

會計與公司治理

發行人	吳順勝
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	黃娟娟(逢甲大學)
執行編輯	陳光政(逢甲大學)
編輯委員	王漢民(逢甲大學) 王光華(逢甲大學) 江向才(逢甲大學) 吳清在(亞洲大學) 吳壽山(台灣師範大學) 李元棟(逢甲大學) 沈維民(台中科技大學) 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) 林嬌能(逢甲大學) 施念恕(逢甲大學) 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) 黃瓊慧(台北大學) 詹乾隆(東吳大學) 盧鈺欣(逢甲大學) 蕭子誼(逢甲大學) 賴志仁(美國華盛頓州立大學) 薛富井(台北大學) (按姓氏筆劃排序)
編輯行政	項鼎綸、賴家蓁
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	2018 年 06 月

本刊圖文非經同意不得轉載

Journal of Accounting and Corporate Governance

- Publisher: Shun-Sheng Wu (Feng Chia Accounting Education Fundation)
- Editor: Chuan-Chuan Huang (Feng Chia University)
- Executive Editor: Guang-Zheng Chen (Feng Chia University)
- Editorial Board: Han-Min Wang (Feng Chia University)
Kuang-Hua Wang (Feng Chia University)
Hsiang-Tsai Chiang (Feng Chia University)
Tsing-Zai Wu (Asia University)
Sou-Shan Wu (National Taiwan Normal University)
Yuan-Tong Lee (Feng Chia University)
William Wei-Min Sheng (National Taichung University of Science and Technology)
Su-Ming Lin (National Taiwan University)
Yu-Chih Lin (National Yunlin University of Science & Technology)
Tin-Gji Lin (Feng Chia University)
Yi-Mien Lin (National Chung Hsing University)
Wei-Heng Lin (National Taipei University of Business)
Chan-Jane Lin (National Taiwan University)
Jiao-Neng Lin (Feng Chia University)
Nien-Su Shih (Feng Chia University)
Chen-En Ko (National Taiwan University)
Chia-Ying Ma (Soochow University)
Shen-Ho Chang (Feng Chia University)
Ruey-Dang Chang (National Chung Hsing University)
Chung-Yuan Hsu (National Chengchi University)
Yu-Cheng Chen (National Chung Hsing University)
Kuei-Tuan Chen (Feng Chia University)
Chunghuey Huang (National Taipei University)
Chyan-Long Jan (Soochow University)
Yu-Hsin Lu (Feng Chia University)
Tzy-Yih Hsiao (Feng Chia University)
Gene C. Lai (Washington State University)
Fujiing N. Shiue (National Taipei University)

會計與公司治理

目 錄

第十三卷 第一期

2018 年 06 月

營所稅稅率調降與產業創新條例實施對公司股利政策之影響	曾子耘	1
私立高中職辦學績效及財務資訊揭露對外部資金之影響	賴永裕 黃劭彥 鍾宇軒 朱珮甄	23
兩岸三地初次上市櫃公司會計盈餘穩健性之影響因素	李合龍 蘇寶玉	49

營所稅稅率調降與產業創新條例實施對公司股利政策之影響

曾子耘*

逢甲大學

摘要

我國的租稅環境在 2010 年起了相當大的變化，一方面以「產業創新條例」接續「促進產業升級條例」，刪除多項租稅優惠，另一方面則調降營所稅稅率，此次稅改，可說是我國稅制改革中另一重要的里程碑。本次稅改，再次拉大公司稅稅率與個人稅稅率的差距，引發企業不配息的疑慮，因此，檢驗本次租稅制度改變對公司股利政策之影響有其必要性，本研究結果將能增加對我國本次租稅改革成效之了解，並補充關於租稅與公司股利政策關連之相關文獻。本研究實證結果顯示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，其中又以大股東持股率較低的公司較為顯著。

關鍵詞：產業創新條例、營利事業所得稅稅率、個人稅稅率、股利政策

* 通訊作者：

聯絡地址：40724 台中市西屯區文華路 100 號 逢甲大學財稅學系副教授
電話：04-24517250 ext 4321 傳真：04-35072120
Email : tytseng@fcu.edu.tw

