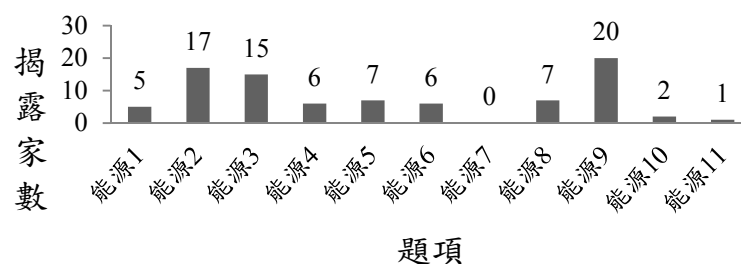
因應歐盟制推出三大法令，包括廢電機/電子設備指令、危害物質禁用指令、耗能產品環保設計指令，以及隨後出現的京都議定書，使本研究之樣本-電子產業不得不正視此環境的議題。本研究採納 Patten (2002) 所提出的 8 個題項為基礎，並納入其他這個題項使此構面之衡量更為周延。本研究分析結果得知環境平均揭露行數 18.534、平均揭露字數為 477.08。其中有揭露「題項 7：公司有揭露目前或過去營業成本方面在污染控制或減少的情形」的公司數最多；而有揭露「題項 5：公司有揭露目前或過去資本資出方面在污染控制或減少的情形」的企業家數最少。



圖一 環境構面揭露概況

(2)能源

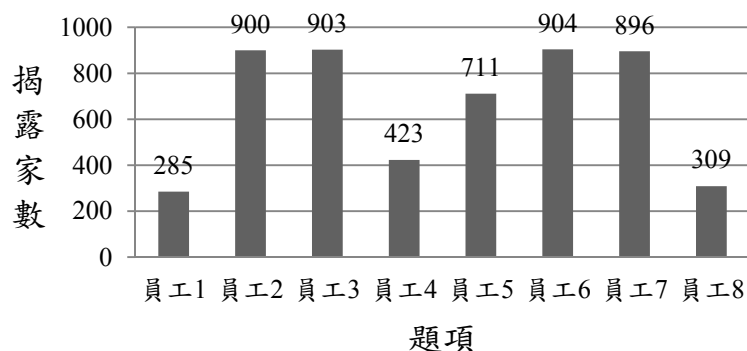
能源構面平均揭露行數 0.5、平均揭露字數為 12.43。能源構面是七個企業社會責任揭露構面中揭露內容最少的，在 11 個題項中，沒有一個題項揭露樣本數高於 20 家，意味著揭露比率低於 2.3% (=20/900)，其中「公司致力於減少能源購買的討論」這個題項竟無任何一間企業進行揭露。能源短缺日趨緊張，已成為全球正視之議題，企業公民應致力於節約能源或找尋其他可重複使用之替代能源，並善用能源，期許用最少的能源發揮最大的效用。若台灣企業要將眼光放眼全世界，就必須跟上世界潮流，對於能源短缺的議題多加著墨，並著手進行節約能源或找尋替代能源相關作為。



圖二 能源構面揭露概況

(3) 人力資源

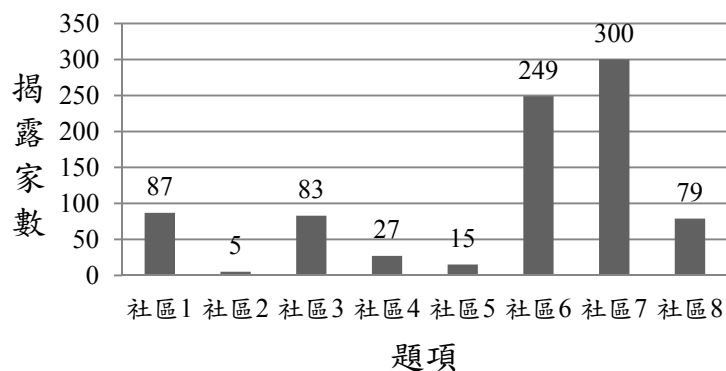
人力資源構面中，人力資源平均揭露行數 68.31、平均揭露字數為 1362.45。員工持股計畫、員工概況、業界關係與員工協助、薪酬與福利等四個題項，皆為年報強制揭露項目，因此揭露比例接近百分之百。員工的健康與安全、員工評價、員工的訓練與發展還有發展空間，因為讓員工備受重視，才能增加員工對企業之認同感，進而形成企業專屬的人力資本。



圖三 人力資源構面揭露概況

(4) 社區參與

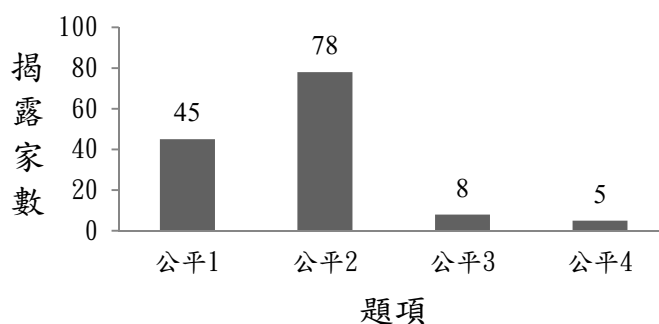
社區參與共八個題項，揭露平均行數為 29.11，而平均字數為 74.22。其中以公益關懷與志工與捐款給社區團體或慈善機構這兩個題項最受台灣上市/櫃電子產業的公司所重視。而關於支持本地工業的發展、培育當地人才、贊助公共健康方案這三個題項則鮮少企業有所著墨。然而，社區參與作為卻是七個構面中最易讓企業累積社會資本與聲譽的方式，因此，台灣企業應致力於此方面的努力，用以說服大眾本企業並非單純以營利為目的，還重視公益關懷、當地社區發展、人才培育等等的議題，才能取得正面的企業形象。



圖四 社區參與構面揭露概況

(5) 企業營運公平

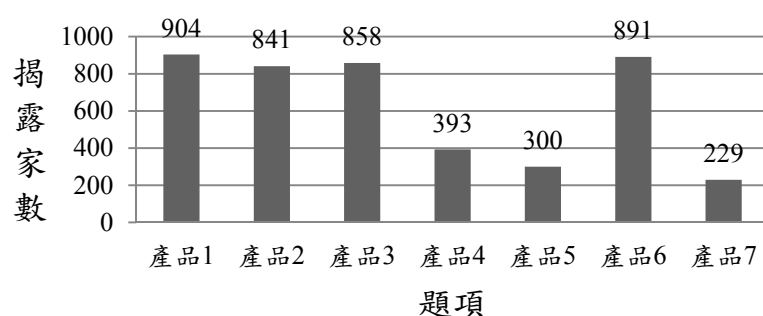
企業營運公平揭露平均行數為 0.36，而平均字數為 7.78。在雇用少數民族、殘疾人士及女性，男女工作機會平等，童工與強迫勞動，與其他等四個題項中，題項 1、2 分別有 45 家與 78 家樣本企業進行揭露，而題項 3 與題項 4 分別只有 8 家與 5 家企業有進行揭露。



圖五 企業營運公平構面揭露概況

(6) 產品與服務

產品與服務構面平均揭露行數 53.829、平均揭露字數為 827.812。產品安全、改善產品/服務品質這兩個題項揭露比例分別為 43.67%、33.33%。但產品安全與服務品質對產品使用者而言非常重要，增加這兩個題項之內容揭露，可以增加使用者對企業的信心，而願意持續合作。

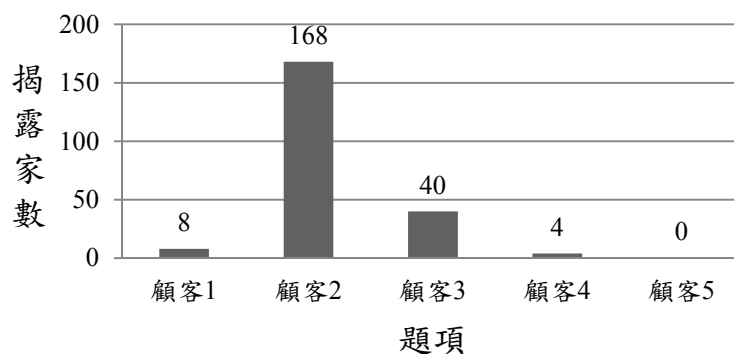


圖六 產品與服務構面揭露概況

(7) 顧客

顧客構面平均揭露行數 0.926、平均揭露字數為 23.034。在五個揭露題項中，提升顧客服務最常為企業提及，以台積電為例，『為提供客戶更及時的服務，積極在歐、美、亞三大洲佈局。未來將持續於全球各地建立相關生產基地、設計中心、服務中心，以滿足客戶三區設計製造及全球組裝交貨的需求』。然

而，顧客溝通與回應、顧客滿意度與回饋與顧客獎項這三個題項亦與提升顧客服務息息相關，像透過顧客溝通與回應才能了解顧客需求，以設計相對應的服務；顧客滿意度及顧客獎項則可視為提升顧客服務之成果，若顧客滿意度不佳，便要透過與顧客溝通以找出不滿意之處，以利企業進行改善。



圖七 顧客構面揭露概況

伍、結論與建議

一、理論意涵

「企業社會責任」正在重新定義企業的成就，這將是 21 世紀的企業跨足全球經營的必備通行證。而企業社會責任揭露是企業向利害關係人說明企業社會責任相關作為以及資源配置的手段，可使利害關係人同時運用財務報表資訊以及企業社會責任揭露內容，以更宏觀的角度來判斷企業目前之營運概況，以及預估公司未來價值。目前國際企業社會責任評等機構企圖在各種企業社會責任揭露準則、標準及認證，以及資訊可得性限制下，歸納出通用的企業社會責任揭露構面，如 GRI、OECD、SA8000 等。然而，企業社會責任揭露在不同國家、產業甚至是利害關係人所著重之議題不盡相同。因此本研究試圖彙整國際準則與相關文獻，並因應台灣國情需求，整理出適合衡量台灣企業社會責任揭露的評分量表外，而該量表也同時提供企業編製年報時針對企業社會責任資訊透明化，可以評鑑的指標和努力的方向，藉著年報企業社會責任資訊的透明化，讓利害關係人更能瞭解企業的作為，喚起企業的社會責任感，願意更加照顧員工，重視顧客、社會及環境，並以公平手段來競爭，進而得到社會的尊重。

從實證分析結果得知，本研究所歸納的企業社會責任揭露七大構面中，以人力資源構面所揭露的平均字數最高，最受企業較高的重視，可見台灣企業已漸漸將員工視為資產而非生產工具；其次是產品與服務，即向利害關係人宣示企業專注於本業之成果；再來是環境構面，受到歐盟三大指令、ISO 14001、京都議定書等規範的興起，使得台灣企業不能忽視與環境共存共榮的議題。然

而，顧客、社區參與、能源與企業營運公平構面卻鮮少企業提及，此為台灣企業未來可以努力的方向。

二、管理意涵

有鑑於不同利害關係人對於企業社會責任揭露著重之議題不盡相同，而企業經理人對於企業資源配置握有決策權，因此，企業經理人面對不同利害關係人的需求，可進行裁決性之企業社會責任揭露，如此一來可讓利害關係人知覺自己受到企業的重視，因而增加對企業的認同度，進而願意與該企業持續雙方之合作關係，而企業的社會資本、人力資本也逐漸累積。此外，揭露企業社會責任資訊給社會大眾，除能發射企業致力於追求經濟獲利目標外，且亦關心環境汙染、能源短缺及參與社區活動等社會問題，此將有助於企業整體聲望之提升，甚至是經理人自身社會地位所受到之肯定等。

三、研究限制與未來研究方向

隨著全球化產業鏈的快速移動，企業社會責任意識在各地已泛起漣漪，且企業社會責任資訊是利害關係人決策的重要依據，更是歐美企業尋找合作夥伴的關鍵認證指標。除此，企業社會責任政策亦會直接影響組織的經營決策。例如，人權與勞工團體對於血汗工廠的控訴，不僅影響消費者對企業的觀感，更會提高品牌廠商對供應鏈廠的要求與驗證。由於在整個國際電子產業的分工鏈上，台灣的設計與製造代工仍扮演龍頭角色，因此應積極回應利害相關人對於企業社會責任資訊揭露的需求，以穩固台灣電子產業的生存與永續發展。

財團法人台灣永續能源研究基金會為了鼓勵我國產業界發行企業永續報告書，並加強其對維護永續發展、友善環境及公益社會的重視與投入，於2008年舉辦第一屆台灣企業永續報告獎（Taiwan Corporate Sustainability Report Awards, Taiwan CSR Awards），評選國內已出版企業永續報告書之績優公司，用以表彰其在永續產業經營資訊揭露的努力。但是，根據社團法人中華民國企業永續發展協會的台灣企業永續報告書資料庫顯示，目前僅有101家編製企業社會責任報告書，導致研究上無法廣泛取得企業永續報告書之侷限。本研究基於年報的可取得性與其在資本市場資訊媒介角色的重要性，因此聚焦於台灣上市/櫃電子產業在公司年報中揭露企業社會責任資訊之現況。值得一提的是，本文在企業社會責任揭露的衡量係透過內容分析法，同時計算年報中企業社會責任揭露的行數與字數，作為內容分析的單位。然因企業於年報中宣稱對社會責任重視，並不代表其對社會責任的落實越佳，亦即年報中企業社會責任揭露行數與字數越多，並不一定代表企業社會責任一定做得越好；因為字數多可能是公司誇大其詞，多說少做，言過其實，隱惡揚善，或是公司漫無目標，毫無重點的說明所導致。換言之，企業社會責任揭露程度並不代表企業社會責任的揭露品質或企業社會責任的績效。

基於台灣尚未具有公信力的評鑑與認證機構，加以評鑑年報中企業社會責任揭露之內涵與品質，以及稽核揭露事項與實際經營現況之間是否具體落實，因此本文僅針對台灣電子產業於年報中所揭露的企業社會責任作為進行初步的探索性分析，未來研究可以等待台灣具有公信力的評鑑機構來加以評鑑與認證，將企業社會責任揭露多寡與揭露品質或企業社會責任績效加以連結，將更具有實質的政策意涵。另外，充分的資訊揭露可以減少公司與市場投資者或其他利益相關者之間的資訊不對稱，且非財務性資訊揭露對於公司價值評價之重要性與日俱增。由於企業社會責任為一種非財務性的資訊揭露，相較於傳統財務資訊，其多為自願性的資訊提供，因此兩者所提供之資訊內涵是否有所不同？而企業社會責任揭露的程度與內容，是否亦具有市場意涵？以及企業社會責任揭露是否可以帶來預期的效應，進而有助於提升公司長期的市場價值，顯然都是未來值得進一步研究的實證議題。除此，社會認知的成熟度與政府治理的效能，亦可能影響企業於年報中揭露社會責任資訊的透明度，未來研究亦可以進行跨國比較或者針對台灣企業進行縱貫性研究。最後，本文在研究對象上以台灣上市/櫃電子產業作為研究對象，因此研究結果是否可以一般化到其他行業，尚待未來研究以更多元的樣本加以補充與比較，以使研究結果的適用性更為廣泛。而本研究之企業社會責任揭露內容取得來源為企業年報，建議後續研究者可再額外採用其他來源，例如，企業社會責任報告書、企業網站等資訊等，以增加揭露內容衡量的完整性。

附錄一

評分者信度樣本名單

上市企業 40 家	
科技業 A 組	台積電、光寶科技、英業達、華碩電腦、廣達電腦、緯創、資通、聯發科技
科技業 B 組	台灣晶技、禾伸堂、旺宏電子、南亞電路板、研錫科技、英華達、圓剛科技、環隆電氣
傳產與製造業組	中國鋼鐵、中聯資源、台化纖維、台塑工業、台灣水泥、正隆工業、永光化學、李長榮化工、南亞塑膠、統一企業、裕隆汽車、遠東新世紀、豐泰企業、寶成工業
服務業組	中華電信、中鼎工程、台灣大哥大、和泰汽車、信義房屋、統一超商、裕隆日產汽車
金融業組	中國人壽、中國信託、國泰金控、富邦金控
上櫃企業 5 家	
	中強光電、生泰合成、全家便利商店、胡連精密、普萊德科技

參考文獻

- 方世榮、黃瓊瑤與陳育成，2011，組織企業社會責任回應模型，管理與系統，第 18 卷第 4 期：551-580。
- 葉保強，2007，企業社會責任的發展與國家角色，應用倫理研究通訊，第 41 卷：35-47。
- Abbott, W. F., and R. J. Monsen. 1979. On the measurement of corporate social responsibility: Self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement. *Academy of Management Journal* 22(3): 501-515.
- Arnold, J., P. Moizer, and E. Noreen. 1984. Investment appraisal methods of financial analysts: A comparative study of U.S. and U.K. practices. *International Journal of Accounting* 19(2): 1-18.
- Belal, A. R. 2001. A study of corporate social disclosures in Bangladesh. *Managerial Auditing Journal* 16(5): 274-289.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72(3): 323-349.
- Bowman, E. H., and M. Haire. 1976. Social impact disclosure and corporate annual reports. *Accounting, Organizations and Society* 1(1): 11-21.
- Branco, M. C., and L. L. Rodrigues. 2008. Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of Business Ethics* 83(4): 685-701.
- Chang, L. S., S. S. Most, and C. W. Brain. 1983. The utility of annual reports: An international study. *Journal of International Business Studies* 14(1): 63-84.
- Chau, G. K., and S. J. Gray. 2002. Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37(2): 247-265.
- Clarkson, B. E. 1995. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review* 20(1): 92-117.
- Daub, C. 2007. Assessing the quality of sustainability reporting: An alternative methodological approach. *Journal of Cleaner Production* 15(1): 75-85.
- Deegan, C., and M. Rankin. 1996. Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the environmental protection authority. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 9(2): 50-67.

- Ernst and Ernst. 1978. *Social Responsibility Disclosure*, Cleveland, Ohio: Ernst & Ernst.
- Evans, J. H. 2012. Introduction: A forum on corporate social responsibility research in accounting. *The Accounting Review* 87(3): 721-722.
- Fukukawa, K. W. E. Shafer, and G. M. Lee. 2007. Values and attitudes toward social and environmental accountability: A study of MBA students. *Journal of Business Ethics* 71(4): 381-394.
- George, D., and P. Mallery. 2003. *SPSS for Windows step by step: A simple guide and reference*. 11.0 update (4th ed.). Boston: Allyn & Bacon.
- Golob, U., and J. L. Bartlett. 2007. Communicating about corporate social responsibility: A comparative study of CSR reporting in Australia and Slovenia. *Public Relations Review* 33(1): 1-9.
- Gray, R., R. Kouhy, and S. Lavers. 1995a. Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 8(2): 47-77.
- Gray, R., R. Kouhy, and S. Lavers. 1995b. Methodological themes: Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies. *Accounting, Auditing and Accountability* 8(2): 78-101.
- Hackston, D., and M. J. Milne. 1996. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 9(1): 77-108.
- Haniffa, R. M., and T. E. Cooke. 2005. The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 24(5): 391-430.
- Hasnah, H. Y. Sofri, C. Angrew, M. Sharon, and I. Ishak. 2004. *Level of corporate social disclosure in Malaysia*. In: Fourth Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference, Singapore.
- Husted, B. W. and D. B. Allen. 2007. Corporate social strategy in multinational enterprises: Antecedents and value creation. *Journal of Business Ethics* 74(4): 345-361.
- Kloptchenko, A., T. Eklund, B. Back, J. Karlsson, H. Vanharanta, and A. Visa. 2004. Combining data and text mining techniques for analyzing financial reports. *International Journal of Intelligent Systems in Accounting and Finance Management* 12(1): 29-41.

- Krippendorff, K. 1980. *Content analysis: An introduction to its methodology*. Newbury Park, CA: Sage.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1993. Cross-sectional determinants of analysis ratings of corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 31(2): 246-271.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management* 25(1): 117-127.
- Milne, M. J., and R. W. Adler. 1999. Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 12 (2): 237-256.
- Monteiro, S. M. d. S., and B. Aibar-Guzmán. 2010. Determinants of environmental disclosure in the annual reports of large companies operating in Portugal. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 17: 185-204.
- Moser, D. V., and P. R. Martin. 2012. A broader perspective on corporate social responsibility research in Accounting. *The Accounting Review* 87(3): 797-806.
- Newson, M., and C. Deegan. 2002. Global expectations and their association with corporate social disclosure practices in Australia, Singapore, and South Korea. *The International Journal of Accounting* 37(2): 183-213.
- Ng, C.W. 1985. *Social responsibility disclosure of selected New Zealand companies for 1981, 1982 and 1983*. Occasional Paper No. 4, Massey University, Plamerston North.
- Patten, D. M. 2002. The relation between environmental performance and environmental disclosure: A research note. *Accounting, Organizations and Society* 27(8): 763-773.
- Robert, R. W. 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society* 17(6): 595-612.
- Santema, S., and J. V. Rijt. 2001. Strategy disclosure in Dutch annual reports. *European Management Journal* 19(1): 101-108.
- Schaltegger, S., K. Muller, and H. Hindrichsen. 1996. *Corporate Environmental Accounting*, London: John Wiley & Sons.
- Smith, J. L., A. Adhikari, and R. H. Tondkar. 2005. Exploring differences in social disclosures internationally: A stakeholder perspective. *Journal of Accounting and Public Policy* 24(2): 123-151.

- Subramanian, R., R. G. Insley, and R. D Blackwell. 1993. Performance and readability: A comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations. *Journal of Business Communication* 30(1): 49-61.
- Tilt, A. C. 1994. The influence of external pressure groups on corporate social disclosure some empirical evidence. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 7(4): 42 - 72.
- Van der Lann, S. L. 2004. *The role of theory in explaining motivation for corporate social disclosures: Voluntary disclosures VS 'solicited' disclosures*. Paper presented at Fourth Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference, Singapore.
- Williams, S. M., and H. W. Pei. 1999. Corporate social disclosures by listed companies on their web sites: An international comparison. *The International Journal of Accounting* 34(3): 389-419.
- Zeghal, D., and S. A. Ahmed. 1990. Comparison of social responsibility information disclosure media used by Canadian firms. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 3(1): 38-53.

資本結構、股利政策對公司價值之影響：訊號理論觀點

高惠松

逢甲大學

蔡純真

中龍鋼鐵公司

摘要

本文主要以訊號發射理論為基礎，從市場面探討公司資本結構及股利政策對公司價值之影響。以 2004 年至 2009 之台灣上市上櫃公司為研究樣本，取財務報表公告日及股利政策宣告日前後十日之累積異常報酬作為訊號傳遞的衡量變數，檢驗資本結構與股利政策是否具有訊息傳遞效果，且被投資人獲知後，其所做出的決策是否會反應在資本市場上，進而是否會對公司價值產生影響。實證結果發現，資本結構、股利政策皆具有訊號傳遞效果，管理當局藉由發布公司資本結構以及股利政策傳遞公司價值之訊息予外部投資人，當累積異常報酬愈小，即訊息傳遞的愈完整時，對公司價值具正向影響。最後，鑑於資本結構以及股利政策，可能由公司特性變數所共同決定，互為內生變數且彼此相互影響，在排除內生性問題對實證結果可能造成之偏誤現象後，結果亦顯示資本結構與股利政策確實可作為訊號傳遞的工具，市場投資人在接收較完整訊息後，可當作評估公司價值的依據，對公司價值具正向影響。本研究結果可供相關利害關係人制定相關決策之參考。

關鍵詞：資本結構、股利政策、公司價值、訊號理論

Capital Structure, Dividend Policy and Firm Value: The Signaling Theory Perspective

Hui-Sung Kao

Feng Chia University

Chun-Chen Tsai

DRAGONSTEEL Corporation

Abstract

Based on the signaling theory, this paper explores the impact of firm capital structure and dividend policy on firm value from the market perspective. By using Taiwan's listed and OTC traded companies during the period from 2004 to 2009 as the research samples, this paper takes the accumulated abnormal returns of 10 days before and after the financial statements and dividend policy announcement date as a measure variable of signal transmission. The purpose is to explore whether capital structure and dividend policy have the signaling effect, and whether investors' decisions can be reflected in the capital market to affect the firm value. According to the empirical results, capital structure and dividend policy have the signaling effect. By announcing firm capital structure and dividend policy, the firm management transmits the firm value information to external investors. When cumulative abnormal returns are smaller and the signal transmission is more complete, there is a positive impact on firm value. Finally, capital structure and dividend policy may be jointly determined by the firm characteristic variables, and they are mutually endogenous variables and affect each other. After excluding the possible bias of endogenous problems of the empirical results, capital structure and dividend policy can be the signaling tools. After receiving the complete message, market investors may use the message as the basis for evaluating the firm value, and thereby having a positive impact on firm value. The findings of this study can provide a reference for stakeholders in making relevant decisions.

Keywords: *Capital structure, Dividend policy, Firm value, Signal theory*

壹、緒論

隨著全球經濟環境的改變及資本市場全球化的趨勢下，相關產業迅速發展，企業所面臨的競爭更加劇烈，當企業在發展時，往往需要充裕的資金來支應，早期我國政府對資本市場管制較嚴格，國內大部分企業皆屬於內需型的資金需求型態，而近年來資本市場全球化的趨勢，除了提昇企業於產業中的競爭力外，亦應設法提高企業的價值，並將企業價值資訊傳達給國內外的投資人，以獲得投資人的青睞。從財務報表來看，企業的資金來源為舉債及向外部投資人募集資金，而外部投資人評估是否投資該公司時，則根據財報相關數據、公司財務政策以及公司股票在資本市場上的表現而決定，其中資本結構、股利政策及公司價值亦是投資人關注的重點。

當債權人及外部投資人處於資訊不對稱 (asymmetric information) 的情形下，無法獲得公司內部資訊，僅能透過公司所釋放出來的訊息來評估公司價值，而 Deshmukh (2005) 探討資訊不對稱對股利政策的影響，發現在資訊不對稱愈嚴重的情形下，會支付較高的股利作為訊號；但相較於外部訊息的傳遞，公司內部治理機制可作為衡量代理問題的表徵，亦會影響管理當局所做的財務決策，當存在代理問題的情況下，公司價值是否會因此而遭受到損害。

公司的資本結構組成，可藉由舉債或發行新股來獲取資金，根據 Myers and Majluf (1984) 融資順位理論，考量資金成本因素，舉債通常需要支付利息費用及受債權人監督；但發行新股除了發行的承銷費用，還有稀釋盈餘及發放股利的壓力，因此，多數的企業會傾向利用舉債融資的方式籌措資金，但過多的負債，將會使公司承受龐大的財務風險。根據訊號發射理論 (signaling theory)，擁有資訊的一方可以透過採取行動，向無資訊的另一方傳遞真實價值的資訊，以消除或減少資訊不對稱的問題。Ross (1977) 認為管理當局藉由改變公司的資本結構，傳遞公司具有較高的負債水準，透露給投資人公司預期未來有較佳的收益能力，能夠承受較高的財務風險，因此外部投資人能對公司的價值重新評估，但 Titman and Wessels (1988) 之實證結果顯示公司的成長機會與公司槓桿程度並未存在顯著關係。

除資本結構外，Bhattacharya (1979)、John and Williams (1985)、Miller and Rock (1985)、Aharony and Dotan (1994)、劉志勇 (1994)、簡名志 (2003) 以及張家菱 (2006) 等人之研究，皆證實公司管理當局可以藉由股利的發放，傳達公司經營情況及未來前景給外部投資人，當股利變動程度愈大，則未來盈餘變動愈高；但林宜勉與游淑禎 (2003) 認為當期股利與未來盈餘間，並未存在訊息傳遞效果。而管瑞昌與關河士 (2011) 指出根據信號發射理論，當公司之資訊不對稱程度愈大，會採取高股利政策；反之，發現基於融資順位理論，當公司之資訊不對稱程度愈大，因考量外部融資的因素，會採取低股利政策。站在投資人的立場而言，投資股票的動機是為了獲得公司所發放的股利或是資

本利得，資本結構又是判斷公司財務風險的主要依據（王麗惠 2006；Balakrishnan and Fox 1993; Taylor and Lowe 1995），當投資人獲得上述兩項資訊時，往往會影響公司的股價，若能找出其與資本結構、股利政策間之關係，將可當作投資人做為投資決策的參考。因此，本文將針對資本結構及股利政策是否具有訊息傳遞效果進一步作探討。

本研究主要以訊號理論探討公司資本結構與股利政策是否會傳遞訊息給市場投資人來反映公司價值，以台灣上市上櫃公司為研究樣本，針對公司資本結構及股利政策於訊號發射理論觀點下，是否對公司價值產生影響。

貳、文獻探討與假說發展

訊號發射理論首先由 Spence (1973) 提出，其利用訊號發射理論來闡述員工與雇主間的聘雇關係。Spence (1973) 認為在資訊不對稱情況下，雇主事前不知道求職者的能力是否合乎要求，所以，能力高的求職者會利用本身的學歷做為「信號」(signal)，向雇主傳遞其真實能力。而雇主則藉由學歷這個訊號，來判斷求職者能力的高低。因此訊號發射理論之意義，為有資訊的一方可以透過採取行動，向無資訊的另一方傳遞其真實價值的資訊，以消除或減少資訊不對稱的問題。本文茲將以訊號理論觀點，分別對資本結構與公司價值、股利政策與公司價值、資本結構、股利政策與公司價值間之關係等相關文獻分述如後：

一、資本結構與公司價值

企業資本結構主要顯示出公司營運資金的來源，其來源可分為舉債及權益證券之發行。依據權衡理論 (the trade-off theory) 之觀點，公司舉債雖享有利息費用稅盾之效果，但隨著負債比率的增加，公司所面臨的財務問題及相關成本亦隨之增加，將抵銷舉債所產生利息的稅盾利益，影響公司價值。若公司考量資金成本，根據融資順位理論 (the pecking order theory) 公司最佳資金來源為內部資金，其次為舉債，最後為發行權益證券，因此，公司的資本結構隱含公司對未來發展之訊息。Byoun (2008) 指出在權衡理論觀點下，當資訊不對稱程度較低時，資本結構與獲利能力成反向關係，而在融資順位理論下，當資訊不對稱程度較低時，公司會調整至最適資本結構。

訊號理論之觀點，可解決權衡理論與融資順位理論的限制，公司可藉由訊號之發射，反應出公司的實質因素 (周賢榮、楊筑安與李臻勳 2011)，考量資本市場中存在著資訊不對稱之情況，當公司發佈之負債水準有助於縮短預期報酬與實際報酬之差距，會進而反應於公司價值，公司管理當局可藉由公司資本結構傳遞公司價值之訊號予投資人作為參考，根據 Ross (1997)、Smith and Watts (1992) 及陳志誠 (2003) 之研究，當企業選擇將較高負債水準相關訊

息傳遞給投資人，降低資訊不對稱之程度，表示公司未來有能力承擔較高的破產風險並預期未來營運前景良好，則公司價值較高。

H1：資本結構具有訊號作用，進而影響公司價值。

二、股利政策與公司價值

根據股利訊號模式，公司內部管理者比外部投資人掌握較多公司營運成果之內部資訊，因此，內部管理者可以藉由股利政策而傳達公司未來前景之訊息與外部投資人，當公司發佈之股利政策有助於縮短預期報酬與實際報酬之差距，則可降低資訊不對稱的程度，有助於反應出公司價值。

根據唐明良（1994）、鄭明祺（1993）、林毅明（1999）、黃瑞靜、徐守德與廖四郎（2001）、張家菱（2006）等之研究，皆支持股利政策可以傳遞公司未來盈餘及公司價值之訊息。但林宜勉與游淑禎（2003）之研究則顯示股利增加與異常未來盈餘無關，公司股利變動率愈大盈餘資訊傳遞效果並無較強的反應，表示公司之股利政策變動無法傳遞公司未來之資訊。因此，本研究對股利政策是否具有資訊傳遞效果，利用事件研究法衡量股利政策發佈的累積異常報酬，再進一步探討此訊號（累積異常報酬）對公司價值之影響，在此對公司價值的影響不作任何預期方向。

H2：股利政策具有訊號作用，進而影響公司價值。

三、資本結構、股利政策與公司價值

公司價值以財務報表的觀點來看，其為負債及權益證券的市值，而負債與權益間所占的比重關係構成公司的資本結構，公司追求公司價值最大化的前題下，尋找最適資本結構為首要目標（Robichek and Myers 1966; Jensen and Meckling 1976; Myers 1977）。然而，公司的價值亦受股利政策的影響，資金需求、股利的發放方式以及金額皆來自於公司的決策，公司可運用內部融資或外部融資，外部融資可經由舉債取得現金，或進行內部融資以發行股票的方式籌資（余惠芳、梅國忠與羅素妃 2010），但其成本是股利，因此股利政策與資本結構將影響公司的價值，亦影響外部投資人對公司價值的評價。

公司與外部市場因存在資訊不對稱，故管理當局可以藉由財務政策傳遞訊號給外部市場投資人，降低資訊不對稱的程度。Ross（1977）證實企業可透過舉債來傳遞企業品質良窳之訊息予外部投資人。Smith and Watts（1992）認為高成長機會公司，其資訊不對稱情況較嚴重，以舉債程度來傳遞公司價值之資訊，採取高負債水準將使公司價值與槓桿程度呈正相關。Bhattacharya（1979）發現若投資人認為高股利政策即在暗示公司之價值提高之情況下，若股利發放的金額較預期增加，則表示公司未來前景看好，公司價值將上升。周賢榮等人（2011）探討資本結構的決定因素時，發現影響因素包含獲利能力、成長性、

公司規模及產業別，其中的成長性之衡量引用股利成長模式來計算其報酬率，故股利政策會影響資本結構；而資本結構亦會影響股利政策，乃因資本結構可顯示自有資金及外部資金的比率（余惠芳等人 2010），當公司之資金來源主要由自有資金供應，才有配發股利的壓力，故資本結構也會影響股利政策，由此可知資本結構與股利政策相互影響。林宜勉與游淑禎（2003）研究顯示公司之股利政策變動無法傳遞公司未來之資訊。因此股利訊號與公司價值間之研究並無一定論，故本研究將探討這之間是否存有訊號效果。

H3：資本結構與股利政策相互影響，並透過訊號理論，進而影響公司價值。

叁、研究設計

一、樣本選取及資料來源

本研究所使用之資料，皆取自台灣經濟新報資料庫（Taiwan Economic Journal, TEJ）之財務資料庫以及公司治理資料庫模組，研究期間為 2004 年至 2009 年共六個完整年度資料。本研究樣本以在台灣證券交易所上市櫃公司為對象，另外排除符合以下條件之樣本資料後，最後全部樣本共計為 7,691 筆觀測值。

1. 金融保險業及證券業等特殊行業公司。乃因金融、保險及證券業之財務結構異於其他行業，且受到中央主管機關管制和監督較其他行業多，故於研究樣本中加以剔除。
2. 刪除負債比率大於 100% 及成立年度小於 1 之研究樣本。負債比率大於 100% 乃是因為公司保留盈餘為負之關係所致，而成立年度小於 1 是因為公司在上市櫃前應提供最近年度之財務資訊，以致資料庫中可取得公司上市櫃的部分財務資料但並不完整，未避免造成研究結果產生偏誤，因此，以上符合以上條件之樣本，自本研究樣本中刪除。

二、資本結構之衡量

過去文獻探討資本結構，主要以負債比率（以 LR 表示）為衡量變數（余惠芳等人 2010；鄭伶如 2008），故本文參考以往相關研究以負債比率為資本結構之衡量變數，其衡量方式如下：

$$\text{負債比率 (LR)} = \text{負債總額} / \text{資產總額}^1$$

企業運用舉債資金應保持一定的流動性，應考量負債到期日的長短期間與

¹ 本研究採用負債比率來衡量資本結構的主要原因在於該比率可以衡量公司來自外部資金的比率，而「1-負債比率」則可表達公司取自於自有資金的比率（余惠芳等人 2010），該比率說明財務槓桿的倍數，故可補捉到公司財務槓桿的決策行為。

資產做適當的配合，因此，本文檢測假說 3 利用工具變數法推估負債比率之工具變數（以 LR' 表示）時，納入流動性（以 CR 表示）²作為控制變數。Stohs and Mauer（1996）及 Ozkan（2000）之研究亦顯示，企業可運用債務到期日期間長短，向資本市場釋放出訊息，這表示債務之流動性會影響公司資本結構。本研究參考曾昭玲與周小玲（2007）對資本結構相關變數中，以流動比率衡量公司對負債之流動性，該比率愈大表示公司的償債能力愈佳。

三、股利政策之衡量

本文參考倪衍森與廖容岑（2006）以及曾昭玲與周小玲（2007）之研究，以股利殖利率作為股利政策的衡量變數，其衡量方式如下：

$$\text{股利殖利率 (YD)} = (\text{普通股現金股利} + \text{普通股股票股利}) / \text{季底市值}$$

Jensen（1986）認為高股利支付可以降低公司因保有太多自由現金流量，所產生的資產替代的負債代理問題，當公司欲發放股利時，會考量公司所擁有的現金存量，可支配現金流量比率愈高，則可支付更多的現金股利，可以降低公司的代理成本，因此，本文將可支配現金流量比率（以 FCF 表示）³，列入股利政策的控制變數。

四、公司價值之衡量

公司價值主要決定於能創造股東與債權人的利益最大化，並使企業能達成永續經營的企業目標，公司價值越高公司的相關利益者可得到的報酬越大。以往文獻對公司價值的衡量，多採用公司股價、每股盈餘（EPS）、資產報酬率（ROA）、股東權益報酬率（ROE）、或是 Tobin's Q 等財務績效衡量變數，作為公司價值的代理變數。本研究除了參考鄭伶如（2008）之研究，援用 Lang and Litzenger（1989）以及 Chung and Pruitt（1994）所提出之修正後 Tobin's Q 公式，作為公司價值⁴市場基礎面的衡量變數，再者，亦以公司下一年度的資產報酬率（以 ROA 表示），作為公司價值會計報酬基礎面的代理變數，資產報酬率主要衡量公司每投入一元的資產，會產生多少的報酬，該比率越大，表示公司利用資產，所創造的報酬越高，公司價值越高。

$$1. \text{Tobin's Q} = (\text{普通股市場價值} + \text{特別股帳面價值} + \text{負債帳面價值}) / \text{資產總額的帳面價值}$$

$$2. \text{ROA} = [(\text{經常淨利} + \text{利息支出} \times (1 - 25\%)) / \text{平均資產總額}] \times 100\%$$

影響公司價值的相關控制變數，本研究援引方俊儒、李秀英與龍春伶

² 流動性（CR）以流動資產除以流動負債衡量。

³ 可支配現金流量比率（FCF）：（年底折舊前營業淨利－利息費用－所得稅費用－特別股現金股利－普通股現金股利）/年底股東權益。

⁴ 以下一年度之 Tobin's Q 衡量公司價值。

(2008) 和許美滿等人 (2004) 之研究，納入獲利能力 (以 PRO 表示)、公司規模 (以 SIZE 表示)、公司成立時間 (以 AGE 表示)、產業別虛擬變數 (以 IND_E 表示) 及研發費用比率 (以 RD 表示)，控制變數操作定義如下：

3. 獲利能力 (PRO)：營業利益/總資產帳面值
4. 公司規模 (SIZE)：以總資產帳面價值取自然對數
5. 公司成立時間 (AGE)：自成立至各衡量年度年底止，以年為單位
6. 產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股設為 1，其他類股為 0
7. 研發費用比率 (RD)：研究發展費用/營業收入淨額

根據融資順位理論，企業在面臨融資決策時，會以較低資金來源為優先考量，其順序為內部自有資金、舉債以及發行新股。獲利能力較佳的公司內部資金充裕，較傾向使用自有資金從事各項活動，負債比例較低，亦較有能力發放股利給股東，因此，獲利能力愈高的公司，負債比例愈低，股利發放率愈高。以往文獻多以資產報酬率，作為衡量公司獲利能力指標，本研究以營業利益占總資產帳面價值，作為衡量公司獲利能力之變數。

Smith and Watts (1992) 以及 Titman and Wessels (1988) 企業規模愈大，資金需求較多，負債比率較高，故資本結構會受到公司規模大小之影響，倪衍森與廖容岑 (2006) 實證研究亦發現公司規模愈大，愈傾向發放現金股利，發放股票股利的情況則愈少。根據以往文獻，企業規模大小大多採用資產總額 (或銷售額) 取自然對數衡量之，本文以總資產帳面價值取自然對數來衡量公司規模。因產業特性不同，電子業所需的資本支出較為龐大，往往需要大筆的借款來支應設置新廠房、購買生產設備以及投入研發技術，所以本文設立產業別的虛擬變數 (IND_E) 作為控制變數。公司的成長潛力會影響公司價值，且其與公司所投入的無形資產比重息息相關，故本研究將研發支出納入公司價值的控制變數。

五、訊號理論

本文探討資本結構與股利政策在股票市場中是否具有傳遞訊號的能力，參照楊麗玲 (2003) 和陳彩稚、李書行與蔡璧徽 (2006) 以事件研究法之市場模式 (market model)，衡量年度財務報表公告及股利宣告資訊與股價變動的關聯性。本研究分別以財務報表公告日及股利宣告日為事件日 (即第 0 日)，事件日前 270 日至前 21 日 (-270, -21) 為估計期，並以估計期資料估計模式的參數，再使用所得的參數估計值來預測事件日前後十個交易日 (-10, 10) 的預期報酬率，再將實際報酬率與預期報酬率相比較，求得異常報酬。

市場模式係以線性模式表達公司之報酬率與市場證券組合報酬率，如下：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $R_{i,t}$ ：第 i 證券 t 期的報酬率

α_i ：第 i 種證券之市場模式迴歸式的截距項

β_i ：第 i 種證券之市場模式迴歸式的斜率項

$R_{m,t}$ ：市場加權平均股價指數於第 t 期的報酬率

$\varepsilon_{i,t}$ ：第 i 證券在第 t 日之殘差值

$\varepsilon_{i,t}$ 為異常報酬 (Abnormal Return, 簡稱 AR) 衡量為特定的證券在特定時間點的實際報酬與預期報酬率之間的差異 (TEJ database), 其值為正。代表投資人除了獲得正常應得之報酬外, 又獲得額外報酬, 其值為負, 代表投資人所獲得之報酬率較正常應得之報酬率低。本研究採市場模式來估計異常報酬, 並加總後得到累積異常報酬 (Cumulative Abnormal Return, 簡稱 CAR), 以事件日前後十個交易日之累積異常報酬 (CAR_{10}) 來檢視投資人是否受到訊息傳遞之影響而反應在投資行為上。

以事件研究法計算後, 分別獲得財務報表公告日前後十個交易日之累積異常報酬 (以 CAR_{FA10} 表示) 及現金股利宣告日前後十個交易日之累積異常報酬 (以 CAR_{CA10} 表示) 做為整體資本結構及股利政策訊號傳遞之衡量, 再以財務報表公告日及現金股利宣告日之累積異常報酬為應變數, 進一步以多元迴歸模型獲得累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10})、(CAR'_{SLR10})、(CAR'_{CDP10})、(CAR'_{SDP10})、(CAR'_{YD10}), 其迴歸式中亦納入以下控制變數:

1. 營業收入成長率 (GROWTH): 營業收入淨額 - 去年同期營業收入淨額 / 去年同期營業收入 $\times 100\%$
2. 風險 (RISK): 市場模式 β 係數
3. 與大盤比之年報酬 (R): $[(1 + \text{個股年報酬率}) / (1 + \text{大盤年報酬率}) - 1] \times 100\%$
4. 公司規模 (SIZE): 以總資產帳面值取自然對數
5. 產業別虛擬變數 (IND_E): 設電子類股為 1, 否則為 0

一般而言, 相較於以前年度營業收入成長率高的公司或產業, 較受財經媒體、股票分析師及市場投資人關注, 因此, 公司重大的財務政策消息易造成市場上的波動。根據資本資產定價模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM), 未來各期現金流量以風險折現, 其值總和為股票價格, 因此, 風險與股票價格預期為負相關 (陳立偉 2009)。個股報酬率易受股票市場大盤走勢之影響, 故納入與大盤相比之年報酬為控制變數, 以控制大盤市場報酬率的影響。公司規模愈大訊息來源多, 單一訊息對股價的影響幅度較小 (Collins、Kothari and

Rayburn, 1987), 惟規模大的公司通常具有較佳的控制機制, 投資人獲得資訊的管道亦較多, 一旦有負面訊息傳出, 對該公司股價的影響通常較小規模公司大且迅速。由於電子產業為台灣股票市場投資人投資的主流, 因此亦控制產業因素對累積異常報酬的影響。

六、實證模型

本研究主要探討資本結構、股利政策是否具有訊息傳遞效果, 進而對公司價值產生影響。本研究實證模型, 首先是考量在公司財務報表公告日前後, 市場反應資本結構對公司價值之影響, 分析資本結構對公司價值的影響 (假說 1); 再者, 於現金股利宣告日前後, 市場對股利政策之反應是否影響公司價值, 分析股利政策對公司價值的影響 (假說 2); 最後有鑑於資本結構以及股利政策, 可能是由公司特性變數所共同決定, 皆為內生變數且彼此相互影響, 考量內生性問題可能對實證結果容易產生偏誤的現象, 本研究針對假說 3 採用二階段最小平方法 (Two-Stage Least Squares, 2SLS) 以修補內生性疑慮, 並期望釐清且達成本文之研究目的。

1. 資本結構與公司價值

為驗證資本結構是否具有訊號效果, 本文採用兩階段最小平方法 (2SLS), 先由方程式 (1) 獲得財務報表公告日前後十日之累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10}), 再納入方程式 (2)。方程式 (2) 公司價值分別以 Tobin's Q 與 ROA 作為應變數, 財務報表公告日前後十日之累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10}) 為實驗變數, 分別針對累積異常報酬為正 ($CAR_{FA10} \geq 0$) 及累積異常報酬為負 ($CAR_{FA10} < 0$) 等兩組樣本進行檢測, 以檢驗假說 1, 實證模型如下:

$$CAR_{FA10i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LR_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 RISK_{i,t} + \beta_4 R_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 IND_E_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{公司價值} = \alpha_0 + \beta_1 CAR'_{LR10i,t} + \beta_2 PRO_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 IND_E_{i,t} + \beta_6 RD_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

2. 股利政策與公司價值

為驗證股利政策是否具有訊號效果, 本文採用兩階段最小平方法 (2SLS), 先由方程式 (3) 獲得股利殖利率之累積異常報酬預測值 (CAR'_{YD10}), 再納入方程式 (4)。方程式 (4) 中之應變數—公司價值分別以 Tobin's Q 與 ROA 作為其衡量方式, 股利宣告日前後十日之累積異常報酬預測值 (CAR'_{YD10}), 分別針對累積異常報酬為正 ($CAR_{CA10} \geq 0$) 及累積異常報酬為負 ($CAR_{CA10} < 0$) 等兩組樣本進行檢測, 以檢驗假說 2, 實證模型如下:

$$CAR_{CA10i,t} = \alpha_0 + \beta_1 YD_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 RISK_{i,t} + \beta_4 R_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 IND_E_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{公司價值} = \alpha_0 + \beta_1 \text{CAR}'_{\text{YD10}_{i,t}} + \beta_2 \text{PRO}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{AGE}_{i,t} + \beta_5 \text{IND_E}_{i,t} + \beta_6 \text{RD}_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

3. 資本結構、股利政策與公司價值

本研究考量資本結構與股利政策具有內生性疑慮，因公司價值會影響資本結構以及股利政策之決策，而資本結構以及股利政策的狀況，又會影響公司價值，且公司的資本結構與股利政策之間又相互影響。因此，在測試假說3時，本研究採用工具變數法以排除內生性問題，由第一階段迴歸式(5)、(6)求出負債比率(LR)與股利殖利率(YD)之預測值LR'、YD'，作為負債比率(LR)與股利殖利率(YD)之工具變數，第二階段迴歸式再將此兩預測值(LR'、YD')，代入迴歸式(7)、(8)進行迴歸分析。

$$\text{LR}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{YD}_{i,t} + \beta_2 \text{CR}_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{YD}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{LR}_{i,t} + \beta_2 \text{FCF}_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

$$\text{公司價值} = \alpha_0 + \beta_1 \text{LR}'_{i,t} + \beta_2 \text{CAR}'_{\text{LR}'10_{i,t}} + \beta_3 \text{PRO}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{IND_E}_{i,t} + \beta_7 \text{RD}_{i,t} + \varepsilon \quad (7)$$

$$\text{公司價值} = \alpha_0 + \beta_1 \text{YD}'_{i,t} + \beta_2 \text{CAR}'_{\text{YD}'10_{i,t}} + \beta_3 \text{PRO}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{IND_E}_{i,t} + \beta_7 \text{RD}_{i,t} + \varepsilon \quad (8)$$