Influences of Reduction of Corporate Income Tax Rate and Implementation of Industrial Innovation Act on Firms' Dividend Policy

Tseng Tzu Yun
Feng Chia University

Abstract

In 2010, Taiwan made a big change in her tax environment. The government releases the Industrial Innovation Act and cuts the corporate tax rate. Enterprises face a whole new tax environment. It is no doubt that this tax reform is the most influential institutional change in Taiwan in recent years. This tax reform expands the gap between corporate tax rate and personal tax rate. It may induce the motivation to avoid the tax for the blockholders by not paying dividends. Hence, it is necessary to investigate whether the tax environment change impacts firms' dividend policy. The results of this study will increase the understandings about the effectiveness of this tax reform and supplement the literature regarding the relationship between tax and corporate dividend policy. The empirical results of this study show that after the change of the tax environment, the company's total dividend payout rate decreased. Companies with a lower blockholder ratio are more significant.

Keywords: Industrial Innovation Act, Corporate Tax Rate, Personal Tax Rate Dividend Policy

壹、研究動機與目的

我國主要的租稅優惠，是由 1960 年 9 月實施的獎勵投資條例開始，隨著時間的演變，我國勞力密集產業逐漸喪失比較利益之競爭優勢，使得產品競爭力逐漸下滑。因此，當獎勵投資條例於 1990 年底實施屆滿時，繼而代之的促進產業升級條例，是以產業升級為主要導向，以帶動我國產業結構之改變。1990 年開始施行的促進產業升級條例，在 1990 年代後，成為我國政府介入產業發展的重要手段，但根據財政部的資料，促進產業升級條例的租稅優惠導致嚴重的稅收損失，此外，其獎勵發展的產業，著重於科技業，因此，也引發不少爭議，對其成效及公平性，褒貶不一。促進產業升級條例正式於 2009 年底落日，有些人主張應該趁著促進產業升級條例的落日，終結對於產業的租稅優惠；但亦有人認為，為維持產業競爭力，產業輔導政策應該延續。

政府採取折衷方法，以產業創新條例接續，輔以調降營利事業所得稅名目稅率至 17%。降低公司所得稅稅率，長期間有助於吸引資金，促進經濟成長，進而使公司所得稅稅收增加，但短期間甚或中期，難免對稅收有所影響，故政府須設法提高支出運用效率與提高間接稅稅收，以彌補可能的稅收損失。故新制定之產業創新條例大幅度限縮各項租稅優惠，政府希望縮減租稅優惠及降低稅率減少企業租稅規避誘因以達到擴大稅基的效果。事實上，OECD 國家自 1980 年代起，競相調降公司所得稅稅率，特別是 2008 年金融風暴後，世界各國紛紛採取調降稅率的措施，調降之政策效益包括：提高稅制競爭力、吸引國內外企業投資、減少公司租稅規避活動、提高國外盈餘匯回國內投資之願意等（黃建興與林俊儒，2009）。

促進產業升級條例落日，改以產業創新條例接續，並調降營利事業所得稅名目稅率，對企業而言，面臨全新的租稅環境。世界上採取兩稅合一的國家，公司稅稅率與個人稅稅率的差距不大，我國實施兩稅合一制度後，營利事業所得稅最高稅率為 25%，與綜合所得稅最高稅率 40% 相較，仍有 15% 的差距，營利事業藉由保留盈餘以規避股東稅負之誘因仍然存在，故我國兩稅合一實施輔以未分配盈餘加徵 10% 營所稅之規定，以減少盈餘保留不分配之動機。假設企業賺 100 元，在營所稅稅率為 25% 時，繳 25 元，剩 75 元，若盈餘保留不分配，被加徵 10% 的營所稅，即 7.5 元，合計 32.5 元，稅率為 32.5%，與個人稅最高稅率 40% 相較，個人稅稅率與公司稅稅率差距由 15% 變成 7.5%，還是可能有為高稅率的大股東節稅的可能。