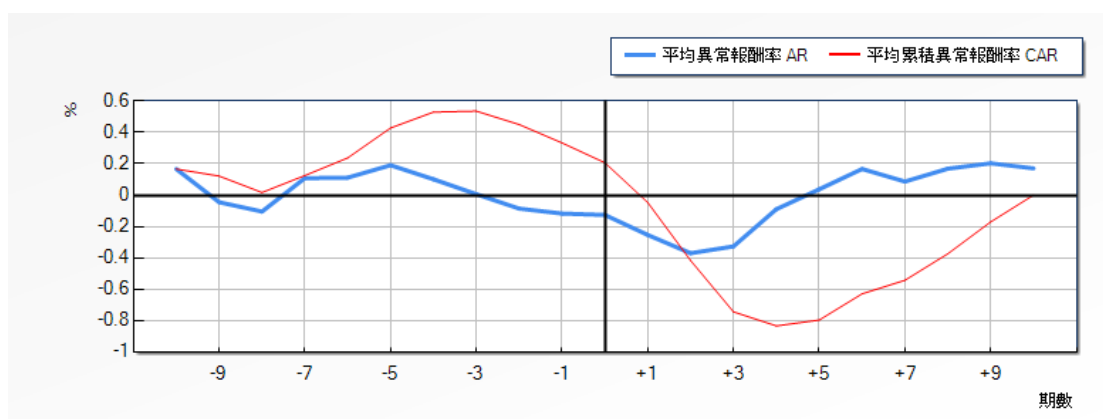
肆、實證結果

一、述敘性統計

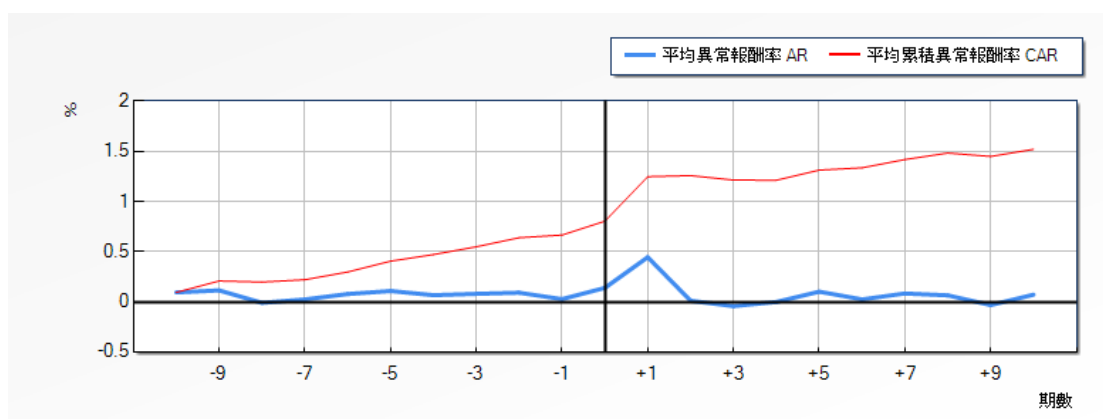
本研究各變數敘述性統計量彙總整理於表一，由表一可以看出樣本公司之負債比率(LR)平均數為42.917%，中位數為43.4%，顯示台灣上市櫃公司資本結構中，資金來源為舉債者約佔四成的比例。股利政策方面，股利殖利率(YD)之平均值為4.057，中位數為3.92。

公司價值(Tobin's Q)平均數為1.24，中位數為1.047，資產報酬率平均數為4.979%，中位數為5.21%。訊號代理變數方面，財務報表公告日之累積異常報酬(CAR_{FA10})平均數為0.326，中位數為-0.447，顯示公司年度財務報表發佈的訊息對股票市場產生正向的影響。且從圖一可看出，事件之基期為第0日，從平均累積異常報酬率(CAR)之紅色線段，可看出CAR先上升至第0日後再下降，故在事件日前股票市場中擁有私有資訊的投資人已提前獲悉公司財務狀況及經營成果，才會獲取累積異常報酬率(CAR)，因此，在事件日前市場上已提前做出反映，故使累積異常報酬(CAR)在事件日前呈現上升的走勢，而事件日後由於財務資訊已公開，故CAR呈現下降，投資人要獲取累積

異常報酬率 (CAR) 的情形減少。現金股利宣告日之累積異常報酬 (CAR_{CA10}) 平均數為 0.91，中位數為 0.294，顯示公司宣佈股利政策之訊息對股票市場具正向的影響。從圖二可得知，在股利宣告日前市場累積異常報酬為一平穩上升趨勢，但在事件日到事件日後一日間則呈現遞增的走勢，表示股利政策的宣告具有訊息傳遞的效果。由上述二個累積異常報酬可看出，宣告股利政策在事件期的市場反應比財務報表公告之市場反應佳，整體顯示公司發放股利之實際報酬率大於預期報酬率，財務報表公告日之累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 較低，可能是市場對公司經營成果的預期較高，有過度預期的傾向。



圖一 事件期異常報酬率及累積異常報酬走勢圖 (事件日：財務報表公告日)



圖二 事件期異常報酬率及累積異常報酬走勢圖 (事件日：現金股利宣告日)

控制變數方面，顯示台灣上市櫃公司營業收入成長率 (GROWTH) 平均數為 29.098%，顯示在樣本期間台灣上市櫃公司營收成長率約將近三成，市場模式估計之 β 係數 (RISK) 平均數為 0.829，與大盤比%之年報酬 (R) 平均數為 12.803，財務流動性 (CR)，其平均值為 2.760，表示台灣上市上櫃公司資產變現能力強，短期償債能力佳，其中可支配現金流量比率 (FCF) 平均值為 3.9%，另外，公司獲利能力 (PRO) 平均值為 5.2%，公司成立時間 (AGE) 平均為 23 年左右，產業別虛擬變數 (IND_E) 顯示台灣上市櫃公司平均有 58.6%

為電子業，研發費用比率（RD）平均值為 4.285%，其中極大值⁵1434.04%，主要是因為研發計畫通常需為期幾年的時間，研究發展費用核定並非一年內可以完全投入並回收所致。

表一 樣本變數敘述性統計量

	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
LR	42.917	43.400	0.070	99.890	18.157
YD	4.057	3.920	0.000	25.240	3.677
Tobin's Q	1.240	1.047	0.001	12.747	0.848
ROA	4.979	5.210	-116.930	84.860	11.464
CAR _{FA10}	0.326	-0.447	-36.992	49.320	6.333
CAR _{CA10}	0.910	0.294	-21.606	50.267	5.343
CAR' _{LR10}	0.351	0.328	-38.346	181.665	2.684
CAR' _{YD10}	0.459	0.459	-38.211	97.104	2.031
GROWTH	29.098	7.650	-100.000	28256.120	429.015
RISK	0.829	0.849	-2.755	3.293	0.363
R	12.803	0.681	-90.943	2325.015	63.916
CR	2.760	1.771	0.060	1108.329	14.509
FCF	0.039	0.093	-36.816	10.036	0.767
PRO	0.052	0.052	-1.649	0.623	0.115
SIZE	15.071	14.911	6.347	20.745	1.461
AGE	23.007	20.919	0.033	63.712	12.430
IND_E	0.586	1.000	0.000	1.000	0.493
RD	4.285	1.500	0.000	1434.040	22.486

註：各變數定義如下：負債比率（LR）=負債總額/資產總額；股利殖利率（YD）=[（普通股現金股利+普通股股票股利+期中股利發放）/季底市值]×100%；Tobin's Q=（普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值）/資產總額的帳面價；資產報酬率（ROA）=[（經常淨利+利息支出×（1-25%））/平均資產總額]×100%；財務報表公告日累積異常報酬（CAR_{FA10}）：財務報表公告日前後 10 日之異常報酬合計數；現金股利宣告日累積異常報酬（CAR_{CA10}）：現金股利宣告日前後 10 日之異常報酬合計數；市場模式估算財務報表公告日前後 10 日累積異常報酬（CAR'_{LR10}）=以工具變數法求得之負債比率累積異常報酬預測值；市場模式估算現金股利宣告日前後 10 日累積異常報酬（CAR'_{YD10}）=以工具變數法求得之股利殖利率累積異常報酬預測值；營業收入成長率（GROWTH）：（營業收入淨額-去年同期營業收入淨額）/去年同期營業收入淨額×100%；風險（RISK）：市場模式之β係數；與大盤比之年報酬（R）=[（1+個股年報酬率）/（1+大盤年報酬率）-1]×100%；流動性（CR）=流動資產/流動負債；可支配現金流量比率（FCF）=（年底折舊前營業淨利-利息費用-所得稅費用-特別股現金股利-普通股現金股利）/年底股東權益；獲利能力（PRO）=營業利益/總資產帳面值；公司規模（SIZE）=以總資產帳面值取自然對數；公司成立時間（AGE）=自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數（IND_E）：設電子類股為 1，否則為 0；研發費用比率（RD）=研究發展費用/營業收入淨額。

⁵ 研發費用比率極大值為奕力（3598），其 2005 年度研究發展費用為 \$37,873，營業收入淨額為 \$2,641，以致研究發展費用比率為 1434.04%。

二、相關係數分析

表二列示本研究在訊號理論及代理理論基礎下，各變數之 Pearson 相關係數。從表二可知，各變數之相關係數⁶取絕對值後大部分都低於 0.30，其中相關係數最大值為資產報酬率(ROA)與獲利能力(PRO)之相關係數值為 0.895，其次為資產報酬率(ROA)與股利殖利率(YD)之相關係數值及獲利能力(PRO)與股利殖利率(YD)之相關係數值皆為 0.533，此部份相關係數偏高仍屬合理的現象。

在訊號理論部分，財務報表公告日累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 及現金股利宣告日累積異常報酬 (CAR_{CA10}) 與公司價值 (Tobin's Q) 呈顯著負相關 (達 1%之顯著性)，其相關係數值分別為-0.119 及-0.103，顯示透過訊號傳遞效果，使股票市場投資人可較正確預測公司價值。

⁶ 相關係數取絕對值小於 0.3 屬於低度相關，0.3 以上小於 0.7 屬於中度相關，高於 0.7 以上為高度相關。

表二 相關係數分析

	LR	YD	Tobin's Q	ROA	CAR _{FA10}	CAR _{CA10}	GROWTH	RISK	R	CR	FCF	PRO	SIZE	AGE	IND_E	RD
LR	1	-0.116*** (0.000)	-0.180*** (0.000)	-0.254*** (0.000)	-0.004 (0.745)	-0.012 (0.441)	0.003 (0.768)	-0.039*** (0.002)	-0.053*** (0.000)	-0.149*** (0.000)	-0.148*** (0.000)	-0.233*** (0.000)	0.241*** (0.000)	0.117*** (0.000)	-0.114*** (0.000)	-0.103*** (0.000)
YD		1	-0.008 (0.502)	0.533*** (0.000)	0.094*** (0.000)	0.181*** (0.000)	-0.001 (0.952)	-0.042*** (0.001)	0.053*** (0.000)	-0.001 (0.913)	0.134*** (0.000)	0.533*** (0.000)	0.098*** (0.000)	-0.039*** (0.001)	-0.017 (0.145)	-0.096*** (0.000)
Tobin's Q			1	0.280*** (0.000)	-0.119*** (0.000)	-0.103*** (0.000)	-0.008 (0.498)	0.145*** (0.000)	0.352*** (0.000)	-0.009 (0.414)	0.003 (0.785)	0.266*** (0.000)	0.043*** (0.000)	-0.102*** (0.000)	0.122*** (0.000)	0.037*** (0.001)
ROA				1	0.013 (0.318)	-0.059*** (0.000)	0.037*** (0.001)	0.110*** (0.000)	0.247*** (0.000)	0.068*** (0.000)	0.377*** (0.000)	0.895*** (0.000)	0.107*** (0.000)	-0.106*** (0.000)	0.053*** (0.000)	-0.178*** (0.000)
CAR _{FA10}					1	0.501*** (0.000)	0.055*** (0.000)	-0.114*** (0.000)	-0.163*** (0.000)	0.001 (0.957)	0.023* (0.086)	0.013 (0.310)	0.003 (0.824)	0.068*** (0.000)	-0.124*** (0.000)	-0.027*** (0.043)
CAR _{CA10}						1	0.000 (0.996)	-0.174*** (0.000)	-0.186*** (0.000)	0.020 (0.208)	-0.114*** (0.000)	-0.044*** (0.006)	-0.070*** (0.000)	0.031* (0.051)	-0.079*** (0.000)	-0.033* (0.038)
GROWTH							1	-0.001 (0.917)	0.030** (0.014)	-0.002 (0.889)	0.014 (0.230)	0.027** (0.018)	-0.037*** (0.001)	-0.056*** (0.000)	0.001 (0.948)	0.019 (0.098)
RISK								1	0.086*** (0.000)	-0.010 (0.417)	0.059*** (0.000)	0.098*** (0.000)	0.363*** (0.000)	-0.072*** (0.000)	0.298*** (0.000)	0.020* (0.099)
R									1	0.014 (0.266)	0.090*** (0.000)	0.212*** (0.000)	-0.010 (0.389)	-0.003 (0.800)	-0.007 (0.564)	-0.017 (0.156)
CR										1	0.004 (0.748)	0.002 (0.830)	-0.062*** (0.000)	-0.044*** (0.000)	0.019* (0.088)	0.017 (0.134)
FCF											1	0.335*** (0.000)	0.094*** (0.000)	-0.003 (0.775)	0.004 (0.695)	-0.057*** (0.000)
PRO												1	0.113*** (0.000)	-0.101*** (0.000)	0.056*** (0.000)	-0.214*** (0.000)
SIZE													1	0.326*** (0.000)	-0.127*** (0.000)	-0.130*** (0.000)
AGE														1	-0.512*** (0.000)	-0.125*** (0.000)
IND_E															1	0.063*** (0.000)
RD																1

註：1. 各變數定義如下：負債比率(LR)=負債總額/資產總額；股利殖利率(YD)=[(普通股現金股利+普通股股票股利+期中股利發放)/季末市價]×100%；Tobin's Q=(普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價值；資產報酬率(ROA)=[(經常淨利+利息支出×(1-25%))/(平均資產總額)]×100；財務報表公告日累積異常報酬(CAR_{CA10})：財務報表公告日前後10日之異常報酬合計數；營業收入成長率(GROWTH)：(營業收入淨額-去年同期營業收入淨額)/去年同期營業收入淨額×100%；風險(RISK)：市場模式之β係數；與大盤比之β係數；與大盤比之β係數=(1+個股年報酬率)/(1+大盤年報酬率)；ROA=100%；流動性(CR)=流動資產/流動負債；可支配現金流量比率(FCF)=[(年底折舊前營業淨利-利息費用-所得稅費用-特別股現金股利-普通股現金股利)/年底股東權益；獲利能力(PRO)=營業利益/總資產帳面價值；公司規模(SIZE)=以總資產帳面價值取自然對數；公司成立時間(AGE)=自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數對數；產業別虛擬變數(IND_E)：設電子類股為1，否則為0；研發費用比率(RD)=研發費用/營業收入淨額。

2. ***, **, * 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

三、實證模型分析

1. 資本結構與公司價值

為考量資本結構是否具有透過訊號理論傳遞公司價值訊息，故採二階段最小平方法(2SLS)進行實證分析，首先以工具變數法進行第一階段的迴歸估計，將其所估計的財務報表公告日累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10})，取代原財務報表公告累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 進行第二階段的迴歸估計。並將全部樣本區分為累積異常報酬為正 ($CAR_{FA10} \geq 0$) 及累積異常報酬為負 ($CAR_{FA10} < 0$) 兩樣本分別進行實證。

從表三可看出財務報表公告日累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 與負債比率 (LR) 呈顯著負相關，表示當財務報表公告日前後，財報上之負債比率具有訊息傳遞的效果，當負債比率愈高時，反應在市場上之累積異常報酬值愈小，可傳達公司的舉債情況予股票市場之投資人。

表三 資本結構第一階段迴歸模型：工具變數法

變數	預期符號	CAR_{FA10}
截距項		0.824 (0.387)
LR	?	-0.016*** (0.001)
GROWTH	+	0.006*** (0.000)
RISK	-	-1.573*** (0.000)
R	?	-0.016*** (0.000)
SIZE	?	0.151** (0.025)
IND_E	?	-1.231*** (0.000)
Adjusted R ²		0.051
F-statistic		51.700
Prob(F-statistic)		0.000

註：1. 各變數定義如下：財務報表公告日累積異常報酬 (CAR_{FA10})：財務報表公告日前後十日之異常報酬合計數；負債比率 (LR) = 負債總額/資產總額；營業收入成長率 (GROWTH)：(營業收入淨額-去年同期營業收入淨額)/去年同期營業收入淨額×100%；風險 (RISK)：市場模式之β係數；與大盤比之年報酬 (R) = [(1+個股年報酬率)/(1+大盤年報酬率)-1]×100%；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面值取自然對數；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為1，否則為0。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. **、*、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

控制變數方面，公司所面臨的風險 (RISK)、與大盤比之年報酬率 (R)

及電子類股產業 (IND_E)，與財務報表公告日累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 呈顯著負相關，表示當公司所承受的風險愈大，獲得的報酬愈高及公司所屬產業皆會影響市場投資人對股價的反應。而營收成長率 (GROWTH) 與財務報表公告日累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 則呈顯著正相關，表示公司營收成長力愈佳，在股價報酬較高，由此可知，公司的成長力亦是影響股價報酬的因素之一。公司規模 (SIZE) 則與財務報表公告日累積異常報酬 (CAR_{FA10}) 為顯著正相關，表示公司規模為資本結構的資訊內涵之影響因素。

表四 第二階段迴歸模型－資本結構對公司價值之影響

變數	預期符號	$CAR_{FA10} \geq 0$ 樣本		$CAR_{FA10} < 0$ 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		1.450 (0.000)	-4.411 (0.000)	2.326 (0.000)	-4.191 (0.000)
CAR'_{LR10}	?	-0.106*** (0.000)	-0.330*** (0.000)	-0.212*** (0.000)	-0.309*** (0.000)
PRO	+	3.525*** (0.000)	88.105*** (0.000)	3.293*** (0.000)	94.899*** (0.000)
SIZE	+	-0.007 (0.225)	0.330*** (0.000)	-0.046*** (0.000)	0.299*** (0.000)
AGE	?	-0.008*** (0.000)	-0.002 (0.805)	-0.011*** (0.000)	0.003 (0.706)
IND_E	?	-0.053 (0.165)	-0.473* (0.078)	-0.240*** (0.000)	-0.742*** (0.000)
RD	?	0.020*** (0.000)	0.006 (0.637)	0.013*** (0.000)	0.013* (0.087)
Adjusted R ²		0.313	0.795	0.325	0.861
F-statistic		180.713	1530.918	226.323	2894.340
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：Tobin's Q = (普通股市場價值 + 特別股帳面價值 + 負債帳面價值) / 資產總額的帳面價；資產報酬率 (ROA) = [(經常淨利 + 利息支出 × (1 - 25%)) / 平均資產總額] × 100；市場模式估算財務報表公告日前後 10 日累積異常報酬 CAR'_{LR10} = 以工具變數法求得之負債比率累積異常報酬預測值；獲利能力 (PRO) = 營業利益 / 總資產帳面價值；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面價值取自然對數；公司成立時間 (AGE) = 自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為 1，否則為 0；研發費用比率 (RD) = 研發費用 / 營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5% 及 10% 的顯著水準。

將工具變數法求出的負債比率之財務報表公告日前後各十日累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10}) 代入方程式 (2) 中，以 Tobin's Q 以及 ROA 衡量公司價值，其實證結果如表四所示。由表四可得知，在累積異常報酬為正及負的兩樣本組別中，負債比率之財務報表公告日前後十日累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10}) 與公司價值呈顯著負相關。表示在財務報表公告日前後，股市之實際報酬與預期報酬間整體差異愈小，對公司價值具正向的影響，即負債比率可利用訊號傳遞效果，完整的傳遞公司資本結構訊息，使股市投資人可正確評

估公司價值，符合假說 1。

控制變數方面，獲利能力 (PRO) 愈佳、研發費用比率 (RD) 愈高，表示公司獲利能力愈佳，且對於研究發展之投入比重愈高，公司未來的成長潛力愈佳，公司價值愈高，而公司規模 (SIZE) 則是在以市價基礎衡量之 Tobin's Q 呈顯著負相關，但以會計報酬基礎衡量之資產報酬率 (ROA) 則呈顯著正相關，產業別虛擬變數 (IND_E)、公司成立時間 (AGE) 與公司價值呈現顯著負相關，顯示電子產業與公司成立時間愈久於未來成長性較有限，對 Tobin's Q 有不利之影響。

2. 股利政策與公司價值

為考量股利政策是否具有透過訊號理論傳遞公司價值訊息，故採二階段最小平方法 (2SLS) 進行實證分析，首先以工具變數法進行第一階段的迴歸估計，再將所估計的現金股利宣告日累積異常報酬預測值 (CAR'_{YD10})，取代原現金股利宣告日累積異常報酬 (CAR_{CA10}) 進行第二階段的迴歸估計。並將全部樣本區分為累積異常報酬為正 ($CAR_{CA10} \geq 0$) 及累積異常報酬為負 ($CAR_{CA10} < 0$) 兩樣本分別進行實證。

表五 股利政策第一階段迴歸模型：工具變數法

變數	預期 符號	CAR_{CA10}	
		係數	P 值
截距項		3.414	(0.001)
YD	?	0.271***	(0.000)
GROWTH	+	0.003**	(0.012)
RISK	-	-1.604***	(0.000)
R	?	-0.016***	(0.000)
SIZE	?	-0.151**	(0.020)
IND_E	?	-0.426**	(0.022)
Adjusted R ²		0.082	
F-statistic		59.113	
Prob(F-statistic)		0.000	

註：1. 各變數定義如下：現金股利宣告日累積異常報酬 (CAR_{CA10})：現金股利宣告日前後十日之異常報酬合計數；股利殖利率 (YD) = [(普通股現金股利+普通股股票股利+期中股利發放) / 季底市值] × 100%；營業收入成長率 (GROWTH)：(營業收入淨額-去年同期營業收入淨額) / 去年同期營業收入淨額 × 100%；風險 (RISK)：市場模式之 β 係數；與大盤比之年報酬 (R) = [(1+個股年報酬率) / (1+大盤年報酬率) - 1] × 100%；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面值取自然對數；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為 1，否則為 0。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5% 及 10% 的顯著水準。

從表五可看出現金股利宣告日累積異常報酬 (CAR_{CA10}) 與股利殖利率 (YD) 皆呈顯著正相關，顯示當公司宣佈發放股利愈多，反映在市場之累積異常報酬愈大，即公司宣告股利具有訊息傳遞效果，可傳達公司營運成果及前

景給外部市場投資人。

控制變數方面，其結果大多與表三相同，僅現金股利宣告日累積異常報酬（ CAR_{CA10} ）則與公司規模（SIZE）呈現顯著負相關，表示公司規模愈大累積異常報酬愈小，可能是資訊透明度較高所致，而導致訊息傳遞效果愈佳，公司規模確實是影響現金股利宣告日累積異常報酬的因素之一。

表六 第二階段迴歸模型—股利政策對公司價值之影響

變數	預期符號	$CAR_{CA10} \geq 0$ 樣本		$CAR_{CA10} < 0$ 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		1.317 (0.000)	-3.965 (0.000)	1.933 (0.000)	-2.879 (0.001)
CAR'_{YD10}	?	-0.244*** (0.000)	-0.209*** (0.000)	-0.262*** (0.000)	-0.166*** (0.000)
PRO	+	8.370*** (0.000)	88.727*** (0.000)	7.835*** (0.000)	86.800*** (0.000)
SIZE	+	-0.013* (0.080)	0.331*** (0.000)	-0.058*** (0.000)	0.262*** (0.000)
AGE	?	-0.005*** (0.000)	-0.011** (0.047)	-0.003* (0.063)	-0.004 (0.573)
IND_E	?	-0.222*** (0.000)	-0.223 (0.105)	-0.167*** (0.000)	-0.300* (0.090)
RD	?	0.033*** (0.000)	0.125*** (0.000)	0.026*** (0.000)	0.128*** (0.000)
Adjusted R ²		0.641	0.867	0.569	0.822
F-statistic		575.918	2099.583	377.548	1321.945
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：Tobin's Q = (普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價；資產報酬率 (ROA) = [(經常淨利+利息支出×(1-25%))/平均資產總額]×100；市場模式估算現金股利宣告日前後10日累積異常報酬 CAR'_{YD10} = 以工具變數法求得之股利殖利率累積異常報酬預測值；獲利能力 (PRO) = 營業利益/總資產帳面價；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面價取自然對數；公司成立時間 (AGE) = 自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為1，否則為0；研發費用比率 (RD) = 研究發展費用/營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. **、*、* 分別表示1%、5%及10%的顯著水準。