本次稅改，營所稅稅率調降為 17%，並回溯到 2010 年 1 月 1 日起適用，又再次拉大了個人稅與公司稅的差距，引發企業不配息的疑慮。若公司趨向保留盈餘而不分配股利，將使得小股東的現金股利縮水，國庫減少稅收。公司股利政策不獨影響政府稅收也影響投資人，進入股市有人期望獲得資本利得，但也有不少投資人期望獲得股利，若為大股東節稅而減發股利，對廣大的投資人造成影響。這個疑慮轉化為本研究之動機，關於本次稅改對公司股利政策可能

的影響進行剖析，我國有關股利政策與租稅的文獻，大部分都在探討兩稅合一後的股利政策，關於本次稅改對公司股利政策影響之相關實證相對有限，本研究可填補這方面文獻之不足。以下臚列本研究之目的：

- (1) 檢驗本次租稅制度改變對公司股利政策之影響。
- (2) 探討本次租稅制度改變前、後，大股東持股率不同公司之股利政策的變化。

在說明本研究之研究動機與目的後，第二節就租稅與股利政策之相關理論進行回顧；第三節說明研究設計，包括研究假說及研究模型與變數定義；第四節則描述研究樣本；第五節為研究結果與討論；第六節為本文結論與研究意涵。

貳、租稅與股利政策之相關理論

股利政策為公司理財領域之重要一環，不僅攸關投資者之權益，盈餘之發放或予以保留，也間接與公司內部之投資決策、資金成本、資本結構等互為關聯影響。股利政策之相關理論大致可分為六種，即 MM 股利無關理論、一鳥在手理論、顧客效果理論、股利訊息理論、稅率差異理論以及代理成本理論等。在本節中，主要介紹與稅有關的股利相關理論，即股利的顧客效果假說（Clientele Effect Hypothesis）與稅率差異理論（Tax Differential Theory），分別由 Miller and Modigliani (1961) 及 Farrar and Selwyn (1967) 所提出。

Miller and Modigliani (1961) 認為在現實不完美的資本市場下，投資人所獲得之股利必須繳稅，且稅率因人而異，過高的現金股利收入對高稅率的人不利，因此投資人可能會對發放不同金額股利的股票有不同偏好，這就是所謂的「股利顧客效果」。造成股利顧客效果的原因牽涉到投資人的個人喜好，並無法作一全面性的驗證，然而稅負的考量乃是最重要的因素。

關於稅對股利政策影響之實證研究基本上可分為兩個領域：由於股利的稅率大於資本利得之稅率，藉由探討是否個人稅率高的投資人偏好低股利收益率的股票來驗證股利之顧客效果，如 Pettit (1977) 以 1964 年至 1970 年間 914 位投資人的資料進行研究，結果顯示投資人愈年輕、所得愈高以及資本利得稅與所得稅間的稅率差距愈大，其所投資股票的股利殖利率愈低，因此支持顧客效果之存在。然而，Lewellen, Stanley, Lease and Schlarbaum (1978) 利用與 Pettit (1977) 相同資料來源的樣本，以股利收益率為應變數，不同的投資人特徵為自變數，進行多元迴歸分析，雖然稅率變數與股利收益率呈統計上顯著的負相關，但因結果指出當投資人之邊際稅率增加 10% 時，只造成 0.1% 股利收益率之下降，故顧客效果僅獲得薄弱的支持。另外，尚有不少國外研究探討股東對於現金股利及股票購回之偏好，Michaely and Vila (1995)，Perez - Gonzalez (2003) 均指出，因為現金股利所課稅率高於資本利得稅，因而導致美國股票購回的成長；Auerbach, Burman and Siegel (2000) 發現公司經理人會

偏好使用股票購回。美國在 2003 年調降稅率後，使用現金股利的公司增加，減稅後的幾年，許多公司減少使用股票購回的方式，顯然，稅負對於支付政策上有顯著之影響（Brown, Liang and Weisbenner 2007）。另一個領域則透過股票除息日之股價反應來探討股利稅對於股票市場價值的影響。Elton and Gruber (1970) 發現高稅率的股東較偏好股利發放較少的股票，而低稅率的股東則較偏好股利發放較多的股票，證實了除息日前後的投資人買賣股票行為確實受租稅負擔所影響，因此其發現可視為驗證了顧客效果假說，即投資人會依據其所喜好的股利政策進行投資。

Farrar and Selwyn (1967) 提出稅率差異理論，該理論以部分均衡分析法，在投資人追求最大稅後淨利之下，將公司稅與個人稅列入考慮範圍，其主張如果股利的稅率比資本利得稅率高時，則投資人可能希望公司少支付股利，而將較多的盈餘保留下來做為再投資之用。根據該理論，在股利所得之稅率比資本利得稅率高的情況下，公司只有採取低股利支付率的政策時，才有可能使股票價值上升。然而，Miller and Scholes (1978, 1982) 則認為股利所得中很大一部分可透過避稅的方法而將股利的稅負加以規避，因此若個人或機構投資人可以成功地減少租稅負擔，那麼，稅對股利政策的影響將會很小。

Hubbard and Michaely (1997) 檢測美國 1986 年稅法改制（股利稅率改變）是否造成股東對於現金股利相對於股票股利有較高的評價；其實證結果發現在 1985 年至 1986 年間，在公司支付等值的股利下，收到現金股利的股票其股票價值較收到股票股利者為高，與租稅效果假說一致。但在 1987 年至 1989 年間卻與稅率改變前（1982 年至 1984 年）相同，其現金股利並無較高的股票價值，與租稅效果假說相違。作者認為稅制改變對於現金股利或是股票股利的影響僅在稅制改變短期間有股價變動，當期間拉長便無影響了。

許文欣（2009）探討 2003 年美國新公布「就業及成長減稅調和法案」對公司股利政策之影響，其研究結果發現 2003 年之美國減稅法案，確實有增加公司發放股利之誘因。由上述美國的經驗可知，稅改的確會影響支付政策。

國內研究租稅制度改變對股利政策之影響，集中在探討 1998 年的兩稅合一制後的股利政策（盧育仕，2000、黃瑞靜、徐守德與廖四郎，2001、汪瑞芝與陳明進，2004、洪榮華、曾子耘與林聖傑，2006）。

盧育仕（2000）探討兩稅合一實施後上市公司是否會多發放現金股利及盈餘配股，其證實了稅額扣抵比率與現金股利及盈餘配股的發放有顯著的正相關，稅額扣抵比率愈高的公司，為了使股東獲得更多扣抵個人綜合所得稅的權利，因而股利發放率會愈高。黃瑞靜等（2001）探討兩稅合一制對公司價值及股利政策的影響，作者採用最適動態資本結構模型，其模擬結果顯示：兩稅合一前，股利支付率愈低，則其公司價值愈高，但兩稅合一後則相反，股利支付率愈高，其公司價值愈高。汪瑞芝與陳明進（2004）的實證結果發現，兩稅合

一後，現金股利發放率較實施前增加，但原因可能是受平衡股利政策推行的影響；而盈餘配股發放率減少，可能是受到平衡股利政策推行及股票股利緩課取消的影響。洪榮華等（2006）探討股東稅負壓力不同的公司，兩稅合一後其股利政策的調整是否有所不同，實證結果顯示，股東稅負壓力最大的公司群組，兩稅合一實施後，其股利政策的調整是最明顯的，這隱含了公司在制定股利政策時會考量其股東的稅負壓力。上述結果顯示，股東稅負的考量乃是股利政策的影響因素之一。