將工具變數法求出的股利殖利率之股利宣告日前後十日累積異常報酬預測值（ CAR'_{YD10} ）代入模型中，以 Tobin's Q 以及 ROA 衡量公司價值，其實證結果如表六。由表六可得知在累積異常報酬為正及負的兩樣本組別中，股利宣告日前後十日累積異常報酬預測值（ CAR'_{YD10} ）與公司價值呈顯著負相關。表示在股利宣告日前後，股市之實際報酬與預期報酬間整體差異愈小，對公司價值具正向的影響。表示股利政策可傳遞較完整的訊息予股票市場上的投資人，股票投資人在獲悉股利政策訊息後所做出的決策行為確實可對公司價值產生影響，此部份支持假說2。因此，若股利政策透過訊號傳遞效果愈強，累積異

常報酬愈小，市場投資人則可更正確的預測公司價值的資訊。控制變數方面，其結果與表四相同，不再贅述。

3. 資本結構、股利政策與公司價值

有鑑於以往的文獻指出資本結構與股利政策間可能同時由某特定公司因素所共同決定，因此存在有內生性疑慮⁷，本研究針對兩者進行 Hausman Test，檢定結果推翻外生性的假說，證實兩者間確實存在內生性之問題。考量實證模型的內生性問題，探討資本結構、股利政策以及公司價值是否相互影響，且藉由權益代理成本的影響，進而改變公司價值。故以工具變數法進行第一階段的迴歸估計，將其所估計的負債比率 (LR)、股利殖利率 (YD) 預測值，取代原負債比率 (LR) 以及股利殖利率 (YD) 進行第二階段的迴歸估計，其第一階段迴歸式之結果列示於表七。

表七 第一階段迴歸模型：工具變數法

變數	預期符號	LR	YD
截距項		49.988 (0.000)	4.890 (0.000)
YD	—	-0.573*** (0.000)	
LR	—		-0.020*** (0.000)
CR	—	-1.933*** (0.000)	
FCF	+		0.558*** (0.000)
Adjusted R ²		0.174	0.027
F-statistic		760.597	101.390
Prob(F-statistic)		0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：負債比率 (LR) = 負債總額 / 資產總額；股利殖利率 (YD) = [(普通股現金股利 + 普通股股票股利 + 期中股利發放) / 季底市值] × 100%；Tobin's Q = (普通股市場價值 + 特別股帳面價值 + 負債帳面價值) / 資產總額的帳面價；流動性 (CR) = 流動資產 / 流動負債；可支配現金流量比率 (FCF) = (年底折舊前營業淨利 - 利息費用 - 所得稅費用 - 特別股現金股利 - 普通股現金股利) / 年底股東權益。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. **、*、* 分別表示 1%、5% 及 10% 的顯著水準。

從表七可看出股利殖利率 (YD) 與負債比率 (LR) 間亦呈現出顯著的負

⁷ 有鑑於資本結構以及股利政策，可能是由公司特性變數所共同決定，且當資本結構 (負債比率) 較高時，則配發股利的壓力就相對較小，而當公司之資金來自於自有資金的比率較高時，股利政策相對公司而言更為重要，因此公司進行籌資決策時，到底要以自有資金的比率高或外來資金為主 (余惠芳、梅國忠與羅素妃 2010)，可能同時由某特定公司因素所共同決定 (周賢榮、楊筑安與李臻勳 2011)，故兩者之間具有內生之關係，當兩者為內生變數且彼此相互影響，考量內生性問題可能對推估之實證結果造成偏誤現象，因此首先利用 Hausman Test 進行內生性檢定，若兩者存在內生性問題時，再採用二階段最小平方法進行估計。

向相關，表示當公司在現金流量充足狀況下，股利發放率較高，公司的負債比率較低，亦即公司若面臨資金不足需向外舉債，則較不會發放股利。另外，流動性（CR）越高，負債比率（LR）越低，代表公司流動比率愈佳，舉債的比例愈低；現金流量比率（FCF）越高，股利殖利率（YD）越高，表示公司有足夠的現金流量時，較願意分派股利。

將工具變數法求出的負債比率預測值（LR'），以及股利殖利率預測值（YD'）代入模型（7）、（8）式中，採用 Tobin's Q 以及 ROA 衡量公司價值，並以財務報表公告日累積異常報酬為正（ $CAR_{FA10} \geq 0$ ）及財務報表公告日累積異常報酬為負（ $CAR_{FA10} < 0$ ）兩群樣本分別進行實證，其實證結果如表八及表九。

表八 第二階段迴歸模型－資本結構與股利政策對公司價值之影響

變數	預期符號	CAR _{FA10} ≥0 樣本		CAR _{FA10} <0 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		1.486 (0.000)	-2.137 (0.063)	2.597 (0.000)	-1.905 (0.047)
LR'	—	-0.001 (0.376)	-0.056*** (0.000)	-0.006*** (0.003)	-0.055*** (0.000)
CAR' _{LR'10}	?	-0.113*** (0.000)	-0.455*** (0.000)	-0.237*** (0.000)	-0.424*** (0.000)
PRO	+	3.462*** (0.000)	86.755*** (0.000)	3.084*** (0.000)	93.736*** (0.000)
SIZE	+	-0.007 (0.241)	0.359*** (0.000)	-0.043*** (0.000)	0.317*** (0.000)
AGE	?	-0.008*** (0.000)	-0.004 (0.641)	-0.011*** (0.000)	0.002 (0.750)
IND_E	?	-0.067* (0.084)	-0.697*** (0.010)	-0.284*** (0.000)	-0.909*** (0.000)
RD	?	0.020*** (0.000)	-0.004 (0.767)	0.012*** (0.000)	0.008 (0.318)
Adjusted R ²		0.315	0.797	0.340	0.862
F-statistic		156.450	1328.745	207.007	2505.003
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. Tobin's Q = (普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價；資產報酬率 (ROA) = [(經常淨利+利息支出×(1-25%))/平均資產總額]×100；負債比率 (LR') = 以工具變數法求得之負債比率；股利殖利率 (YD') = 以工具變數法求得之股利殖利率；市場模式估算財務報表公告日前後 10 日累積異常報酬 CAR'_{LR'10} = 以工具變數法求得之負債比率預測值累積異常報酬預測值；市場模式估算現金股利宣告日前後 10 日累積異常報酬 CAR'_{YD'10} = 以工具變數法求得之股利殖利率預測值累積異常報酬預測值；獲利能力 (PRO) = 營業利益/總資產帳面價值；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面價值取自然對數；公司成立時間 (AGE) = 自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為 1，否則為 0；研發費用比率 (RD) = 研究發展費用/營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

排除內生性問題後，從表八可得知在累積異常報酬為正及負的兩樣本組別中，財務報表公告日前後各十日累積異常報酬預測值 ($CAR'_{LR'10}$) 與公司價值皆呈顯著負相關，與表四結果一致，表示在排除資本結構與股利政策的內生性影響後，公司的資本結構訊息發佈後，股票市場投資人根據此一訊息可更正確評估公司價值，以致財務報表公告日前後之累積異常報酬愈低，公司價值愈高。在股利政策的部分，表九亦呈現相同結果，代表整體股利政策之股利宣告日前後各十日股利殖利率累積異常報酬預測值 ($CAR'_{YD'10}$) 與公司價值 (Tobin's Q、ROA) 呈現顯著負相關，顯示股利政策宣告訊號效果可傳遞公司價值之訊息，股利宣告期間之實際報酬與預期報酬之差異愈小，市場之累計異常報酬較低，股市投資人較能藉由訊號之傳遞效果評估公司價值，對公司價值具正向的影響。

表九 第二階段迴歸模型—資本結構與股利政策對公司價值之影響 (續)

變數	預期符號	$CAR_{CA10} \geq 0$ 樣本		$CAR_{CA10} < 0$ 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		0.783 (0.010)	-9.242 (0.000)	1.611 (0.000)	-7.306 (0.000)
YD'	+	0.006 (0.453)	1.392*** (0.000)	0.054 (0.199)	1.225*** (0.000)
$CAR'_{YD'10}$?	-0.162*** (0.000)	-0.428*** (0.000)	-0.218*** (0.000)	-0.328*** (0.000)
PRO	+	7.683*** (0.000)	85.437*** (0.000)	7.019*** (0.000)	83.935*** (0.000)
SIZE	+	0.013 (0.127)	0.351*** (0.000)	-0.048*** (0.000)	0.262*** (0.000)
AGE	?	-0.005*** (0.000)	-0.016*** (0.004)	-0.003* (0.061)	-0.009 (0.227)
IND_E	?	-0.156*** (0.000)	-0.422*** (0.002)	-0.136*** (0.001)	-0.424** (0.016)
RD	?	0.042*** (0.000)	0.100*** (0.000)	0.031*** (0.000)	0.093*** (0.000)
Adjusted R ²		0.547	0.873	0.488	0.827
F-statistic		333.859	1898.062	234.419	1169.208
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：Tobin's Q = (普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價；資產報酬率 (ROA) = [(經常淨利+利息支出 × (1-25%)) / 平均資產總額] × 100；負債比率 (LR') = 以工具變數法求得之負債比率；股利殖利率 (YD') = 以工具變數法求得之股利殖利率；市場模式估算財務報表公告日前後 10 日累積異常報酬 $CAR'_{LR'10}$ = 以工具變數法求得之負債比率預測值累積異常報酬預測值；市場模式估算現金股利宣告日前後 10 日累積異常報酬 $CAR'_{YD'10}$ = 以工具變數法求得之股利殖利率預測值累積異常報酬預測值；獲利能力 (PRO) = 營業利益/總資產帳面值；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面值取自然對數；公司成立時間 (AGE) = 自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為 1，否則為 0；研發費用比率 (RD) = 研究發展費用/營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. **、*、* 分別表示 1%、5% 及 10% 的顯著水準。

總之，在排除內生性因素之影響後，以上實證結果皆支持本研究假說 3，即資本結構與股利政策相互影響，並透過訊號理論對公司價值造成影響。控制變數結果皆與先前對實證結果一致，不再贅述。

伍、額外測試

本文將額外針對資本結構中的短期負債以及股利政策的現金股利與股票股利等兩種股利形式，以訊號理論觀點探討其對公司價值之影響。

一、短期負債與公司價值

資本結構係指公司之長期性負債，本研究參照曾昭玲與周小玲（2007）及鄭伶如（2008）之研究，考量台灣上市櫃公司亦有以短期借款以支應營運所需資金，而且相較於長期性負債，短期負債具有到期還本之壓力，因此本研究將針對公司短期負債配置比例之訊號效果，於市場投資人接收訊息後，對評估公司價值可能產生之影響。另外，當公司存在權益代理問題之情況下，舉借短期借款是否可使公司受到短期借款債權人之監督，減少權益代理成本對公司價值產生的負面影響。

表十 短期負債比率第一階段迴歸模型：工具變數法

變數	預期符號	CAR _{FA10}	
		係數	P 值
截距項		0.988	(0.303)
SLR	?	-0.518	(0.316)
GROWTH	+	0.006***	(0.000)
RISK	-	-1.502***	(0.000)
R	?	-0.016***	(0.000)
SIZE	?	0.101	(0.120)
IND_E	?	-1.185***	(0.000)
Adjusted R ²		0.050	
F-statistic		50.096	
Prob(F-statistic)		0.000	

註：1. 各變數定義如下：財務報表公告日累積異常報酬（CAR_{FA10}）：財務報表公告日前後十日之異常報酬合計數；短期負債比率（SLR）=流動負債總額/資產總額；營業收入成長率（GROWTH）：（營業收入淨額-去年同期營業收入淨額）/去年同期營業收入淨額×100%；風險（RISK）：市場模式之 β 係數；與大盤比之年報酬（R）=[（1+個股年報酬率）/（1+大盤年報酬率）-1]×100%；公司規模（SIZE）=以總資產帳面值取自然對數；產業別虛擬變數（IND_E）：設電子類股為 1，否則為 0。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

在訊號理論方面，由表十一在累積異常報酬為正及負的兩樣本組別中，實

證結果顯示短期負債比率之累積異常報酬預測值 (CAR'_{SLR10}) 與公司價值呈顯著負相關，表示在財務報表公告日前後，股市之累積異常報酬愈小，對公司價值具正面的影響，即短期負債比率亦具有訊號傳遞效果，可完整的傳遞公司資本結構之訊息，使股市投資人可正確評估公司價值。

表十一 第二階段迴歸模型－短期負債對公司價值之影響

變數	預期符號	$CAR_{FA10} \geq 0$ 樣本		$CAR_{FA10} < 0$ 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		1.459 (0.000)	-4.251 (0.000)	2.359 (0.000)	-4.075 (0.000)
CAR'_{SLR10}	?	-0.111*** (0.000)	-0.418*** (0.000)	-0.232*** (0.000)	-0.391*** (0.000)
PRO	+	3.437*** (0.000)	87.715*** (0.000)	3.121*** (0.000)	94.577*** (0.000)
SIZE	+	-0.007 (0.237)	0.331*** (0.000)	-0.046*** (0.000)	0.298*** (0.000)
AGE	?	-0.008*** (0.000)	-0.003 (0.735)	-0.011*** (0.000)	0.003 (0.743)
IND_E	?	-0.060 (0.115)	-0.622** (0.021)	-0.267*** (0.000)	-0.860*** (0.000)
RD	?	0.019*** (0.000)	0.003 (0.805)	0.012*** (0.000)	0.012 (0.134)
Adjusted R ²		0.314	0.796	0.336	0.861
F-statistic		181.345	1536.775	237.308	2907.960
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：Tobin's Q = (普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價；資產報酬率 (ROA) = [(經常淨利+利息支出×(1-25%))/平均資產總額]×100；市場模式估算財務報表公告日前後 10 日累積異常報酬 (CAR'_{SLR10}) 以工具變數法求得之短期負債比率累積異常報酬預測值；獲利能力 (PRO) = 營業利益/總資產帳面值；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面值取自然對數；公司成立時間 (AGE) = 自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為 1，否則為 0；研發費用比率 (RD) = 研究發展費用/營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

二、現金股利及股票股利與公司價值

一般市場投資人購買股票，其目的主要有二，除了希望所購買的股票價格上漲以從中獲取資本利得，其中獲得被投資公司所發放的股利亦是投資人投資股票的目的。目前國內企業常以現金股利及股票股利兩種形式發放股利，大多採現金股利搭配股票股利之形態。

根據股利信號假說，當公司改變現金股利發放金額時，除了可傳達公司的營運狀況，亦可傳達公司當前現金流量的資訊。發放股票股利對股東而言，將因持有股數增加使股價呈等比例下降，雖然如此，國內上市櫃公司在股利政策

之配置，仍會以股票股利方式發放股利（林宜勉與游淑禎 2003）。另外，根據股利代理理論，發放現金股利可促使公司在面臨資金不足之情況下，向資本市場募集資金，接受外部投資人或債權人的監督及降低管理當局因存有過多可支配現金流量下可能產生權益代理成本。闕河士與黃旭輝（1997）之研究指出，股票股利的發放可降低高成長機會公司因為資訊不對稱所產生的代理問題。因此，本研究將進一步對現金股利及股票股利兩種股利發放形式在訊息傳遞及降低權益代理問題之效果做進一步的探討。

表十二 現金股利及股票股利第一階段迴歸模型：工具變數法

變數	預期符號	CAR _{CA10}	CAR _{SA10}
截距項		5.296 (0.000)	4.913 (0.000)
CDP	?	0.031 (0.414)	
SDP	?		0.478*** (0.000)
GROWTH	—	0.004*** (0.007)	0.005*** (0.004)
RISK	—	-1.886 (0.385)	-1.910*** (0.000)
R	?	-0.017*** (0.000)	-0.018*** (0.000)
SIZE	?	-0.153** (0.020)	-0.149* (0.071)
IND_E	?	-0.428** (0.023)	-0.307 (0.222)
Adjusted R ²		0.061	0.077
F-statistic		43.007	36.330
Prob(F-statistic)		0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：現金股利宣告日累積異常報酬（CAR_{CA10}）：現金股利宣告日前後十日之異常報酬合計數；股票股利宣告日累積異常報酬（CAR_{SA10}）：股票股利宣告日前後十日之異常報酬合計數；現金股利支付率（CDP）=每股現金股利/每股盈餘；股票股利支付率（SDP）=每股股票股利/每股盈餘；營業收入成長率（GROWTH）：（營業收入淨額-去年同期營業收入淨額）/去年同期營業收入淨額×100%；風險（RISK）：市場模式之β係數；與大盤比%之年報酬（R）=[（1+個股年報酬率）/（1+大盤年報酬率）-1]×100%；公司規模（SIZE）=以總資產帳面值取自然對數；產業別虛擬變數（IND_E）：設電子類股為1，否則為0。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

訊號理論方面，由表十三及表十四在累積異常報酬為正及負的兩樣本組別中，實證結果顯示現金股利累積異常報酬預測值（CAR'_{CDP10}）及股票股利累積異常報酬預測值（CAR'_{SDP10}）與公司價值皆呈顯著負相關，表示現金股利及股票股利之宣告，藉由訊息效果傳遞給市場投資人，股票市場投資人可藉此做

為評估公司價值之依據，當訊息傳遞得愈完整，對公司價值具有正向的影響。

表十三 第二階段迴歸模型－現金股利訊號對公司價值之影響

變數	預期符號	CAR _{CA10} ≥0 樣本		CAR _{CA10} <0 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		0.810 (0.000)	-2.391 (0.001)	1.866 (0.000)	-1.762 (0.046)
CAR' _{CDP10}	?	-0.161*** (0.000)	-0.450*** (0.000)	-0.218*** (0.000)	-0.324*** (0.000)
PRO	+	7.679*** (0.000)	87.369*** (0.000)	7.072*** (0.000)	85.628*** (0.000)
SIZE	+	0.013 (0.121)	0.263*** (0.000)	-0.051*** (0.000)	0.210*** (0.000)
AGE	?	-0.005*** (0.000)	-0.013** (0.027)	-0.003* (0.070)	-0.005 (0.503)
IND_E	?	-0.155*** (0.000)	-0.456*** (0.001)	-0.137*** (0.00)	--0.431** (0.015)
RD	?	0.042*** (0.000)	0.128*** (0.000)	0.032*** (0.000)	0.129*** (0.000)
Adjusted R ²		0.547	0.870	0.488	0.825
F-statistic		389.426	2160.050	272.655	1343.469
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：Tobin's Q=(普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價；資產報酬率(ROA)=[(經常淨利+利息支出×(1-25%))/平均資產總額]×100；市場模式估算現金股利宣告日前後10日累積異常報酬(CAR'_{CDP10})=以工具變數法求得之現金股利支付率累積異常報酬預測值；獲利能力(PRO)=營業利益/總資產帳面值；公司規模(SIZE)=以總資產帳面值取自然對數；公司成立時間(AGE)=自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數(IND_E)：設電子類股為1，否則為0；研發費用比率(RD)=研究發展費用/營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. ***、**、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

表十四 第二階段迴歸模型—股票股利訊號對公司價值之影響

變數	預期 符號	CAR _{SA10} ≥0 樣本		CAR _{SA10} <0 樣本	
		Tobin's Q	ROA	Tobin's Q	ROA
		Panel A	Panel B	Panel C	Panel D
截距項		0.559 (0.014)	-4.784 (0.000)	1.912 (0.000)	-2.261 (0.030)
CAR' _{SDP10}		-0.120*** (0.000)	-0.264*** (0.000)	-0.235*** (0.000)	-0.319*** (0.000)
PRO	+	7.776*** (0.000)	90.327*** (0.000)	7.114*** (0.000)	87.618*** (0.000)
SIZE	+	0.020* (0.080)	0.374*** (0.000)	-0.055*** (0.001)	0.238*** (0.000)
AGE	?	-0.004* (0.072)	-0.010 (0.159)	-0.004* (0.066)	-0.007 (0.448)
IND_E	?	-0.104** (0.025)	-0.137 (0.409)	-0.114** (0.040)	-0.277 (0.202)
RD	?	0.053*** (0.000)	0.111*** (0.000)	0.032*** (0.000)	0.085*** (0.000)
Adjusted R ²		0.549	0.895	0.522	0.844
F-statistic		253.024	1766.933	212.743	1049.924
Prob(F-statistic)		0.000	0.000	0.000	0.000

註：1. 各變數定義如下：Tobin's Q = (普通股市場價值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/資產總額的帳面價；資產報酬率 (ROA) = [(經常淨利+利息支出×(1-25%))/平均資產總額]×100；市場模式估算股票股利宣告日前後 10 日累積異常報酬 (CAR'_{SDP10}) = 以工具變數法求得之股票股利支付率累積異常報酬預測值；獲利能力 (PRO) = 營業利益/總資產帳面值；公司規模 (SIZE) = 以總資產帳面值取自然對數；公司成立時間 (AGE) = 自成立年度至各衡量年度年底止，取自然對數衡量；產業別虛擬變數 (IND_E)：設電子類股為 1，否則為 0；研發費用比率 (RD) = 研究發展費用/營業收入淨額。

2. 實證模型中各項變數若有預期符號，為單尾檢定；若無，則為雙尾檢定。

3. **、*、* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

陸、敏感性分析

本研究於主實證結果對訊號傳遞效果的代理變數—累積異常報酬 (CAR) 之計算方式乃採市場模式來估算，本研究考量實證結果是否會受到所採用之事件研究模式的影響，本研究參考蔡柳卿與郭法雲 (2001) 之研究，另採市場指數調整模式計算累積異常報酬 (CAR)，以驗證本研究之主實證結果並未受到所採用的模式的影響。

實證結果顯示在資本結構與公司價值方面，仍證實負債比率 (LR) 可作為傳遞公司資本結構之資訊。採用市場指數調整模式下，負債比率之財務報表公告日前後各十日累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10}) 與公司價值 (ROA) 呈正相關，表示負債訊息傳遞之代理變數 (CAR'_{LR10}) 愈高，會計報酬基礎衡量的公

司價值 (ROA) 愈高。但在累積異常報酬為負的樣本中，負債比率之財務報表公告日前後各十日累積異常報酬預測值 (CAR'_{LR10}) 與公司價值 (Tobin's Q) 呈顯著負相關，顯示股票市場上的投資人，可藉由負債的訊息效果較正確的預估公司價值。

股利政策與公司價值方面，採用市場指數調整模式下，股利政策累積異常報酬與公司價值方面，亦證實股利殖利率 (YD) 具有訊號傳遞效果，但在市場指數調整模式下，股利宣告日前後十日累積異常報酬預測值 (CAR'_{YD10}) 分別與採市場衡量基礎之公司價值 (Tobin's Q) 呈顯著負相關，而與會計報酬基礎衡量之資產報酬率 (ROA) 為顯著正相關，表示對市場投資人而言，股利政策為一訊號，當投資人接收到訊號後，可作為評估公司價值之依據，訊息傳遞的愈完整對公司價值具有正面的影響，支持假說 3，但以會計報酬基礎衡量公司價值的情形則否。最後，排除資本結構與股利政策間之內生性問題後，在訊號理論基礎下，仍支持假說 3，即資本結構與股利政策會相互影響，並透過訊號理論，進而影響公司價值。控制變數的部分皆與主實證結果一致，不再贅述。

整體而言，本研究之主實證結果並未受到事件研究模式不同的影響，惟敏感性分析實證結果之顯著性較主實證結果稍低，但本研究之假說在敏感性分析中亦獲得支持，顯示本研究結果具備穩健性。

柒、結論與建議

本研究主要以訊號理論觀點探討資本結構與股利政策對公司價值的影響，檢視公司資本結構與股利政策是否會傳遞訊息給市場投資人並反映至公司價值，採用 2004 年至 2009 年台灣上市上櫃公司為研究樣本。

實證結果顯示，財務報表上之負債比率具有訊息傳遞的效果，可傳達公司的舉債情況予股票市場之投資人，而且負債比率愈高訊息在市場上的傳遞效果愈完整，累積異常報酬愈小。在財務報表公告日前後，藉由負債比率作為公司傳達資本結構的訊號，當訊號傳遞的效果愈完整時，股市之實際報酬與預期報酬間差異愈小，對公司價值具正向的影響，即負債比率可利用訊號傳遞效果，傳遞公司資本結構之訊息，使股市投資人可正確評估公司價值，因此，證實資本結構具有訊息傳遞效果，且在投資人接收訊息後，對公司價值產生影響。

股利政策訊號傳遞效果方面，本研究證實在公司宣佈股利政策前後，股利政策的消息具有訊息傳遞效果，可傳達公司營運成果及前景給外部市場投資人。藉由股利政策傳遞較完整的訊息予股票市場上的投資人，股票投資人在獲悉股利政策訊息後所做出的決策行為確實可對公司價值產生影響，使市場投資人可更加正確的預測公司價值的資訊。最近，當排除資本結構與股利政策之間相互影響的內生性疑慮後，本研究仍證實公司的資本結構訊息發佈後，股票市

場投資人根據此一訊息可更正確評估公司價值。股利政策宣告訊號效果可傳遞公司價值之訊息，股市投資人可藉由訊號之傳遞效果評估公司價值，對公司價值產生正向的影響。

基於以上之研究結果，本研究建議，被投資公司必定不希望公司價值被股票上的投資人低估，根據本研究之結論，公司可利用資本結構及股利政策作為訊號，傳達公司未來的營運前景，以利投資人作為投資的參考依據，且對被投資公司亦可避免股價被高估或低估，使股價能穩健成長。另外，投資人在做投資決策時，應該針對欲投資的標的公司做多方的瞭解，閱讀公司財務報表及相關財務資訊，其中資本結構與股利政策即為重要訊息指標。審慎瞭解公司資本結構可評估投資公司所面臨的財務風險高低，對於高風險的公司在投資決策則需做更多方面的評估。許多投資人對公司的股利政策有所迷失，偏好高現金股利或高股票股利的公司，而本研究發現當所配發之股利確實是反應公司的經營本質時，才對公司價值有正向影響，故根據本研究結論股利政策具訊息傳遞效果，可作為公司對未來營運前景的參考。

參考文獻

- 王麗惠，2006，證券市場績效對公司價值與資本結構之影響—台灣政權輪替前後期間之實證，*中山管理評論*，第14卷第3期：639-668。
- 方俊儒、李秀英與龍春伶，2008，獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響—控制股東之調節效果，*會計與公司治理*，第5卷第1期：55-80。
- 余惠芳、梅國忠與羅素妃，2010，資本結構、自有資金與公司績效之實證研究，*華人前瞻研究*，第6卷第1期：39-51。
- 林毅明，1999，台灣公司股利政策與股價之關連性，國立中正大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 林宜勉與游淑禎，2003，股利訊號與未來盈餘之關聯性研究，*台灣管理學刊*，第3卷第2期(8)：41-64。
- 周賢榮、楊筑安與李臻勳，2011，臺灣50資本結構之決定因素：一個線性結構方程式模式，*中山管理評論*，第19卷第2期：225-277。
- 倪衍森與廖容岑，2006，家族企業負債代理成本及股利政策之研究—以台灣上市公司為例，*管理與系統*，第13卷第2期：153-179。
- 唐明良，1994，台灣股票上市公司股利政策管理動機之實證研究，國立成功大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 許美滿、吳壽山、鍾惠民與林怡群，2004，控制股東代理問題對公司價值之影響與舉債之監督效果分析，*會計與公司治理*，第1卷第2期：67-90。
- 菅瑞昌與闕河士，2011，資訊不對稱如何影響股利政策？信號發射或融資順位，*亞太經濟管理評論*，第15卷第1期：83-110。
- 陳志誠，2003，公司營運槓桿與財務槓桿關係之再研究—訊號理論之應用，朝陽科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 陳彩稚、李書行與蔡璧徽，2006，會計準則、資訊不對稱對中國大陸證券市場盈餘宣告之市場反應的影響，*會計評論*，第43期：1-25。
- 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卷第2期：65-84。
- 黃瑞靜、徐守德與與廖四郎，2001，兩稅合一對公司價值、股利政策與資本結構之影響—動態資本結構模型之應用與台灣產業的實証研究，*管理評論*，第20卷第2卷：43-74。
- 曾昭玲與周小玲，2007，企業成長機會之於融資政策及股利政策影響之多期性

- 研究，東吳經濟商學學報，第 57 期：49-77。
- 張家菱，2005，股利變動與公司未來獲利性之探討，國立中正大學財務金融研究所出版碩士論文。
- 楊麗玲，2003，股利宣告對股東財富影響—事件研究法，中華技術學院學報，第 28 期：47-62。
- 劉志勇，1993，台灣股票上市公司無償配股動機之現場實地研究，國立成功大學會計學研究所出版碩士論文。
- 鄭明祺，1993，我國上市公司代理問題對投資、融資決策與股利政策之影響，中原大學企業管理研究所出版碩士論文。
- 鄭伶如，2008，公司治理、資本結構與公司價值關係之研究，文大商管學報，第 13 卷第 1 期：65-92。
- 蔡柳卿與郭法雲，2001，我國庫藏股制度之實證研究：資訊效果與資訊傳遞動機，2001 會計理論與實務研討會。
- 闕河士與黃旭輝，1997，成長機會與股票股利關係之實證研究—代理問題觀點，管理與資訊學報，第 2 期：133-148。
- 簡名志，2003，從公司股利政策預測未來盈餘成長機會，國立中山大大學會計研究所出版碩士論文。
- Aharony, J., and A. Dotan. 1994. Regular dividend announcements and future unexpected earnings: An empirical analysis. *Financial Review* 29: 125.
- Balakrishnan, S., and I. Fox. 1993. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal* 7(4): 347-359.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics* 10: 259-270.
- Byoun, S. 2008. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *Journal of Finance* 63(6): 3069-3096.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *FM: The Journal of the Financial Management Association* 23: 70-74.
- 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 & Economics* 9: 111-138.
- Deshmukh, S. 2005. The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly*

Journal of Business and Economics 44(1/2): 107-127.

Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76: 323.

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): 303-360.

John, K., and J. Williams. 1985. Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *Journal of Finance* 40: 1053-1070.

Lang, L. H. P., and R. H. Litzenger. 1989. Dividend announcements cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics* 24: 181-191.

Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40: 1031-1051.

Myers, S. C. 1977. The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5(2): 147-175.

Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.

Ozkan, A. 2000. An empirical analysis of corporate debt maturity structure, *European Financial Management* 6(2): 197-212.

Robichek, A. A., and S. C. Myers. 1966. Problems in the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1(2): 1-35.

Ross, S. A. 1977. The determination of financial structure : the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics* 8: 23-40.

Smith Jr, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32: 263-292.

Spence, M. 1973. Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics* 87: 355-374.

Stohs, M. H., and D. C. Mauer. 1996. The determinants of corporate debt maturity structure, *Journal of Business* 69(3): 279-312.

Taylor, P., and J. Lowe. 1995. A note on corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal* 16(5): 411-414.

Titman, S., and R. Wessels. 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* 43: 1-19.

會計師簽證制度與法律責任之探討：以力霸案之觀點

陳素緞

國立臺北商業大學

陳鈺蕙

國立臺北商業大學

摘要

力霸案之判決突顯我國會計師簽證制度與法律責任之爭議。我國會計師簽證制度為雙簽制度，即要求公開發行公司須由兩位執業會計師共同查核簽證，且於查核報告上揭示兩位簽證會計師之姓名。兩位會計師負擔相同之法律責任，然而於實務上兩位會計師的工作有輕重之分，且事務所的分紅以主簽會計師為主，副簽會計師只能領取有限的津貼。此情況下，副簽會計師負擔過重的法律責任，遂引發台灣會計師界主張廢除雙簽制度之聲浪。因此本研究旨在透過深度訪談之方式，瞭解現時環境下，雙簽制度存在的必要性，並研擬強化我國會計師查核簽證制度及解決現行爭議事項之建議，以提供主管機關作為未來政策規劃之參考。本研究結果發現，受訪者一致認為若以保障投資人之角度觀察，雙簽制度以非必要手段。至於品質管制則可從事務所品質管制制度著手，待落實後即可廢除雙簽制度。

關鍵詞：雙簽制度、副簽會計師、品質管制

Investigating The Relationship Between CPA Attestation System and Legal Liability : Perspective from China Rebar, Co. LTD.

Su-Duan, Chen

National Taipei University of Business

Yu-Yi, Chen

National Taipei University of Business

Abstract

This paper investigates the effects on CPA attestation system and legal liability of China Rebar, Co. LTD. Dual attestation system has been mandated since 1983 that audit reports include engagement partner and concurring auditor's signatures. They have the same legal liability, but concurring auditor just get a part of paid, thereby voicing the abolishment of the requirement of two-signing partner on the audit report. This study aimed to explore background of the requirement of two-signing partner on the audit report design in Taiwan and to analyze the necessity of the existence of the system based on the recent changes in accounting practice and suggestions for resolving the current disputes were strengthened, which shall serve as a reference for the competent authorities in future policy planning. Our results show that dual attestation system is unnecessary from investors protection. When qualify control in CPA firm is realized, and dual attestation system could be abolished.

Keywords: *Dual attestation system, Concurring auditor, Qualify control*

壹、緒論

2008 年力霸案的一審判決令會計界震驚，究其主要原因為力霸案涉案之兩位簽證會計師所應承擔之法律責任與其所負責之工作內容顯不相當，形成不符會計師預期之判決（陳慧玲等人 2012）。

兩位簽證會計師於實務運作上分別被稱為主簽會計師與副簽會計師（以下簡稱為主簽及副簽）且兩者各司其職。主簽之主要職責為規劃並執行查核案件，且出具適當之查核報告意見；而副簽之工作則根據主簽工作底稿之紀錄作複核以評估查核報告意見是否適當且聽取主簽對於重大交易事項所做專業判斷的合理支撐的說明，以及複核是否與公告申報檢查表相符等等。由於兩者之工作內容不相同且與客戶之間的來往主要由主簽負責，故一般認知下，主簽應較為瞭解整體之查核過程。

然而判決中由於主簽會計師坦承認罪，故最後判刑有期徒刑一年十個月並給予緩刑；副簽會計師則以工作職能之區分，令其與客戶之交流並不多，且多由主簽會計師告知其相關事項為己辯論，否認其知主簽會計師所犯之罪刑，但最後仍被法院認定為共犯，判刑四年且不得緩刑。由於判決結果與一般認知有異，遂引起會計界檢視雙簽制度，即公開發行公司之財務報告，應由依會計師法第十五條規定之聯合或法人會計師事務所之執業會計師二人以上共同查核簽證之必要性。

再者，深究雙簽制度訂定之背景，可知 1981 及 1982 年會計師界遭受中信、九億事件衝擊，究審計失敗主要原因為會計師考試制度不良使得取得會計師資格之人有可能未具備足夠的會計專業能力，再加上並無繼續進修及品質管制之強制規定，且「地下會計掮客」頗為盛行，從而無法提高其專業水準。此外，由於法規規範上並不清楚，訴訟實務以簽證會計師個人為民事賠償主體，導致賠償能力不佳。因此，主管機關為強化審計品質，以及保護投資人權益遂於 1983 年訂定「雙簽制度」。

同時，國內會計師產業為了維護會計師查核簽證的價值，也效仿國外建置各種提升會計師的專業能力及督促會計師專業上之要求及注意之機制，包括會計師法律責任之建立、會計師證照取得制度之完善、審計準則之制定、明訂會計師應持續專業進修及最低進修時數、同業評鑑等方式，使審計品質能夠提升。

然而時至今日，在會計師產業運作下各種提升審計品質之機制紛紛運行，加上雙簽制度之執行，實際上並未發揮提升審計品質之功能徒具形式化（張益民 1996）下，雙簽制度之存在產生以下之質疑¹：

1. 國內會計師制度已日趨健全，早年會計師考試制度之缺失已改正且持續進修

¹ 立法院公報第 99 卷第 46 期院會紀錄。

之規定已妥善立法，實在不需要這項規定；

2. 審計準則公報第 44 號「查核歷史性財務資訊之品質管制」及第 46 號「會計師事務所之品質管制」的施行，使得各大聯合會計師事務所皆設有複核的專業會計師制度，專做品質控管工作，會計師事務所現行的自律機制已可執行當時主管機關擬賦予會簽會計師擔任之角色；
3. 會計師法於 2007 年修正時，已對會計師事務所之型態及權責明確定位，並已規範法人會計師事務所須投保業務責任保險。依其之規定目前查核簽證公開發行公司財務報告者，皆屬金管會核准之聯合會計師事務所，其為合夥組織之型態，每人皆負連帶賠償責任。故不論是在單簽或雙簽的制度下，投資者的權益所受到的保護程度相同。

因此，2010 年，立委羅淑蕾代表會計師公會以上述之理由向行政院提出質詢，認為政府採取財報「雙簽制」已不合時宜，且有鼓勵虛偽之嫌，應即廢止。然，主管機關並未同意修改此制度，蓋因其顧慮²：

1. 46 號公報雖規範查核案件應有案件品質管制複核人員參與，惟查核案件相關行政、民事及刑事責任，係由簽證會計師承擔，品質複核會計師與簽證會計師所承擔之責任不同，能否盡到相同程度之專業上應有注意，有待衡酌。此外，46 號公報自 2009 年 7 月 1 日才開始施行，於下半年開始進行事務所檢查發現，中型事務所所有若干品質管制缺失，尚無法完全落實公報規定之案件品質複核制度；
2. 若廢除雙簽改為單簽，因實務上要求會計師事務所及其他合夥人負連帶賠償責任尚有爭議，僅能對簽證會計師 1 人求償，獲償可能性將大幅減少，對投資人權益之保障恐有未足。

根據主管機關之回應，其中關於品質管制之部份尚有兩點疑問：

1. 由於 46 號公報於 2009 年 7 月才實施而主管機關於實施尚未屆滿一年即開始進行事務所檢查，在時間不充裕且中型事務所人力、財力皆不比四大事務所充足之下，46 號公報無法完全落實似乎可推測出來，因此，當時所下之決斷稍嫌率斷。
2. 報告中我們僅得知主管機關之檢查方式為挑選 3 家聯合會計師事務所實地探訪，卻沒有揭露抽查會計師事務所選擇的過程，也未揭露檢查之事務所名稱。而根據臺灣經濟新報資料庫之資料計算得出 95% 的上市櫃公司皆由四大及八中會計師事務所³所查核，是故針對部份會計師事務所所作之結論，是否可涵蓋所有查核簽證會計師事務所所有待討論。

結合以上兩點並將時間拉至今日，雙簽制度於現時環境下是否存在之必要

² 立法院公報第 99 卷第 51 期質詢答復。

³ 八中會計師事務所以 101 年會計師事務所收入高低排序選出。

性，且事務所落實 46 號公報方面是否已有改善以及其功用可否代替副簽會計師之可能性仍有待研究。

再者，雖司法實務上有認為相關賠償責任僅由簽證會計師負責而不屬於聯合會計師事務所之合夥負責，但投資人保護中心自會計師法修正後，民事賠償部份亦以「簽證會計師及所屬會計師事務所」為求償對象且亦有法官宣判「會計師及其所屬事務所應負賠償責任」⁴。故，可知在會計師法修正後的今日，會計師不再是唯一之求償對象，且會計師事務所內面對如此情況是否有相關配套措施，投資人保障程度是否增加等亦是值得探討之問題。

而國外關於簽章制度是否應加變革之也討論不斷。如美國 PCAOB 亦於 2009 年 7 月 28 日公開提出擬議，要求簽證會計師需於查核報告中簽名，以示對查核報告負責。而歐盟則已於 2006 年發布第八號審計指令，要求其會員國的審計報告除了會計師事務所簽名外，至少必須由負責查核的會計師代表會計師事務所在查核報告上簽名，若是負責查核的會計師不只一人，則均可在查核報告上簽名。因此，可知國際趨勢是朝向查核報告將同時由會計師事務所及會計師個人具名的方向發展。

綜上所述，可知國內關於簽章制度之改革方向與國際趨勢是一致的。因此想得知雙簽制度是否已可被現有之品質管制制度及法律規範所替代，遂引發本研究之研究動機。

本研究採用深度訪談之方式蒐集品質管制制度之最終負責人－事務所之執行長（或相當層級之人員）、對提案廢除雙簽制度事情之始末有瞭解之專家、研析簽證制度之學者教授及有相關實務經驗之律師之意見，希冀由受訪者之意見及經驗作為本研究之依據，提供取消雙簽制度可行性之具體研析。

本研究結果發現，受訪者一致認為若以保障投資人之角度觀察，雙簽制度以非必要手段。至於品質管制則可從事務所品質管制制度著手，待落實後即可廢除雙簽制度並朝以會計師事務及主辦會計師為法律責任主體之改革方向進行。

本文其餘結構如下：第貳節為文獻探討，第參節為研究設計，說明訪談大綱與受訪者資料，其次為研究結果，報導本研究之主要發現，最後為結論與建議。

貳、文獻探討

一、會計師簽證制度與法律責任之關聯

會計師以公正第三者的角色為財務報表編制者提供合理確信的簽證服務，

⁴ 參見投資人保護中心求償案件彙總表中關於宏億公司民事判決。

讓財務報表使用者得以信賴其財務報表。因此，會計師簽證制度架設在公眾對會計師之信賴上，為了防止會計師對於其應盡之責任有所怠惰，因而制定相關之法律責任並要求負責查核之事務所或者主辦會計師於查核報告上簽章，以利於辨認責任之歸屬。故查核報告上之簽章代表的是背後所應負之法律責任。然而 Koch and Schunk (2007) 指出過重的法律責任，將會誘導會計師投入過多的查核資源而導致查核工作的無效率，亦造成審計產業過度集中及人才流失等不良的影響。因此，各國在其文化背景上發展出不同簽證制度，而其會計師承擔之簽證責任亦有所不同。

根據此一論點，陳慧玲等人 (2012) 以問卷方式探討司法從業人員與證券監理從業人員對於不同簽證制度下，以了解我國目前所採行之雙簽制度、美國現存制度與我國會計師公會欲推行之單簽制度之會計師簽證責任是否存在差異。實證結果發現，司法從業人員與證券監理從業人員均認為，我國現行之雙簽制度與會計師公會欲推行之單簽制度之簽證會計師應負之簽證責任高於美國現制(僅事務所於查核報告簽章之制度)。亦即會計師只要於查核報告簽名，皆需承擔較高之簽證責任。而司法與證券監理從業人員亦均傾向我國應維持目前之雙簽制度，且雙簽制度下兩位簽證會計師對於查核報告應負之責任是有差異的，但差異並不大。另外，受測者均認為美國應於查核報告中報導會計師之姓名，不僅能增加查核報告之信賴度外，也能增加會計師個人的責任感。此研究表明，不同的簽證制度下，使用者對會計師所應背負之責任有不同之觀感。

此外，亦有研究指出法律責任之輕重將影響會計師維持審計品質之意願。(Moore and Scott 1989; Melumad and Thoman 1990)。因此，Carcello and Chan (2013) 研究英國簽證制度由僅事務所簽章改為單簽制度是否對審計品質及審計公費有所影響。研究顯示，於查核報告上報導會計師姓名將使裁決應計數顯著的下滑並增加簽發保留意見之數目，同時其審計公費也明顯上漲。故英國簽證制度的改變明顯的改善其審計品質。此一結論證明會計師簽證制度與審計品質間亦存在一定之關聯。

綜上所述，即各國可透過法律責任與會計師簽證制度之訂定以維持有效之審計品質。然而，法律責任亦或會計師簽證制度並非一成不變，並須隨著經濟環境的變化進行調整，以其達到最佳的效果 (陳玫如 2011)。

二、台灣雙簽制度的沿革

依我國「會計師辦理公開發行公司財務報告查核簽證核准準則」，其中第 2 條明訂「公開發行公司之財務報告，應由依會計師法第十五條規定之聯合或法人會計師事務所之執業會計師二人以上共同查核簽證。」，此即「雙簽制度」。其制定蓋因當時陸續發生中信、九億等上市公司財務危機事件，而其中更牽涉會計師簽證不實，致使我國會計師面臨著公信力破產之危機。主管機關為安撫投資大眾並加強會計師法律責任及提升審計品質，及於 1983 年制定此制度。

再者，深入探討當時之會計執業環境，可知其背後主要原因有二，其一為法律並未明文規定會計師持續進修及品質管制之相關規定，致使會計師查核品質良莠不齊且會計師考試制度設計亦有缺失。其二就我國之規定，當會計師發生過失而須負擔民事賠償時，皆以簽證會計師個人為賠償主體，賠償能力不佳。因此雙簽制度的功能在於透過法律責任的增加，強化會計師互相監督之力量，以改善審計品質（李建然等人 2013）。

然而對於雙簽制度之期待，卻與現實不符。雙簽制度成效不彰，其因事務所受限於人力之問題，兩位會計師不可能執行相同之工作，因此，副簽會計師通常僅限於複核主辦會計師之工作。加上，副簽會計師只能領取少部份之公費或者有限之津貼，造就此情況下副簽會計師容易流於形式，但副簽會計師仍須負擔相同之法律責任。以往並沒有相關之討論，乃因過去法律責任偏輕。在博達案之前，會計師因審計失敗遭法院判決負民事責任或刑事責任的案例並不多見。因此直至 2008 年力霸案之一審判決不符會計師界之預期，此爭議才被引爆。也因此引發台灣會計師界主張廢除雙簽制度之聲浪。

歷時 30 年之雙簽制度，其當時制定背景與現在相比已有所不同，且在我國會計師產業環境及各項機制越臻健全之下，雙簽制度是否仍有其必要性值得探討。

此外，目前世界的主要國家的查核報告雖以會計師事務所的簽名為主流，但歐盟已改為同時簽具會計師事務所名稱及主辦會計師名字之制度，且美國似乎也已朝向此方向修訂審計準則。

叁、研究方法

本研究旨在探討雙簽制度是否已可被現有之品質管制制度及法律規範所替代，其存在之必要性為何。因此，除瞭解雙簽制度規定下副簽會計師選任過程及實際運作情形，比較副簽會計師之品質管制與審計第 44 號及 46 號公報所規範之品質管制兩者之品質是否存在差異外，並探求雙簽制度之改革方向。為達上述之研究目的，本研究將採用深度訪談之方式來收集相關資訊。

一、訪問對象

本研究採用之研究方式並非建立廣泛的推論，而是要從訪談中深入瞭解受訪者之經驗，瞭解雙簽制度及品質管制目前運作之情形，探究雙簽制度其存在之必要性，進而探求雙簽制度未來之改革方向，因此訪談資料，能否提供足夠的深度及多元化的內容，可確認研究的關鍵。

故訪談對象將選取具有代表性的業者，包括品質管制制度之最終負責－事務所之執行長（或相當層級之人員）、對提案廢除雙簽制度事情之始末有瞭解之專家、研析簽證制度之學者教授及有相關實務經驗之律師等，希冀由受訪者

之意見及經驗作為本研究之依據，提供取消會計師副簽制度可行性之具體研析。

其中，特別需要說明的是由於我國簽證業務有 95% 皆由四大及八中會計師事務所承接⁵，因此基於業務同質性及時間考量，本研究擬訪談目前主要執行公開發行財務報表簽證之其中兩家大型國際級事務所及三家中型事務所。另訪問二位學者及法律專家，共計九位。

綜上，本研究深度訪談對象如表一：

表一 訪談對象一覽表

編號	業別	重要性
A	會計師	
B	會計師	
C	會計師	品質管制制度之最終負責人或相當層級之人員，包含兩家大型事務所及三家中型事務所。
D	會計師	
E	會計師	
F	教授	研析簽證制度之學者
G	教授	研析簽證制度之學者
H	會計師	瞭解提案廢除雙簽制度始末之專家
I	律師	瞭解提案廢除雙簽制度始末之專家

資料來源：本研究整理。

二、訪問大綱

訪談過程中，為避免研究者偏離主題或遺漏問題之事情發生，本文的訪談方式採用半結構方式進行，透過訪談大綱儘量減少因研究者本身失誤所造成的問題發生。因此，根據本研究之目的設定主要問題包括：一、瞭解雙簽制度之現況。二、瞭解審計第44號及46號公報於實務上運作之成效。三、改變現狀之看法。因此，本研究的訪談大綱，會圍繞著這四個問題，在受訪者提供的資訊之上，逐步深入詢問。根據前述之文獻探討而擬定的訪談大綱及問題如下所示：

1. 雙簽制度之現況

(1) 瞭解目前副簽會計師選任過程及實質運作情形

- A. 事務所是否有內規限制每位會計師所簽之家數？家數之計算是否包含擔任副簽會計師？
- B. 您認為副簽會計師在複核主辦會計師查核工作時，面臨時間預算的壓力程度為何？