近年來與本文較為相近的研究，如：林靖傑與李文智（2016）探討調降營所稅率後，是否造成公司為規避股東個人綜合所得稅，減少發放股利，而保留公司盈餘。研究結果顯示，不論以總股利發放率、盈餘配股發放率、或現金股利發放率衡量，公司於調降營所稅率後皆顯著減少股利發放率。此外，作者進一步發現，股利發放穩定的公司，其總股利發放率不因是否調降營所稅率而有所不同，但盈餘配股與現金股利具替代效果。本研究與之不同之處，在於探討營所稅稅率調降與產業創新條例實施後，個人綜合所得稅稅率與公司營利事業所得稅稅率，兩者間之差距擴大，是否對大股東持股率不同公司之股利政策，產生顯著影響。

參、研究設計

一、研究假說

謝明樹（1999）探討政府因應不同經濟環境及政策目的所實施之租稅制度是否會影響我國公司股利支付決策，其研究結果顯示，政府在不同期間實施不同的租稅制度會使得公司股利決策產生變動。本次稅改，營利事業所得稅稅率調降為 17%，這意味著公司有較多資金可供使用，加上未分配盈餘加徵 10% 的規定仍然存在的情況下，公司可能會多發放股利；但本次稅改，租稅優惠限縮為研究發展支出投資抵減乙項（產業創新條例第十條），公司若投資非研發項目，則不能享有過去在促進產業升級條例下之各項優惠，企業租稅減免的優惠將會減少，抵銷了公司有較多資金可供使用的好處，有可能排擠掉股利之發放。

我國採兩稅合一的機制，目前之資本利得所得（即證券交易所得）仍屬停徵階段，亦即稅率為 0%；而股利收入於個人階段則須併計於個人之綜合所得並以 5%~40% 之稅率予以核課。立法院於 2014 年 5 月 16 日通過所得稅法修正案，自 2015 年 1 月 1 日起，本國個人股東以獲配股利總額所含可扣抵稅額之「半數」抵減其綜合所得稅。同時也將個人綜合所得稅新增所得淨額超過一千萬者適用 45% 的邊際稅率，透過此「財政健全方案」，期能減少稅收的流失並符合社會對所得分配不均的改革要求。但因此項調整，不在本研究期間之內，故本文仍然以個人最高稅率 40% 來說明。

世界上實施兩稅合一的國家，個人和企業的所得稅率都很接近，如：芬蘭和挪威，個人稅與公司稅，兩稅稅率相等；馬來西亞個人稅高於公司稅 1%。因此，我國於實施兩稅合一制之初，為避免改制之衝擊過大，以未分配盈餘加徵 10% 之方式替代營利事業所得稅調高，縮小其與綜合所得稅最高邊際稅率之差距，降低公司保留過多盈餘的誘因。但本次稅改，調降企業營所稅稅率至 17%，而個人稅最高稅率為 40%，更加拉大了個人稅和企業稅間之差距，在個人稅高、企業稅低的情形下，可能使得企業選擇以保留盈餘不分配來達到大股東個人稅負降低的效果。

假設若公司稅前賺 100 元，營所稅 17% 時，公司所得稅為 17 元，假設不分配，應課未分配盈餘稅 8.3 元（暫不考慮提法定公積等之影響），故在經常性不分配情形下，該 100 元之營利所得，股東僅負擔 25.3 元之稅負。若分配股東而不繳未分配盈餘稅，則股東將申報 100 元之股利所得，在股東適用綜所稅稅率為 40% 之情形下，綜所稅負為 40 元，故尚需補 23 元之綜所稅。由於不分配與分配間之稅負將有 14.7 元之差距，比原來 7.5 元之差距擴大，故調降營所稅稅率會引發企業不配息之原因即在於此。表 1 列示了營所稅稅率調整前後，保留盈餘不分配與分配間稅負差距之比較。兩稅稅率差距過大（綜合所得稅稅率過高，而營利事業所得稅稅率過低），易扭曲企業在股利、盈餘上之分配政策外，也可能造成賺取薪資所得的受雇者轉換身份為自我雇用（self-employer）的營利事業，以規避稅負（財政部，2017）。