⁵ 此統計數據來自 2011 年 TEJ 資料庫之計算。

- C. 事務所內是否針對副簽會計師之選任訂有詳細之規章？
- D. 事務所內部是否有規定副簽會計師應如何執行複核工作底稿或者複核之範圍？實際上執行狀況又為何？
- (2) 瞭解會計師法修法後，雙簽制度對保障投資人權益之影響。
- A. 會計師法修法後，已明確規範聯合會計師事務所為合夥組織，非簽證之合夥會計師亦負連帶賠償責任。事務所面對此情況有何因應措施？
- B. 承上，您認為會計師修法後，對雙簽制度保障投資人權益之功能是否有所影響？
- C. 假若訴訟失敗，事務所會如何處理？
- (3) 你認為現行之雙簽制度成效為何？造成此情況之因素為何？（如：成本利益之考量、法律責任的輕重…等）
2. 瞭解審計第 44 號及 46 號公報於實務上運作之成效
- (1) 審計第 44 號及 46 號公報於事務所運作之情形？是否有專責機構或人員負責？
- (2) 承上，品質管制複核人員如何選任、資格為何？
- (3) 最近一次同業評鑑之結果？除同業評鑑外，事務所內部是否有相關之評估機制？
- (4) 假如未按照事務所訂定之品質管制程序進行查核，是否有懲處？如何懲處？
- (5) 您認為副簽會計師複核之功能可否被品質管制複核人員所取代？
3. 改變現狀之看法
- (1) 你認為「雙簽制度」是否有存在之必要性？理由？
- (2) 您是否贊成以會計師事務及主簽會計師為法律責任之主體？贊成，原因為何？不贊成，原因為何？

額外需要指出的是，我們以事務所之會計師為優先受訪對象以取得副簽會計師及品質管制制度於實務上運行之情形。再與學者及法律專家探討此情況下若以事務所品質管制度取代會計師副簽制度後學者之看法。

肆、研究結果

為深入探討我國雙簽制度於實務上之成效，並結合實務與學術上之見解，訪問對象包括品質管制制度之最終負責－事務所之執行長（或相當層級之人員）、對提案廢除雙簽制度事情之始末有瞭解之專家、研析簽證制度之學者教授及有相關實務經驗之律師。於本節中將彙整及分析受訪者之訪談內容，希冀

藉由受訪者之意見及經驗作為本研究之依據，得以對台灣現行雙簽制度之實務運作有更深入之瞭解。茲將分就以下角度說明研究結果：

一、雙簽制度之現況

雙簽制度於台灣已實行 20 餘年，其間台灣之經濟環境、法律制度也有了重大之變革，在此情況下，雙簽制度現行之成效為何？相關問題探討及分析結果如下：

1. 瞭解目前副簽會計師選任過程及實質運作情形

根據訪談之兩家大型及三家中型事務所可知，事務所在分配每位執業會計師工作時，會考慮其負擔之輕重，工作量有所調整。而其認為副簽會計師應執行之複核範圍，可依大型及中型事務所分為兩種答案。中型事務所認為其應與主辦會計師相同，而大型事務所則認為其複核範圍小於品質管制複核人員。然而須特別指出的是，多數副簽會計師認為在複核主辦會計師查核工作時，時間預算並不充裕。加上，自 98 年後為因應審計公報第 46 號之規定，各簽證事務所皆須設置品質管制複核人員，使得每一簽證案件至少需要 3 位會計師看過，在時間的分配上更加緊迫。此外，3 位會計師皆必須考量其輪調之規定，亦使其輪調複雜度增高。然而，事務所並不可能因此而增加執業會計師以符合人力的需求。蓋因審計公費無法增加。

至於副簽會計師的選任，除透過主辦會計師自行選任外，多透過事務所下設置的委員會或者合夥人會議，充分考量會計師之經驗及產業專精，並符合輪調之規定後，再行指派。

訪問過程中，尚有以下兩個疑問，其一副簽會計師可能由較為年輕的會計師擔任，其認為透過主辦會計師帶領下可傳承經驗。然而，此種情況下不免令人感到懷疑，是否由於法令之規定，使得事務所提前提拔經驗尚不足之會計師簽字。經驗不足將導致其發現問題之能力亦隨之下降，對提升審計品質亦無幫助；其二，副簽會計師所獲取之報酬相對主辦會計師而言僅佔少部份，但兩者其所背負之法律責任卻是相同。假若爆發弊案，副簽會計師所應賠償之數額卻與主辦會計師並無不同，但在副簽會計師領取有限的津貼下，是否有法全數賠償，亦有疑問。

2. 瞭解會計師法修法後，雙簽制度對保障投資人權益之影響

96 年會計師法修法後，已明確規範聯合會計師事務所為合夥組織，非簽證之合夥會計師亦負連帶賠償責任之情況下，理論上，簽證會計師之多寡並不影響賠償之金額。然而，主管機關認為實務上要求會計師事務所及其他合夥人負連帶賠償責任尚有爭議，僅能對簽證會計師一人求償，獲償可能性將大幅減少，對投資人權益之保障恐有未足。針對此點，所有受訪者（會計師、律師及學者）一致認為，目前會計師的賠償是依照比例原則決定之數額，並不因簽證會計師之多寡而有差別。同時亦認為假若弊案不幸爆發，應由事務所出面處理較為合

理。而實務上，此觀念也逐漸的被認同及使用。如投資人保護中心於提列被告時，事務所赫然在位，且亦有學者指出，相對於訴訟所需耗費時間較為長久，投資人保護中心並不排除優先採用和解之方式，而和解之代表多為事務所。且訴訟實務上也有事務所判賠之例子產生。現時下，雙簽制度對保障投資人權益並非必要手段。

此外，事務所亦體認到會計師法律責任日益嚴峻的情況下，其因應措施為投保。根據會計師事務所服務業調查報告之資料顯示，相對於民國 93 年目前聯合會計師事務所投保家數已成長 186%。同時保險公司也指出，事務所投保時，其保費之主要考量因素為事務所財務簽證之比重占總業務之百分比、懲戒之紀錄、事務所規模及執業會計師之多寡⁶。

表二 民國93年至101年事務所投保情形

年度	聯合開業	單獨開業
93	14	10
94	18	14
95	19	12
96	22	23
97	30	21
98	28	18
99	28	23
100	24	21
101	40	24

資料來源：93 年至 101 年會計師事務所服務業調查報告

3. 雙簽制度之成效

雖然兩位簽證會計負擔相同之法律責任，但兩者基於成本利益之考量，並不可能做重複之工作，因此瞭解實務上之運作後，可發現對於簽證案件工作規劃進行、主要事項之決定及與客戶關係之維護等，還是以主辦會計師為主，副簽會計師對於前述事項之參與程度相對較低，其主要執行工作乃是對工作底稿或報告進行額外的複核。此外，亦有實證指出現行審計實務上，雖採雙簽制度，但從客戶重要性對審計品質造成影響的角度觀察，主辦會計師才是與審計品質有直接關係（李建然等人 2013）。因此，受訪者一致認為雙簽制度成效有限。

二、瞭解審計第44號及46號公報於實務上運作之成效

會計師界認為現行之事務所品質管制制度下之品質管制複核人員已可執行當時主管機關擬賦予副簽會計師擔任之角色。然而，主管機關認為品質管制

⁶ 資料來源於研究者對有承保「會計師專業責任保險」之保險公司之採訪。

複核人員與副簽會計師由於背負之法律責任有所不同，對其能否盡到相同程度之專業上應有注意，有待衡酌。因此，本段落將透過瞭解品質管制複核人員於實務之運作，並與副簽會計師作一比較，以瞭解兩者是否有所有互相取代之可能性。

五所事務所針對公開發行以上之公司，皆規定其執行品質管制複核者必為會計師。選任方式皆由事務所指派。可知品質管制複核人員之選任、資格與副簽會計師相似。

惟其應執行之複核範圍在大型及中型事務所內有所差異。大型事務所因與國際事務所結盟，所以制度規範以國外為主，因此，其品質管制制度並非於98年後才開始加強關注，其規範較為完善。且品質管制複核人員所執行之工作要求比副簽會計師來的嚴格，例如規定品質管制複核人員每一案件至少參與多少小時而副簽會計師則無或者複核範圍大於副簽會計師等。再者，品質管制複核人員並非僅於案件之最後複核，而是案件執行過程中持續參與以確保事務所出具報告之品質。可知在大型事務所中，副簽會計師扮演的角色僅系因法令要求而設置。至於實際參與情況為何，仍是仰賴會計師個人之決定。

中型事務所因資源不如大型事務所，因此在規範上尚不及大型事務所。其雖皆有設置品質管制複核人員但其限於時間之壓力，多僅確認查核程序是否確實執行，重大事項、歧見及結論是否合理，若要落實其複核制度尚須時間之發展。

此外，學者認為副簽會計師理論上因有參與決策，其功能應不同於品質管制複核人員。但會計師皆認為實務上副簽會計師之主要工作就為對主辦會計師之工作進行複核，此一功能與品質管制複核人員相同。因此，兩者之間應可互相取代。

而主管機關顧慮到品質複核會計師與簽證會計師所承擔之責任不同，能否盡到相同程度之專業上應有注意，有待衡酌。針對此點，會計師認同法律責任的確會影響其工作之仔細程度。但亦認為在品質管制制度完全落實下，其差異不大。

三、改變現狀之看法

雙簽制度於現時環境下確實存在一些問題，因此以下就「雙簽制度」是否有存在之必要性及若要改變現狀，則何種改革方式較佳之兩面向分析。

1. 「雙簽制度」是否有存在之必要性？

會計師修法後，已明確規範聯合會計師事務所為聯合組織，非簽證之合夥會計師亦負連帶賠償責任。致使雙簽制度目的之一「保障投資人」之功能不再，因為無論是否有兩位簽證會計師，其賠償金額並不因此更改。此外，雖然個別案件審計品質之確保仍有賴案件主辦會計師盡專業應有之注意、對於查核團隊

適時之督導與否，但採行此非簽證之合夥會計師亦負連帶賠償責任類似「連坐法」方式，除讓會計師瞭解審計失敗之影響非僅他一人外，提高自律，亦可促使事務所必須強化其品質管制制度，進而提升案件之審計品質。

至於雙簽制度另一目的「品質管制」之部份，會計師認為可以「事務所品質管制制度」取代之。學者則認為兩者功能不同無法互相取代，但認同事務所品質管制制度完全落實下，雙簽制度無存在之必要性。

此外，所有受訪者一致認為簽證會計師之多寡應視案件複雜程度來指派，而非死板規定兩位簽證會計師，致使案件無法有效率之執行。

2. 若要改變現狀，則何種改革方式較佳？

針對此一問題，受訪者之意見主要可從兩種方向進行討論，其一認為雙簽制度改以會計師事務及主辦會計師為法律責任主體（單簽制度）之方式較佳，其二則是認為以會計師事務所為法律責任主體之方式較佳。其理由分述如下：

(1) 贊同單簽制度之理由

現行審計準則相關規範主要針對主辦會計師，因此，主辦會計師為案件之品質管控人。且國際潮流主要是朝向單簽制度發展，我國應與國際接軌。此改革方向最為多數人認同之方式。

(2) 贊同以事務所為法律責任主體之理由

查核簽證並非僅由一位會計師獨立完成，查核工作的進行必須仰賴事務所之幫助。因此，以會計師事務所名義進行簽證，可讓每一位執業會計師瞭解自身的審計失敗將影響整個事務所的聲譽，在此壓力下，事務所會有更強烈的誘因實施更嚴謹之品質管制制度，以改善事務所整體的審計品質。對投資人的保障而言，除了提升審計品質減少弊案發生的機率外，假若弊案爆發，事務所整體合夥人之賠償可能性也比會計師個人高，對投資人來說是更有保障的。至於主辦會計師是誰則可從工作底稿中得知，行政及刑事責任亦有人負責。

伍、結論與建議

會計師查核報告將影響投資人、債權人之決策，因此會計師主管機關從保障投資人權益及品質管制之目的於民國 1983 年設立了雙簽制度。然而，時至今日，會計師為確保查核簽證之價值也與主管機關積極的建立多項確保會計師查核品質之機制，如會計師考試制度之改善、持續進修之強制、審計準則之建立及會計師法律責任越臻完善等，使得會計師執業環境及法律責任已有重大之變化。此情況下，力霸案的爆發，更突顯出目前雙簽制度的法制與實務之分歧。因此本研究旨在透過深度訪談之方式，瞭解現時環境下，雙簽制度存在的必要性，並研擬強化我國會計師查核簽證制度及解決現行爭議事項之建議，以提供

主管機關作為未來政策規劃之參考。

本研究結果發現，受訪者一致認為若以保障投資人之角度觀察，雙簽制度已非必要手段。至於品質管制則可從事務所品質管制制度著手，待落實後即可廢除雙簽制度並朝以會計師事務及主辦會計師為法律責任主體之改革方向進行。此外，本研究亦建議雖相關觀念隨時間已有轉變，但為確立民事賠償以會計師事務所為主體，可由加強法官對於會計及審計之專業知識部份著手，令法官更加瞭解會計及審計產業之特質，以利做出更適宜之判決。

在研究建議部份，雖本研究經統計得出我國上市櫃簽證業務有 95% 皆由四家大型事務所及八家中型事務所承攬。但受限於時間因素並未訪問四大及八中之外之事務所，然不同規模之事務所可能存在不同之立場與觀點，建議後續研究能朝此方向進行研究。

參考文獻

- 立法院公報第 99 卷第 51 期質詢答復。
- 立法院公報第 99 卷第 46 期院會紀錄。
- 李建然與許書偉，2010，各國對公開發行公司財務報告會計師查核簽證制度及相關配套措施之法制規範及實務運作情況之探討，臺灣證券交易所委託專題研究。
- 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 卷第 2 期：147-174。
- 林孝倫與林嬋娟，2013，台灣審計研究之回顧與前瞻，會計審計論叢，第 3 卷第 1 期：1-47。
- 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，臺大法學論叢，第 39 卷第 3 期：223-288。
- 徐谷楨，2010，四大會計師公會聯手 推動廢除雙簽制 會計界擬好說帖送金管會 透過立院辦公聽會要求修法，經濟日報，2013 年 6 月，取自 <http://edn.udn.com/article/view.jsp?aid=252927>。
- 張益民，1986，公開發行公司會計師雙簽制度與審計風險關聯性之研究，國立臺北政治大學系碩士班論文，未出版，臺北。
- 陳玫如，2011，會計師雙簽制度在現時環境下之探討，國立臺北大學會計學系碩士班論文，未出版，臺北。
- 陳慧玲、張瑀珊與顏信輝，2012，會計查核報告簽章方式之探討：司法與證券監理人員之看法，會計審計論叢，第 2 卷第 1 期：1-30。
- Bush, T., S. Sunder, and S. Fearnley. 2007. Auditor liability reforms in the UK and the US: A comparative review. Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1011235>.
- Carcello, V. J., and L. Chen. 2013. Costs and benefits of requiring an engagement partner signature: Recent experience in the United Kingdom. *The Accounting Review* 88(5): 1511-1546.
- Piot, C. 2005. Auditor reputation and model of governance: A comparison of France, Germany and Canada. *International Journal of Auditing* 9: 21-44.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). <http://pcaobus.org/>
- Melumad, N.D., and L. Thoman. 1990. On auditors and the courts in an adverse selection

setting. *Journal of Accounting Research* 28: 77-120.

Moore, G., and W. R. Scott. 1989. Auditors' legal liability, collusion with management, and investors' loss. *Contemporary Accounting Research* 5: 754-774.

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: 941-972.

Wet toezicht accountants organisation (Law on Audit Firm Supervision). 2006. Article 29.

品牌價值與企業社會責任關聯性之探討

蕭志怡
交通大學

摘要

企業社會責任的觀念已是全球產學界關心的議題，惟目前對企業社會責任四個主要面向與其品牌價值之關係尚未有完整之實證性研究。本研究嘗試透過日本 Hirose 品牌鑑價模型，探討公司治理、企業承諾、社會參與、以及環境保護等四個企業社會責任變數與企業品牌資產間之關聯性，期能提供未來企業經營策略與學術研究發展之參考。本文實證結果發現，在不區分產業別的情況下，社會參與變數對品牌價值產生負向遞延效果。惟在進一步區分產業別後，電子產業之公司治理變數對當期與遞延品牌價值具有正向影響，而社會責任對電子產業當期品牌價值仍有負向影響。

關鍵詞：品牌價值、企業社會責任

The Relationship between Brand Value and Corporate Social Responsibility

Chih-Yi Hsiao

National Chiao Tung University

Abstract

The concept of corporate social responsibility (CSR) has been gaining increasing attention among educators, administrators, and policy makers over the last decade. However, no research has been found in examining the relationships between the brand value and the four main aspects of CSR including corporate governance, organizational commitment, environmental protection, and social participation. In this study, we adopt the HIROSE model to investigate the relationship between the brand value and the four aspects of CSR. Our empirical findings in the whole sample show that the social participation produces a negative lag effect on the brand value. However, the corporate governance in the electronics industry has positive concurrent and lag effects on the brand value. And, the social participation variable has a negative concurrent effect on the electronics enterprise brands. This paper would provide useful insights on the issue of brand management.

Keywords: *Brand value, Corporate social responsibility*

壹、前言

企業社會責任 (corporate social responsibility, CSR) 現在已漸成為全球議題，例如，近年來發生的富士康員工跳樓事件、及近期大統、頂新集團黑心食品引起社會大眾抵制與政府嚴厲制裁、及 2014 年甚至有立法委員提出「公益公司法」草案，並主張行政院應將 2014 年訂為社會企業元年以期帶領台灣成為具有企業社會責任的社會，由這種種跡象可看出企業社會責任被重視的程度。在各企業致力於社會責任的同時，這些行為對公司形象的影響更為企業經營者所關切。Dorsey (2008) 以寶路 (Pedigree) 公司為例，說明企業社會責任、品牌與公益慈善是企業對外溝通的絕佳組合。依據美國行銷學會的定義，品牌係一個名稱 (name)、詞語 (term)、標誌 (sign)、象徵 (symbol)、以及設計 (design)，或是上述各項的組合，以藉此辨識出一個或一群消費者的產品或服務，進而與競爭者的產品或服務有所區別。而由財務的角度而言，品牌就是一種無形資產，可以創造企業未來價值的。黃筱如 (2012) 以 Diago 為例，進行實證研究顯示：社會責任融入企業營運之中，不僅有效降低產業中的營運風險及成本、增加核心能耐以創造產業內的競爭優勢、更協同利害相關人進行價值創造，最重要的是維護企業品牌聲譽，使其業務更具合法性，累積消費者新中的品牌形象並達成品牌價值的提昇。企業社會責任須花費公司相當的成本，惟是否為公司帶來了無形商譽與良好形象，值得深入探討。

企業社會責任的涵蓋範圍非常廣泛，世界企業永續發展協會 (World Business Council for Sustainability and Development, WBCSD) 對企業社會責任定義為：「企業社會責任是企業承諾持續遵守道德規範，為經濟發展做出貢獻，並且改善員工及其家庭、當地整體社區、社會的生活品質」。由此可知，企業在經營上須對所有的利害關係人 (stakeholders) 負責，而不只是對股東 (stockholders) 負責。另外，美國道瓊永續指數 (Dow Jones Sustainability Index) 將企業社會責任分為經濟、環境、以及社會等三個面向，並以為篩選其成份股之標準。

目前國內外關於企業社會責任與品牌價值關聯性的議題已做過許多研究，例如呂東英 (2014) 表示，公司治理關注企業各項發展機制，是企業各項發展能力的基礎。黃怡瑄 (2007) 對臺北市國民小學品牌管理策略與教師組織承諾關係進行研究，實證結果獲得正相關的研究結論。de Beer (2008) 認為，維持良好的公司治理可以提高企業的品牌與價值。Jenewein and Mühlmeier (2008) 研究發現，提高組織承諾便會有效影響內部品牌，提高公司經營成果。Silverman (2011) 對 CRO (Corporate Responsibility Officer) 公布評選出企業社會責任優良的公司與其品牌價值分析其相關性，結果發現企業社會責任與品牌價值間具有關聯性。以上學者僅探討企業社會責任之某種面向與品牌價值間之關聯，而目前尚未有研究從企業社會責任之多項層面檢驗對品牌價值之影

響。因此，本文依據天下雜誌評選「天下企業公民獎」的標準，從「公司治理」(corporate governance)、「企業承諾」(organizational commitment)、「環境保護」(environmental protection)以及「社會參與」(social participation)等四大面向，進行企業社會責任多重因子與品牌價值關聯性的研究，期能更深入並完整瞭解企業社會責任與品牌價值間之關係，以提供學術與企業界對於品牌經營與社會責任等主題研究與決策之參考。

貳、文獻探討

企業社會責任的觀念明顯快速提高，主要是自從 2000 年網路泡沫化與 2001 年美國安隆、世界通訊等大企業醜聞爆發後，投資人轉而重視公司是否具有永續發展的理念、公司治理是否確實執行、以及對社會回饋的貢獻程度，使得國際間對於企業社會責任的觀念更加重視。世界企業永續發展協會(WBCSD)對「企業社會責任」的定義為：「企業承諾持續遵守道德規範，為經濟發展做出貢獻，並且改善員工及其家庭、當地整體社區、社會的生活品質」，並將其涵蓋範圍劃分為人權、員工、環境保護、社會參與、供應商、以及利害關係人等六類；而美國道瓊永續指數對企業社會責任分為經濟層面、環境層面、以及社會層面。國內天下雜誌則參考聯合國綱領、OECD、以及美國道瓊永續指數等國際指標與評量方法，將企業社會責任劃分為「公司治理」、「企業承諾」、「社會參與」、「環境保護」四大面向。

根據經濟合作暨發展組織(OECD)之定義，「公司治理」是泛指規範企業、其管理階層、董事(監)會、股東與其他利害關係人之間關係的架構，並可透過這種機制釐定公司的營運目標，以及落實該等目標的達成與營運績效的監測，Maretto (2011) 研究顯示，公司治理對於企業運作是有正向顯著影響的。而「企業承諾」又稱為「組織承諾」，是指對於組織的認同、投入以及忠誠的行為，因此不僅包含了企業對員工的培育的承諾，也擴及到企業對消費者產品與服務的承諾。尹衍樑(1988)歸納管理學者的研究發現，認為組織承諾對於組織的人員穩定度與任務績效的提高有很大幫助。谷曉茜(2003)研究，當員工對組織認定及品牌認定愈強，對組織認同及品牌認同成正面影響；當組織認同及品牌認同愈強，對員工效能愈具正面影響。由以上研究可知，企業承諾是公司穩定營運的重要後盾，也是創造品牌價值不可缺少的因素。

「社會參與」是指透過投入社會各種活動與社會保持互動，是一種動態的概念，內容包括了酬勞的工作及志願性的社區參與等(張怡 2003; Bukov 2002)。施懿倫(2013)表示，貼近社會的活動，可增加消費者對品牌的認識，進而與社會公益串連，營造品牌的正向氛圍。Kotler and Lee (2006)認為公益事業可與企業策略做緊密的結合，透過公益事業可拓展更多的商業機會，也可對公司的品牌價值有所貢獻。Porter and Kramer (2002)亦認為，將社會責任

與經營策略相結合是企業未來競爭力的來源。根據 Wolfgang Engelhardt (1989)，將「環境保護」定義為，達到以下三個目的所做一切必要措施之總稱，分別為(一)給予人類一個為其健康及尊嚴所必需的自然環境之保證；(二)保護土地、空氣、水、動物、植物，防止人類因干涉行為，導致不良之後果；(三)消除因人類干涉而引起之傷害與害處。江誠榮(2003)認為：「環境保護不只是污染防治的技術問題，對企業而言，是政策與策略的問題，是結構與管理的問題，也是投資與利益的問題，更是社會責任和公司生存的問題，環境保護可說是企業永續經營中最重要的一環。」。

品牌的主要目的是用來區別與競爭者的產品或服務，換句話說，品牌有辨識及保護廠商的功能，使廠商在進行行銷時，其產品與其他競爭者的差別性可以突顯出來，而使消費者有明確的認知，因而有效推展產品。品牌權益 (brand equity) 的概念是 1980 年代所興起的重要行銷概念之一，但品牌權益截至目前尚無明確的定義。品牌權益指的是品牌名稱對該產品所提供的價值，具有正向權益水準的品牌即是公司資產的一部份；亦可說，品牌權益是品牌優勢與品牌價值之整合，品牌優勢的來源主要來自於消費者和企業的認知和行為，使其享有持久且差異化的競爭優勢。Aaker (1991) 認為品牌權益源自於五個部分：品牌忠誠度 (brand loyalty)、品牌知名度 (brand awareness)、知覺品質 (perceived quality)、品牌聯想 (brand association) 與其他專屬品牌資產 (specificity assets)。在行銷的觀點上，Aaker (1992) 認為品牌權益是以品牌、品牌名稱及符號提供給消費者的產品或服務，所產生的資產與負債。在財務觀點上，Bonner and Nelsen (1985) 認為品牌權益是為依附於品牌名稱的商譽；Brasco (1988) 認為品牌權益是公司的無形資產，是目前現金盈餘及未來盈餘的折現值；Tauber (1988) 認為品牌權益是預期品牌能賺取的利用價值。

品牌價值的鑑價方式，國內外有許多學者提出不同模式，但至今尚無共識，大致可分為財務面與行銷面。行銷面是從品牌忠誠度等作為評價的考慮因素，認為品牌權益必須由顧客面基礎所得到的資料來評估，再將其評估結果反應在公司財務價值上，較具代表性的有 Young & Rubicam 的品牌資產標量模型。財務面主要偏向會計帳務在財務報表的入帳、購併時的議價等，認為品牌權益的衡量應依據客觀市場資料而來的財務數據的基礎上，才能合理地進行橫斷面資料做評估與比較，常見的方式有：市場基礎法、成本基礎法、收入基礎法及品牌優勢分析法四種。目前各國結合財務面與行銷面所發展出的各種品牌鑑價模型中，較具代表性的則有英國 Interbrand、德國 BBDO 及日本廣瀨義州教授的 Hirose 品牌鑑價模型等。

品牌價值與企業社會責任近來已成為全球關注的議題，此兩者的關聯性，國內外學者及管理專家已做過許多實證研究，研究結果包含正面與負面的結論。Quazi (2003) 與 Moneva and Ortas (2008) 認為，公司要對股東負責，任何增加成本的行為將會對企業經營績效產生不良的後果。Waddock and Graves

(1997) 認為，公司實施企業社會責任所帶來的成本增加，將會使企業在競爭對手中處於不利的地位。McWilliams and Siegel (2001) 指出，企業社會責任可以創造企業的聲譽，因此消費者會傾向去嘗試這些企業的產品。Gelb and Strawser (2001) 的研究發現，品牌價值與企業社會責任之間存在著正相關。Roberts and Dowling (2002) 觀察有較高聲譽的企業，隨著時間的累積，也能維持較好的利潤。Fan (2005) 指出，公司品牌就是企業聲譽的核心要素。Melo and Galan (2011) 實證結果不僅得到企業社會責任與品牌價值為正相關外，亦認為品牌價值是一個相較市場為基礎的績效更敏感的表現衡量指標。Silverman (2011) 針對 CRO (Corporate Responsibility Officer) 公布評選出企業社會責任優良的公司，與其 Interbrand 品牌價值做相關性研究，結果表明了企業社會責任與品牌價值間是具有關聯性的。

然而，以上學者僅探討企業社會責任之整體或某種面向與品牌價值間之關聯，而目前尚未有從企業社會責任之多項層面測試對品牌價值影響之研究。因此，本文從「公司治理」、「企業承諾」、「環境保護」、以及「社會參與」等四大面向，探討企業社會責任多重因子與品牌價值之關聯性，並依據以上文獻，建立以下假說：

H1: 在其他情況不變的情形下，企業公司治理表現對品牌價值具有正向關聯性。

H2: 在其他情況不變的情形下，企業承諾表現對品牌價值具有正向關聯性。

H3: 在其他情況不變的情形下，企業社會參與對品牌價值具有正向關聯性。

H4: 在其他情況不變的情形下，企業環境保護對品牌價值具有正向關聯性。

本研究結果期能提供對品牌價值與企業社會責任兩者之間的相關性有更深入的了解，並提供一個參考的方向。

叁、研究方法

國內舉辦企業社會責任的評選機構中，天下雜誌主辦的歷史最悠久，且其評選所依據的標準與規範均為全球所熟知極具代表性的權威機構，另考量天下雜誌所評選出的企業家數較其他機構為多，有助於本研究擴大研究樣本數目，以使本研究的研究結果更為客觀。基於以上理由，本研究將採用 2007 年至 2010 年天下雜誌「企業公民獎 Top 50」大型企業得主做為研究的對象。資料來源以台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫為主，台灣證券交易所公開資訊觀測站所發佈之財務報告電子書與智慧財產局查詢之商標權與專利權資訊為輔。本研究樣本中有下列情形則予以刪除：

1. 發生財務困難、全額交割或已下市者，不列入研究樣本。

2. 由於樣本中金控業及工程承攬類因行業特性較為特殊，因此不列入研究樣本。
3. 樣本中有資料不足者予以剔除。
4. 各變數中超過三個標準差的極端值予以剔除。

經採以上標準刪除不合格樣本後，列入研究之樣本總數為 54 個。

目前雖已有各種品牌鑑價模型，但品牌為企業帶來的未來效益，仍難以公平合理方式將其數據化。日本早稻田大學教授廣瀨義洲（Yishikuni Hirose）認為：「品牌價值如果要計入財報，一定要符合會計準則，不同的人計算，都要獲得相同的結果；換句話說，就是必須可以被重複檢驗」。日本經濟產業省於 2001 年 7 月成立品牌鑑價委員會，由早稻田大學廣瀨義州教授主導，研究委員包括大學教授、會計師、律師、企業、金融機關研究員等相關專業人士對共 28 名，研究期間陸續完成 Hirose 品牌鑑價模型及其相關報告，對品牌衡量提供可以量化及客觀之計價基礎，而成為 Hirose 模型的優點。因此，本研究採用日本經濟產業省於 2002 年所提出的 Hirose 品牌鑑價模型來計算台灣「天下雜誌企業公民獎 Top 50」企業之品牌價值，並與其企業社會責任四大構面之得分進行關聯性之研究與分析。

HIROSE 模型主要是將品牌價值的觀念，區分為三個指標：即品牌價格優勢（Prestige Driver, PD）、品牌忠誠度（Loyalty Driver, LD）、以及品牌擴張力（Expansion Driver, ED），並依據財務報表的歷史資訊，合理推算出未來的現金流量，綜合此三項指標數據，計算出品牌價值。若以數學計算式表達，則如下所示：

$$\text{Brand Value (BV)} = f_x(\text{PD}, \text{LD}, \text{ED}, r), r = \text{折現率}$$

價格優勢是來自於品牌的可靠度，與競爭者相較之下，公司可以用相對較高的價格出售產品，而價格溢酬部分可劃分為來自品牌的因素（以品牌管理成本率計算）與技術力等品牌以外因素等兩部分，但由於品牌管理成本並未在財務報表上明確標明，故以廣告宣傳費（A）比率代用之。其計算公式如下：

$$\text{PD} = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left[\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right] \times \frac{A_i}{\text{OE}_i} \right\} \times C_0$$

其中， S_i = 樣本公司銷貨收入

S^* = 基準公司銷貨收入

C_i = 樣本公司銷貨成本

C^* = 基準公司銷貨成本

A_i = 廣告支出或基於創造品牌所支出之費用

OE_i = 營業費用

因顧客對品牌的偏好可以確保穩定的銷售量，HIROSE 模型則以市場佔有率代表品牌忠誠度 (LD)，惟因會觸及企業的商業秘密，因此以銷貨成本來顯示銷售數量的穩定性，代表忠誠顧客度的指標，並以過去五年銷售成本的平均數據求算。公式如下：

$$LD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c}$$

其中， μ_c = 銷貨成本五年平均數

σ_c = 銷貨成本標準差

由於知名的品牌認知度高，有利於擴張經營，因此 HIROSE 模型之品牌擴張力 (ED) 先以海外銷售額成長率做為海外發展的指標；另外在類似行業和不同業別之銷售額上，則以非本業銷售額成長率做為衡量擴張之另一指標。此外，當海外銷售額和非本業銷售額無成長或是呈現赤字狀況，則將 ED 設定為 1，表示 ED 對品牌價值沒有貢獻。計算公式如下：

$$ED = \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left[\frac{SO_i}{SO_{i-1}} + 1 \right] \right\} + \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left[\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right] \right\}$$

其中， SO_i = 海外銷貨收入

SX_i = 非本業銷貨收入

在自變數方面，則使用天下雜誌「企業公民獎 Top 50」中對企業「公司治理」、「企業承諾」、「環境保護」、以及「社會參與」等四大面向之評分數據；另外在控制變數方面，本文係參考蕭友華 (2005) 研究，將公司成立年數與取得商標權總數兩者納入於品牌資產模型，並參考高珮婷 (2008) 對研發創新與品牌價值相關的研究，將專利權總數列為本研究模型的控制變數。另外，亦考慮公司有連續獲獎之情形，而以虛擬變數衡量之。

因此，本文建立如下迴歸模型以測試各項假說：

$$BV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 CP_{it} + \alpha_3 SP_{it} + \alpha_4 EP_{it} + \alpha_5 YEAR_{it} + \alpha_6 TR_{it} \\ + \alpha_7 PR_{it} + \alpha_8 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

符號說明：

BV_{it} ：代表第 i 家公司第 t 年品牌價值的自然對數。

CG_{it} ：代表第 i 家公司第 t 年的公司治理分數等級。

CP_{it} ：代表第 i 家公司第 t 年的企業承諾分數等級。

SP_{it} ：代表第 i 家公司第 t 年的社會參與分數等級。

EP_{it} ：代表第 i 家公司第 t 年的環境保護分數等級。

$YEAR_{it}$ ：代表第 i 家公司截至第 t 年公司成立年數的等級。

TR_{it} ：代表第 i 家公司截至第 t 年商標權取得數的自然對數。

PR_{it} ：代表第 i 家公司截至第 t 年專利權取得數的自然對數。

CR_i ：第 i 家公司若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為 1，若否，則為 0。

肆、實證結果分析

本研究樣本為天下雜誌「天下企業公民獎 Top 50」大型企業得主，研究期間為 2007 年至 2010 年，經資料蒐集整理並剔除不完整之樣本後，利用 SPSS 及 STATA 統計軟體對樣本作分析，其敘述統計量如表一所示。

表一 樣本變數之敘述性統計(N=54)

	最小值—最大值	平均數	標準差
BV	-6.74—1.16	-2.44	1.99
CG	1.00—5.00	3.37	1.47
CP	1.00—5.00	3.07	1.40
SP	1.00—5.00	3.19	1.53
EP	1.00—5.00	3.07	1.53
YEAR	1.00—3.00	1.91	0.78
TR	1.79—8.03	4.83	1.53
PR	1.10—8.91	5.80	1.83
CR	0.00—1.00	0.28	0.45

符號說明：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為 1，若否，則為 0。

另外，本研究並對各變數進行相關性分析，由表二之實證結果中可以發現，商標權與品牌價值呈正相關。而企業社會責任的四大面向互相之間均呈正向相關，然而成立年數與品牌價值呈負向顯著相關，是故本文將另進行敏感性分析測試。

表二 樣本變數之 Pearson 相關係數(N=54)

	BV	CG	CP	SP	EP	YEAR	TR	PR	CR
BV	—	0.17	0.12	0.00	0.15	-0.35**	0.52***	-0.05	0.01
CG	0.17	—	0.67***	0.55***	0.29**	-0.41***	0.08	0.34**	0.10
CP	0.12	0.67***	—	0.56***	0.54***	-0.22	0.04	0.52***	0.09
SP	0.00	0.55***	0.56***	—	0.59***	0.09	0.20	0.34**	0.22
EP	0.15	0.29**	0.54***	0.59***	—	0.15	0.18	0.54***	0.22
YEAR	-0.35**	-0.41***	-0.22	0.09	0.15	—	0.13	0.02	0.07
TR	0.52***	0.08	0.04	0.20	0.18	0.13	—	-0.24*	-0.02
PR	-0.05	0.34**	0.52***	0.34**	0.54***	0.02	-0.24*	—	0.08
CR	0.01	0.10	0.09	0.22	0.22	0.07	-0.02	0.08	—

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

表三之迴歸結果顯示，整體來看，本研究樣本的企業社會責任四大面向與品牌價值相關性並未顯著，但經過表四之分量迴歸分析後，發現品牌價值愈高的企業，其企業社會責任各面向對品牌價值均有顯著影響，惟在公司治理與社會參與面向呈現負向影響。因此，本人將進一步實施敏感性分析，探討對其相關程度是否有所改變。

表三 OLS 迴歸模型之實證結果(N=54)

$$BV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 CP_{it} + \alpha_3 SP_{it} + \alpha_4 EP_{it} + \alpha_5 YEAR_{it} + \alpha_6 TR_{it} + \alpha_7 PR_{it} + \alpha_8 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	係數	t 值
常數		-3.343***
CG	-0.025	-0.140
CP	-0.031	-0.178
SP	-0.206	-1.269
EP	0.196	1.194
YEAR	-0.455	-3.437***
TR	0.604	4.937***
PR	0.086	0.576
CR	0.055	0.496
Adj R ²	0.398	
F統計值	5.388***	

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

表四 分量迴歸模型之實證結果

	BV 5%	BV 25%	BV 50%	BV 75%	BV 95%
CR	0.180 (0.577)	0.239 (0.741)	-0.009 (0.992)	-0.531 (0.239)	0.163 (0.074)*
CG	0.733 (0.000)***	0.235 (0.516)	-0.122 (0.785)	0.047 (0.851)	-0.315 (0.000)***
CP	-0.765 (0.000)***	-0.469 (0.215)	0.004 (0.993)	-0.226 (0.413)	0.355 (0.000)***
SP	-0.091 (0.386)	-0.149 (0.622)	-0.365 (0.332)	-0.439 (0.048)**	-0.370 (0.000)***
EP	-0.004 (0.967)	0.228 (0.535)	0.301 (0.431)	0.407 (0.026)**	0.007 (0.837)
YEAR	-0.734 (0.000)***	-1.199 (0.049)**	-1.281 (0.045)**	-1.271 (0.000)***	-1.706 (0.000)***
TR	1.523 (0.000)***	1.231 (0.000)***	0.849 (0.002)***	1.013 (0.000)***	0.680 (0.000)***
PR	0.621 (0.006)***	0.415 (0.143)	0.138 (0.637)	-0.112 (0.406)	-0.552 (0.000)***
_cons	-13.697 (0.000)***	-9.313 (0.000)***	-4.527 (0.054)*	-2.369 (0.062)*	3.722 (0.000)***
<i>N</i>	54	54	54	54	54
adj. <i>R</i> ²	0.5400	0.4095	0.3725	0.4092	0.4272

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

且由於考量企業社會責任的四大面向對之品牌價值影響非一蹴可幾的，因此將所有樣本考慮時間性差異，即將企業社會責任的四大面向的變數採用財務報表年度前一年的數據，然後再次執行迴歸分析。在表五之實證結果發現，此考慮時間差異的迴歸測試結果中，整體樣本在社會責任對品牌價值呈負向顯著相關，且由表六分量迴歸結果可看出，尤其在品牌價值偏低的樣本中，企業社會責任四大面向對品牌價值均為負向顯著影響，這代表在社會責任的投入愈高，反而降低了未來的品牌價值。但值得注意的是，品牌價值較高的企業，在公司治理面向已轉變為發揮正面影響。

表五 OLS 迴歸模型之實證結果—考慮時間差異(N=37)

$$BV_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 CP_{it} + \alpha_3 SP_{it} + \alpha_4 EP_{it} + \alpha_5 YEAR_{it+1} + \alpha_6 TR_{it+1} + \alpha_7 PR_{it+1} + \alpha_8 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	係數	t 值
常數		-5.888 ^{***}
CG	0.293	1.454
CP	-0.057	-0.275
SP	-0.452	-2.083 ^{**}
EP	-0.006	-0.029
YEAR	-0.164	-1.213
TR	0.824	6.027 ^{***}
PR	0.459	2.735 ^{**}
CR	0.041	0.307
Adj R ²	0.527	
F統計值	6.018 ^{***}	

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

表六 分量迴歸模型之實證結果—考慮時間差異

	BV 5%	BV 25%	BV 50%	BV 75%	BV 95%
CR	0.382 (0.000)***	-0.117 (0.723)	0.020 (0.969)	-0.206 (0.832)	0.538 (0.000)***
CG	-0.132 (0.000)***	0.0001 (0.999)	0.033 (0.836)	0.401 (0.138)	0.469 (0.000)***
CP	-0.084 (0.002)***	0.052 (0.676)	0.003 (0.988)	0.146 (0.634)	-0.042 (0.289)
SP	-0.126 (0.000)***	0.011 (0.951)	-0.320 (0.215)	-0.784 (0.056)*	-0.930 (0.000)***
EP	-0.575 (0.000)***	-0.512 (0.014)**	-0.067 (0.755)	0.319 (0.317)	0.512 (0.000)***
YEAR	0.298 (0.000)***	0.407 (0.071)*	-0.264 (0.444)	-0.449 (0.237)	-0.672 (0.000)***
TR	1.715 (0.000)***	1.645 (0.000)***	0.846 (0.000)***	0.882 (0.000)***	0.860 (0.000)***
PR	1.030 (0.000)***	0.698 (0.000)***	0.122 (0.420)	0.181 (0.332)	0.279 (0.000)***
_cons	-16.159 (0.000)***	-14.736 (0.000)***	-6.013 (0.000)***	-6.896 (0.000)***	-6.926 (0.000)***
<i>N</i>	37	37	37	37	37
adj. <i>R</i> ²	0.6818	0.4625	0.3683	0.4848	0.5509

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

由於電子產業不論是在產品生命週期、訂價策略、以及發展方向等均與其他產業差異較大，因此本文從自所有研究樣本中，選取電子產業再次執行迴歸分析。由表七之迴歸結果中可以發現，電子業的公司治理與品牌價值呈現顯著正向相關，顯示電子業公司治理有利於品牌價值之提升，且由表八分量迴歸結果中更深入發現，電子業公司治理對品牌價值是呈正面影響的，在品牌價值偏低與偏高的樣本中影響尤為顯著。然而，社會參與對品牌價值呈現負向顯著相關，顯示電子公司社會參與不利於品牌價值，這與 Waddock and Graves (1997) 研究的結論相同。

表七 OLS 迴歸模型之實證結果－電子產業(N=39)

$$BV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 CP_{it} + \alpha_3 SP_{it} + \alpha_4 EP_{it} + \alpha_5 YEAR_{it} + \alpha_6 TR_{it} + \alpha_7 PR_{it} + \alpha_8 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	係數	t 值
常數		-4.347 ^{***}
CG	0.446	2.235 ^{**}
CP	-0.164	-0.865
SP	-0.544	-2.244 ^{**}
EP	0.143	0.592
YEAR	-0.371	-2.324 ^{**}
TR	0.538	3.647 ^{***}
PR	0.386	2.008 [*]
CR	0.156	1.299
Adj R ²	0.510	
F統計值	5.953 ^{***}	

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

表八 分量迴歸模型之實證結果－電子產業

	BV 5%	BV 25%	BV 50%	BV 75%	BV 95%
CR	0.876 (0.000)***	0.525 (0.101)	0.214 (0.340)	-0.401 (0.758)	0.861 (0.000)***
CG	1.326 (0.000)***	1.322 (0.000)***	0.470 (0.001)***	0.405 (0.548)	0.475 (0.000)***
CP	-0.427 (0.000)***	-0.952 (0.000)***	-0.216 (0.027)**	-0.261 (0.726)	-0.130 (0.000)***
SP	-0.645 (0.000)***	-0.872 (0.000)***	-0.620 (0.000)***	-0.419 (0.507)	-0.498 (0.000)***
EP	0.318 (0.000)***	0.416 (0.025)**	0.141 (0.223)	0.228 (0.616)	0.105 (0.000)***
YEAR	0.207 (0.000)***	0.020 (0.904)	0.153 (0.306)	-0.910 (0.271)	-0.910 (0.000)***
TR	0.622 (0.000)***	0.514 (0.000)***	0.743 (0.000)***	0.667 (0.233)	0.507 (0.000)***
PR	0.042 (0.000)***	0.161 (0.191)	0.043 (0.489)	-0.162 (0.558)	0.172 (0.000)***
_cons	-10.228 (0.000)***	-7.135 (0.000)***	-5.932 (0.000)***	-2.463 (0.467)	-4.013 (0.000)***
<i>N</i>	39	39	39	39	39
adj. R^2	0.5807	0.3886	0.4207	0.4320	0.5501

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

另外，若同時考慮產業與時間差異因素，即選取電子產業樣本，並將企業社會責任的四大面向變數均採財務報表年度前一年的數據，再次執行迴歸分析。由表九及表十之實證結果發現，與前述相同期間電子產業的測試結果類似，公司治理與品牌價值仍為顯著正相關，但社會參與變數不再呈現負顯著相關，顯示電子業公司治理對品牌價值產生持續性之影響。

表九 OLS迴歸模型之實證結果—電子產業與考慮時間差異(N=27)

$$BV_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 CP_{it} + \alpha_3 SP_{it} + \alpha_4 EP_{it} + \alpha_5 YEAR_{it+1} + \alpha_6 TR_{it+1} + \alpha_7 PR_{it+1} + \alpha_8 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	係數	t 值
常數		-3.321***
CG	0.572	2.048*
CP	-0.327	-1.016
SP	-0.347	-1.081
EP	-0.054	-0.183
YEAR	-0.310	-1.423
TR	0.494	2.292**
PR	0.543	2.147**
CR	0.113	0.697
Adj R ²	0.450	
F統計值	3.661***	

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

表十 分量迴歸模型之實證結果—電子產業與考慮時間差異

	BV 5%	BV 25%	BV 50%	BV 75%	BV 95%
CR	0.962 (0.000)***	0.743 (0.815)	0.409 (0.154)	0.163 (0.883)	-0.090 (0.000)***
CG	-0.1645 (0.000)***	-0.264 (0.885)	-0.026 (0.788)	0.120 (0.781)	0.388 (0.000)***
CP	-0.049 (0.000)***	-0.528 (0.773)	-0.095 (0.582)	-0.189 (0.825)	0.014 (0.000)***
SP	-0.599 (0.000)***	0.093 (0.974)	-0.451 (0.043)**	-0.415 (0.657)	-0.898 (0.000)***
EP	-0.444 (0.000)***	-0.381 (0.868)	0.11255 (0.469)	0.143 (0.806)	0.438 (0.000)***
YEAR	0.315 (0.000)***	-0.982 (0.751)	-0.674 (0.008)***	-0.971 (0.273)	-0.837 (0.000)***
TR	2.694 (0.000)***	1.715 (0.248)	0.898 (0.000)***	1.027 (0.035)**	1.079 (0.000)***
PR	1.159 (0.000)***	0.542 (0.744)	-0.056 (0.572)	0.056 (0.842)	0.236 (0.000)***
_cons	-20.772 (0.000)***	-10.125 (0.562)	-4.108 (0.000)***	-5.004 (0.056)*	-7.033 (0.000)***
<i>N</i>	27	27	27	27	27
adj. <i>R</i> ²	0.6636	0.3519	0.4965	0.6159	0.6585

註：1. 各變數定義如下：BV：代表品牌價值的自然對數；CG：代表公司治理分數等級；CP：代表企業承諾分數等級；SP：代表社會參與分數等級；EP：代表環境保護分數等級；YEAR：代表公司成立年數的等級；TR：代表商標權取得數的自然對數；PR：代表專利權取得數的自然對數；CR：虛擬變數，若為連續兩年（含）以上獲獎公司則設為1，若否，則為0。

2. *表示達0.1顯著水準；**表示達0.05顯著水準；***表示達0.01顯著水準。

伍、結論與建議

企業社會責任的概念，已經逐漸普及到全球各地。企業落實企業社會責任，不僅可以貢獻自身的財力物力去回饋消費者，還可以同時提高企業本身形象，增加公司的商譽，應有助於提高對企業品牌形象的認同度。雖然國內外已有文獻研究企業社會責任與其品牌價值之關係，但目前國內尚無由多向企業社會責任層面去深入探討與品牌價值之相關性。因此，本研究採用日本早稻田大學廣瀨義州（Yishikuni Hirose）教授所發展出之HIROSE品牌鑑價模型為研究方法，以天下雜誌「天下企業公民獎 Top 50」大型企業得主做為研究對象，探討企業社會責任中公司治理、企業承諾、社會參與、以及環境保護等因素對品

牌價值的影響，並進一步考慮產業性質與時間差異因素做相關的敏感性分析。研究結果發現，在不區分產業別的情況下，公司治理、企業承諾、社會參與、以及環境保護等四個企業社會責任之組成要素與品牌價值在同財務期間之關聯性集中反應在品牌價值偏高的企業中，惟公司治理與社會參與是負向顯著影響。而企業社會責任四面向對次一年度企業品牌價值的影響則集中在品牌價值偏低與偏高的企業，但仍為負向顯著相關，不過在品牌價值偏高的企業中，公司治理的正向影響已漸發揮作用。本研究在細分為電子產業後，其公司治理與同財務期間之品牌價值呈正向顯著相關，並且與其次一年度品牌價值呈正向顯著相關，且在品牌價值偏高的企業中，四大面向除了社會參與外，均呈現正向顯著相關，顯示電子產業的公司治理有助於企業品牌價值之持續提升。

依據上述實證結果，電子產業可能由於其公司治理的成效上較非電子產業為佳，而對品牌價值產生正向持續性之影響，因此值得於電子產業之企業努力加強其公司治理機制，以增加其品牌無形資產之價值。另外，雖然全部產業樣本之社會參與變數對次期品牌價值呈負向相關，惟對電子產業而言並未發生負向影響。因此，企業社會責任中社會參與的角色，值得再進一步探討。

由於本研究是從財務方面來衡量品牌價值，而品牌價值係屬無形資產，相較有形資產而言較難量化，未來研究者或可尋求更可靠與完整之衡量工具再進一步探討本文主題。另外，由於本研究所採用的樣本來源-天下雜誌目前僅有四年「企業公民獎」的評比資料，再加上該雜誌僅提供 Top 50 資料，在須剔除資料不足及產業特性特殊的樣本後，可用樣本數量有限，是故建議日後研究者可以擴大樣本來源，以提升資料之廣度與效度。

本研究結果不僅可提供企業界將來行銷與品牌策略制訂的參考外，還可使學術界更加瞭解企業社會責任組成因子與品牌價值之間的關係，另亦可協助政府相關主管單位瞭解國內企業現今經營狀況與特色，以為將來輔導企業發展方向的參考依據。

參考文獻

- 2007 天下企業公民獎 Top 50，天下雜誌，第 367 期：50。
- 2008 天下企業公民獎 Top 50，天下雜誌，第 393 期：42。
- 2009 天下企業公民獎 Top 50，天下雜誌，第 416 期：112-115。
- 2010 天下企業公民獎 Top 50，天下雜誌，第 452 期：133。
- 尹衍樑，1988，組織變革策略對組織承諾之影響研究—以潤泰工業股份有限公司電腦化為例，政治大學企業管理研究所博士論文。
- 江誠榮，2003，現代日本企業經營—因應全球環保發展趨勢之企業永續經營，台灣環保產業雙月刊，第 17 期：2-5。
- 呂東英，2014，從永續治理看企業社會責任之落實，會計研究月刊，第 340 期：66-68。
- 施懿倫，2013，「利他」是最大的品牌價值，國際商情雙周刊，第 367 期，
[http://www.trademag.org.tw/content02.asp?id=609981&type=21&url=%2Fcat
alog%2Easp%3Fno%3D367](http://www.trademag.org.tw/content02.asp?id=609981&type=21&url=%2Fcatalog%2Easp%3Fno%3D367)
- 高珮婷，2008，研發創新與品牌價值之關聯性研究，台南大學科技管理研究所碩士論文。
- 馬岳琳，2010，企業贊助 如何名利雙收，天下雜誌，第 451 期：148-151。
- 張怡，2003，影響老人社會參與之相關因素探討，社區發展季刊，第 103 期：225-233。
- 黃怡瑄，2007，臺北市國民小學品牌管理策略與教師組織承諾關係之研究，師範大學教育學系碩士論文。
- 黃筱如，2012，以品牌價值觀點探討企業社會責任施行與成效：以 Diageo 為例，政治大學商管專業學院碩士學位學程（AMBA）論文。
- 蕭友華，2005，高科技產業品牌資產與企業價值之關係研究，中正大學企業管理研究所碩士論文。
- Aaker, D. A. 1991. *Managing Brand Equity*. New York: The Free Press.
- Aaker, D. A. 1992. The value of brand equity. *Journal of Business Strategy* 13(4): 27-32.
- Anand A., and F. Sanjay. 2004. Corporate governance for competitive credibility. *Journal of Social Sciences* 9(3): 185-194.

- Bonner, P. G., and R. Nelson. 1985. *Product Attributes and Perceived Quality: Foods, Perceived Quality*. Lexington: Lexington Books.
- Brasco, T. C. 1988. How brand name are valued for acquisitions. In: L. Leuthesser (Eds), *Marketing Science Institute*, MA: 88-104.
- Bukov, A., I. Maas, and T. Lampert. 2002. Social participation in very old age: Cross-sectional and longitudinal findings from BASE. *The Journals of Gerontology* 57B(6): 510-517.
- de Beer, L. 2008. Brand governance. Retrieved on March 09, 2011. From <http://www.marketingweb.co.za/marketingweb/view/marketingweb/en/page106688?oid=114129&sn=Marketingweb+detail&pid=106688>.
- Dorsey, DeShele. 2008. The perfect fit for good corporate communications: Aligning CSR, brand and philanthropy. Retrieved on March 09, 2011. From <http://on.philanthropy.com/2008/the-perfect-fit-for-good-corporate-communications-aligning-csr-brand-and-philanthropy/>
- Engelhardt, W. 1989. *Umweltschutz*. Verlag München: Bayerischer Schulbuch.
- Fan, Y. 2005. Ethical branding and corporate reputation. *Corporate Communications: An International Journal* 10(4): 341-350.
- Gelb, D. S., and J. A. Strawser. 2001. Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics* 33(1): 1-13.
- Harjoto, M. A., and H. Jo. 2011. Corporate governance and CSR nexus. *Journal of Business Ethics* 100: 45-67.
- Jenewein, W., and S. Mühlmeier. January, 2008. Brand-oriented leadership. Paper presented at the 7th International Congress Marketing Trends, Venice.
- Knapp, D. E. 2000. *The Brand Mindset*. New York: McGraw-Hill.
- Kotler, P., and N. Lee. 2006. *Marketing in the Public Sector: A Roadmap for Improved Performance*. New York: Wharton School Publishing.
- McWilliams, A., and D. S. Siegel. 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review* 26(1): 117-127.
- Melo, T., and J. I. Galan. 2011. Effects of corporate social responsibility on brand value. *Journal of Brand Management* 18: 423-437.

- Moneva, J. M., and E. Ortas. 2008. Are stock markets influenced by sustainability matter? Evidence from European companies. *Journal of Sustainable Economy* 1(1): 1-16.
- Porter, M. E., and M. R. Kramer. 2006. The link between competitive advantage and corporatesocial responsibility. *Harvard Business Review* 85(12): 78-92.
- Quazi, A. M. 2003. Identifying the determinants of corporate managers' perceived social obligations. *Management Decision* 41(9): 822-831.
- Roberts, P. W., and G. R. Dowling. 2002. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal* 23: 1077-1093.
- Silverman, G. 2011. Uncovering the link between CSR and brand value: Developing a new methodology. Retrieved on March 09, 2011. From <http://www.interbrand.com/en/best-global-brands/best-global-brands-2009/the-Link-Between-CSR-and-Brand-Value.aspx>
- Tauber, E. M. 1988. Brand leverage: Strategy for growth in a cost-control world. *Journal of Advertising Research* 28(4): 28-33.
- The Ministry of Economy, Trade and Industry. The Government of Japan. 2002. *The Report of the Committee on Brand Valuation*. Japan: The Ministry of Economy, Trade and Industry.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance financial social link. *Strategic Management Journal* 18(4): 303-319.

會計與公司治理

徵稿規則

1. 論文以中英文撰寫皆可。
2. 中文摘要以350字、英文摘要以200字為限，關鍵詞不超過5個。
3. 論文包括封面頁、摘要頁、正文、註釋、附錄及參考文獻，並請依序編入頁碼。作者姓名及相關資訊只能出現於首頁。
4. 封面頁請包括中英文論文名稱、作者姓名、服務機構名稱。並附上聯絡地址、電話、傳真及E-mail。
5. 論文編撰格式請參照本刊「論文編撰格式說明」。
6. 論文將由兩位專家學者匿名評審。
7. 恕不接受已發表或已投其他國內外期刊之論文。來稿經本刊發表後，作者須同意非專屬授權予出版單位做下述利用：
 - (1)以紙本或是數位方式出版。
 - (2)進行數位化典藏、重製、透過網路公開傳輸、授權用戶下載、列印、瀏覽等資料庫銷售或提供服務之行為。
 - (3)再授權國家圖書館或其他資料庫業者將本論文納入資料庫中提供服務。
 - (4)為符合各資料庫之系統需求，並得進行格式之變更。
8. 本期刊為半年刊，每年6月及12月出刊。
9. 來稿請以電子郵件將論文全文（word檔及pdf檔）以附檔方式寄送至 jacg@fcu.edu.tw（主旨標註：投稿會計與公司治理期刊論文<篇名>）
10. 論文被接受後，須按本刊之編排格式排版，並將論文檔案寄回。
11. 來稿發表後由本刊贈期刊一份及抽印本二十份。
12. 「會計與公司治理」聯絡人：游鎧笛先生
電話：04-24517250 轉4207
傳真：04-24516885
E-mail：jacg@fcu.edu.tw
網址：<http://jacg.rd.fcu.edu.tw>

JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE

Submission Guide

1. Manuscripts can be written either in English or in Chinese.
2. Manuscripts should include an abstract of about 200 words (in English) or 350 words (in Chinese) and up to five key words.
3. Manuscripts should include cover page, abstract page, subject, footnote, appendix, and reference. All pages should be numbered consecutively. To assure anonymous review, authors should not identify themselves directly or indirectly in the papers (except the cover page).
4. The cover page of the manuscript should contain the following information: (1) the title; (2) name(s) and institutional affiliation(s); (3) the address, phone and fax numbers, and e-mail address of the author to whom correspondence should be addressed.
5. The Chinese manuscript should follow the preparation guidelines of this journal, and the English manuscript should follow the preparation guidelines of *The Accounting Review* (published by the American Accounting Association).
6. Manuscripts will be reviewed by two anonymous professional scholars.
7. Manuscripts currently under consideration by another journal or publisher should not be submitted. If the manuscripts being accepted by the JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE, hereinafter referred to as the PUBLISHER, the Author hereby grants a non-exclusive license to the PUBLISHER to:
 - I. publish the ARTICLE by paper or digital format;
 - II. digital archive, reproduce, transmit publicly by Internet, or authorize users to download, print, browse, or conduct other sales or service providing of database;
 - III. grant National Central Library or other database providers a sublicense to collect the ARTICLE, for the purpose of service providing, in its database;
 - IV. change the format of the ARTICLE to meet the system requirement of each database.
8. The journal is published semiannually in June and December.
9. Manuscripts should be submitted via email with both MS Word format and PDF format attachment, and send mail to: <jacg@fcu.edu.tw> [Subject: Submitting to JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE (Title of the essay)].
10. Upon acceptance of an article, any manuscript which does not conform to the preparation guidelines of the journal may be returned for the necessary revision before publication.
11. One copy of the journal along with 20 reprints of each paper will be supplied free of charge to the corresponding author.
12. Corresponding information:

Department of Accounting, Feng Chia University
100 Wenhwa Rd., Seatwen Taichung, Taiwan 40724, R.O.C.
Telephone: 886-4-24517250 ext.4207
Fax: 886-4-24516885
E-mail: jacg@fcu.edu.tw
<http://jacg.rd.fcu.edu.tw>

論文編撰格式說明

一、一般事項

1. 稿件以 A4 紙從左而右橫式打寫，全文行間的距離為固定行高 18pt。稿件左緣留 3 公分、右緣留 2.5 公分之空間，上緣留 3 公分、下緣留 2 公分之空間，段落間距為上下（與前、後段距離）各 0.5 列（即 6pt）。中文字型為標楷體，英文字型為 Times New Roman。
2. 論文應盡量簡潔，中文稿本文以不超過 15,000 字、英文稿本文以不超過 7,000 字為原則。論文需附中英文摘要，中文摘要以不超過 350 字、英文摘要以不超過 200 字為原則，關鍵詞不超過 5 個，每英文關鍵詞之第一個字母大寫，其餘小寫。
3. 論文稿中任何地方應避免直接或間接提及作者本人姓名或身份，以便於評審作業之公平。若為單一作者，不得使用「我們」字眼。
4. 稿件封面需註明文章名稱、作者姓名、工作單位、聯絡資料、感謝詞（若無亦可）及作者是否願意將資料提供他人使用。
5. 中文稿中之英文詞及括弧內之英文對照，除固有名詞外一律小寫。
6. 稿件頁次（包括正文、附錄、參考文獻）應連續編號。

二、內文之編撰

1. 內文段落之排序：第一節為「緒論」或「前言」（introduction），最後一節為「結論與建議」（conclusion 或 summary），中間為主文，最後為「參考文獻」（references）。若有「附錄」（appendix），則列示於「結論與建議」與「參考文獻」之間。
2. 字型大小：除另有規定外，以中文撰寫者，內文之中、英文字型皆為 13 號字，中文摘要及「參考文獻」段之中文字型為 13 號字，英文摘要及「參考文獻」段之英文字型為 12 號字。以英文撰寫者，除中文摘要之字型為 13 號字外，其餘皆為 12 號字。
3. 以中文撰寫者：大標題應置中、粗體、16 號字、與前、後段距離各 0.5 列，次標題為靠左對齊、粗體、14 號字、與前、後段距離各 0.5 列，再次標題為靠左對齊、13 號字、與前、後段距離各 0.5 列。
各段落之標明，請按下列順序排列：壹、一、1、(1)、A、a。

舉例如下：

壹、前言（置中、粗體、16 號字）

一、事件研究法（靠左對齊、粗體、14 號字）

1. 初步測試（靠左對齊、13 號字）

(1)（靠左對齊、13 號字）

若有兩個或兩個以上之附錄，則附錄亦須編號，如「附錄一」（置中、粗體、16 號字），並儘可能加標題。

4. **以英文撰寫者**：大標題均採大寫，其後標題僅每一個字（介係詞除外）之第一個字母為大寫，且文字與標題號碼間須空一格。大標題應置中、粗體、15 號字、與前、後段距離各 0.5 列，次標題為靠左對齊、粗體、13 號字、與前、後段距離各 0.5 列，再次標題為靠左對齊、12 號字、與前、後段距離各 0.5 列。各段落之標明，請按下列順序排列：1、1.1、1.1.1。

舉例如下：

1. INTRODUCTION (置中、粗體、15 號字)

3.3 Definition of Variables (靠左對齊、粗體、13 號字)

3.3.1 Corporate Value

附錄之編號為 APPENDIX 1、APPENDIX 2、... (置中、粗體、15 號字)。

5. 翻譯名詞及縮寫之用法

- (1) 文中第一次提及特定中文翻譯名詞時，須附英文原名，其後再出現時，不必再附加英文原名。
- (2) 中文稿中之英文名詞及括弧內之英文對照，除固有名詞外一律小寫。
- (3) 中文次標題後若附加英文專有名詞，則每一個字（介係詞除外）之第一個字母應大寫，若英文名詞為出現在其後標題時，則不必大寫。

舉例如下：

一、盈餘管理 (Earnings Management)

1. 財務專家 (sophisticate users)

- (4) 採用縮寫時，應於該字第一次出現時說明，例如，在美國發行之存託憑證稱為 American Depository Receipts (簡稱 ADR)。一旦決定採用簡稱，必須前後一致，不可將全名及簡稱交換使用。
6. 公式或迴歸式之字型為 Times New Roman 13 號字，與前、後段內文距離各為 0.5 列，縮排 2 字元，各式編號以 (1)、(2)、.....排序，編號置右邊緣。

舉例如下：

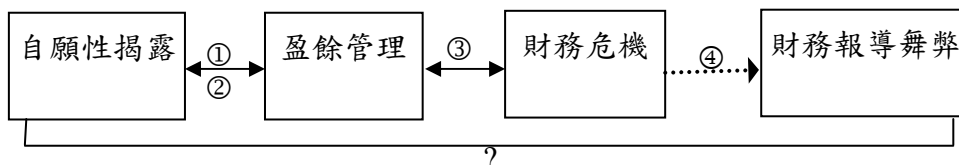
$$E[g(X)] = \Sigma\Sigma\dots\Sigma g(X)f(X) \quad (1)$$

7. 圖與表之處理

- (1) 圖與表請穿插於主文中，與前、後段內文距離各為 0.5 列，其標題均為粗體、置中。英文稿之圖 (Figure) 標題與表 (Table) 標題，除介係詞、冠詞外，每一個字之第一個字母均採大寫。
- (2) 圖與表之標號，中文稿以國字數一、二、.....連續編號，英文稿以阿拉伯數字 1、2、.....連續編號。
- (3) 圖標題置於圖之下方，表標題置於表之上方；若有文字說明，置於圖、表之下方，字體以 9 號字為原則。

- (4) 表之格線以二橫線或三橫線為原則，表中不要有直線。若使用二橫線型式，線條寬度為 1.5pt；若使用三橫線型式，上下線條寬度為 1.5pt，中間線條寬度為 0.5pt，

舉例如下（圖）：



圖二 自願性揭露與財務報導舞弊之關連性

舉例如下（表）：

表二 各變數 Pearson 相關係數(n=102)

	FREQ	DHEALTH	GROWTH	RISK
FREQ	1.000	0.151 (0.130)	0.116 (0.200)	0.072 (0.430)
DHEALTH		1.000	-0.193** (0.050)	-0.268*** (0.010)
GROWTH			1.000	-0.033 (0.720)
RISK				1.000

註：括弧內數字為p值，***及**分別代表1%及5%的顯著水準。

8. 附註採 10 號字，置於頁底，舉例如下：

經濟部已再次研擬修公司法²

² 請參閱中國時報 2007.04.26-「管理私募基金債，經部擬修公司法」一文。（10 號字）

三、文獻引用

- 同時引用數篇文獻時，應按出版時間先後次序排列，但同一人有兩篇以上時，則列在一起，例如，Hayton (2005, 2006)。另引用之作者名字置於括弧外或內，視情況而定。
 - 置於括弧外，例如，Rowbottom, Allam and Lymer (2005) 的研究發現，公司於網站部落格發佈訊息遂成為一種最有效率的溝通橋樑。
 - 置於括弧內，例如，用以掩飾財務困境之窘況，此時盈餘管理行為亦會暴增（林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正 1997）
- 三個以上之作者時，正文第一次引用時須列出所有作者，第二次以後引用只須列出第一位作者，例如，(Rowbottom et al. 2005)。

3. 同一作者同一年度有兩篇或兩篇以上時，以 a、b、c、... 表示，例如，(Riahi-Belkaoui 1999a, 1999b)。
4. 引用文獻若同時包含中、英文，中文在前，英文在後，並依年度排列。
5. 引用文獻之出版年度一律以西元列示，例如，絕大部份均為財務性有關之資訊(金志遠 2000；周建宏 2007)。
6. 引用文獻來自機構之出版物時，該機構名稱可用縮寫，例如，(AICPA Cohen Commission Report 1977)。
7. 除非會造成誤解，在中英文引註頁碼時，不使用"第...頁"、"p." 或"pp."，例如，周建宏(2007, 58) 或 Debreceny et al. (2002, 371-394)。

四、參考文獻

1. 僅列出文中已引用者，中文文獻列於前，英文文獻列於後。
2. 中文文獻依作者(第一作者) 姓氏筆劃順序排列，英文文獻則依作者(第一作者) 姓氏字母順序排列。作者英文名字用縮寫，而不用全名，多位作者並列時，請依姓名(縮寫)，名(縮寫) 姓，名(縮寫) 姓之方式編排。
3. 出版年度置於作者名字之後，其後再接文章篇名、期刊名稱(英文期刊以斜體字標示，需完整表示不得加以簡化)、期數、卷數(以月份或季別優先，查無資料者略)、頁次；或其後再接書名、出版地及出版社。

舉例如下：

林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正，1997，財務困難公司之盈餘管理實證研究，管理學報，第 14 卷第 1 期：15-38。(第二行凸排 2 個字元)

李冠皓與鍾俊文，2005，ECB 轉換價與股價報酬率之探討，貨幣觀測與信用評等，第 52 期：192-140。

吳春光，2005，可轉換股權之有價證券的問題，財團法人國家政策研究基金會-國政評論，財金(評) 094033 號。

馬嘉應譯，Dipiazza, S. A., and R. G. Eccles. 2003，財務報表革命-公司治理的徹底解決方案，商周出版社。

Eining, M. M., D. R. Jones, and J. K. Loebbecke. 1997. Reliance on decision aids: An examination of auditors' assessment of management fraud. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 16(2): 1-19. (文章篇名除字首為大寫外，其餘均小寫)

Debreceny, R., G. L. Gray, and A. Rahman. 2002. The determinants of internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 21: 371-394.(查無月份或季節得略)

Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Inc. (書名以斜體字標示)

「會計與公司治理」期刊評審辦法

- (一)、本期刊來稿之評審由編輯委員及相關領域之學者擔任。
- (二)、評審委員之遴聘由編輯委員決定之。
- (三)、文章內容與本刊性質及方向顯有不合者，逕予退還並建議改投其他刊物。
- (四)、每篇文章至少由兩位專家學者評審,除了陳述審查意見之外並於下述四項審查建議勾選其中一項：
- 1.接受。
 - 2.修正後接受。
 - 3.修正後再審(送交原審查人)。
 - 4.不宜接受。
- (五)、審查意見之處理方式：

處理方式		第二位評審意見			
		接受	修正後接受	修正後再審	不宜接受
第一位評審意見	接受	刊登	寄回修改	寄回修改 再行複審	第三位評審*
	修正後接受	寄回修改	寄回修改	寄回修改 再行複審	第三位評審*
	修正後再審	寄回修改 再行複審	寄回修改 再行複審	再行複審	退稿
	不宜接受	第三位評審*	第三位評審*	退稿	退稿

* 關於第三位評審意見如為「接受」或「修改後接受」時，將採兩位正方評審意見予以刊登；如第三位之評審意見為「修正後再審」或「不宜接受」，本刊將採兩位負方評審意見予以退稿。

- (六)、是否刊登文件事關投稿人權益，本刊將針對審查意見及結果函送投稿人，並說明處理方式。
- (七)、作者須以表列方式分別就審查人的建議回覆修改之章節或說明無法修改該項建議之理由。
- (八)、評審作業相關人員對評審委員身分應予保密。
- (九)、本辦法經編輯委員會會議通過核定後施行，修正時亦同。

Journal of Accounting and Corporate Governance

The Journal of Accounting and Corporate Governance is published semiannually by the Department of Accounting, Feng Chia University and Feng Chia Accounting Educational Foundation. The Journal provides a forum for the publication of high-level theoretical and applied accounting manuscripts with academic significance in terms of their originality and contribution. Correspondence may be addressed to The Editor, Journal of Accounting and Corporate Governance.

Publisher:	Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)
Editor:	Kuang-Hua Wang	(Feng Chia University)
Executive Editor:	Jiao-Neng Lin	(Feng Chia University)
Editorial Board:	Chan-Jane Lin	(National Taiwan University)
	Chen-En Ko	(National Taiwan University)
	Chia-Ying Ma	(Soochow University)
	Chunghuey Huang	(National Taipei University)
	Chung-Yuan Hsu	(National Chengchi University)
	Chyan-Long Jan	(Soochow University)
	Frederick H. Wu	(University of North Texas)
	Fujiing N. Shiue	(National Taipei University)
	Gene C. Lai	(Washington State University)
	Han-Min Wang	(Feng Chia University)
	Hsiang-Tsai Chiang	(Feng Chia University)
	Kuei-Tuan Chen	(Feng Chia University)
	Ruey-Dang Chang	(National Chung Hsing University)
	Shaio-Yan Huang	(National Chung Cheng University)
	Shen-Ho Chang	(Feng Chia University)
	Sou-Shan Wu	(Taipei Exchange)
	Su-Ming Lin	(National Taiwan University)
	Thomas W. Lin	(University of Southern California)
	Tin-Gji Lin	(Feng Chia University)
	Tsing-Zai Wu	(National Cheng Kung University)
Tzy-Yih Hsiao	(Feng Chia University)	
William Wei-Min Sheng	(National Taichung University of Science and Technology)	
Wei-Heng Lin	(National Taipei University of Business)	
Yi-Mien Lin	(National Chung Hsing University)	
Yu-Cheng Chen	(National Chung Hsing University)	
Yu-Chih Lin	(National Yunlin University of Science and Technology)	
Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)	

Subscription: The subscription fee is US\$10.00 per issue. Charge includes surface delivery to all countries. Claim for missing issues will be honored, free of charge, if made within four months after the publication date of the issue.

Submission: Authors should submit three double-spaced, one-sided copies of the manuscript and follow the format of the Accounting Review. A cover page or title page should indicate the author to whom correspondence should be addressed. All papers are subject to blind review.

Editorial Address:

The Editor
JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE
Department of Accounting
Feng Chia University
100 Wenhwa Rd., Seatwen Taichung, Taiwan 40724, R.O.C.
Telephone:886-4-24517250 ext.4207
Fax:886-4-24516885
E-mail:jacg@fcu.edu.tw
<http://jacg.rd.fcu.edu.tw>