表 1 保留盈餘不分配與分配間之稅負差距

	營所稅稅率調整前	營所稅稅率調整後
營所稅稅率	25%	17%
營所稅	$100 \times 25\% = 25$	$100 \times 17\% = 17$
保留盈餘稅率 10%	$(100-25) \times 10\% = 7.5$	$(100-17) \times 10\% = 8.3$
合計	32.5	25.3
個人最高稅率 40%	40	40
保留盈餘不分配與分配間 之稅負差距	7.5	14.7

註：我國在 104 年，增加了綜合所得稅新的最高稅率層級（稅率達 45%），不在研究期間之內，故本文以個人最高稅率 40% 來說明。若以最高稅率 45% 來計算，則保留盈餘不分配與分配間之稅負差距將擴大至 19.7%。

根據財政資訊中心統計，以 2006 年為例，全國申報的股利所得金額為 5,873 億，應納稅額 847 億，占全部個人綜合所得稅收 2,767 億中的 30.6%，比重很高。其中，所得淨額在 372 萬以上、適用稅率 40% 的高所得者級距中，股利所得稅占全部稅額的 55.27%，薪資所得稅才占 30%，所以如果企業保留盈餘不分配，繳 40% 級距的高所得者受惠最大。Perez – Gonzalez

(2003)指出公司的大股東可能因為稅負偏好而改變公司的股利政策。Barclay, Holderness and Sheehan (2009)的研究發現，存在大股東的公司有 68% 不支付現金股利，以規避大股東之稅負。公司的大股東雖然無法扮演 CEO 的角色，可是他們往往是公司的董事或是具有一定的影響力，這些人理所當然有稅負偏好，希望自己可以在支付政策上有稅負優惠，而其中的某些人也具有真正可以干涉支付政策的權力。根據證交所統計，2008 年上市上櫃公司發放現金股利高達 1 兆元，營所稅稅率調降至 17%，可能將引誘企業保留盈餘不分配股利，使得小股東的股利縮水。

由以上說明，本次稅改營利事業所得稅稅率調降為 17%，可能有利公司多發放股利；但本次稅改，產業創新條例刪除五年免稅與限縮投資抵減之相關租稅優惠措施，僅保留投資於「研發支出」乙項，租稅獎勵大幅減少會使資本的使用成本上升，有可能削弱企業投資的誘因，對企業投資意願造成不利的影響外，故抵銷了營利事業所得稅稅率調降為 17%，公司有較多資金可供使用的好處，因此也可能排擠掉股利之發放。營所稅稅率調降與產業創新條例實施，兩者對股利政策有相反作用，故本研究提出以下假說：

H1：在其他條件不變下，營所稅稅率調降與產業創新條例實施，會影響公司的股利政策。

由上述說明可知，大股東對股利政策具有影響力，故大股東持股率不同的公司，其股利政策可能會有所不同，本研究設立以下待驗證假說：

H2-1：本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同。

H2-2：本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同。

H2-3：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同。

二、研究模型與變數定義

本研究第一個研究目的為探討產業創新條例上路與營所稅稅率調降對股利政策之影響，實證模型如方程式 (1) 所示：

$$div_{i,t} = c + \alpha_1 taxdummy_t + \alpha_2 profit_{i,t} + \alpha_3 growth_{i,t} + \alpha_4 size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

i 代表公司，*t* 代表年度，*c* 為截距項，*ε_{i,t}* 為殘差項。*Div* 為股利支付率，*taxdummy* 為租稅制度改變之虛擬變數，*profit* 為獲利性，*growth* 為未來成長性，*size* 為公司規模。若 *taxdummy* 的係數顯著為正，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率上升；若 *taxdummy* 的係數顯著為負，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降。茲將上述模型中變數之操作性定義列示於下：

(1) 股利支付率 (*div*)：

$$\text{股利支付率} (div) = (\text{每股現金股利} + \text{每股盈餘轉增資股票股利}) / \text{每}$$

股盈餘。

- (2) 租稅制度改變虛擬變數 (*taxdummy*)：產業創新條例上路與營所稅稅率調降前設為 0，之後設為 1。
- (3) 獲利性 (*profit*)：Fama 與 French (2001) 對發放股利之公司做深入之討論，試圖找出發放股利公司其特徵與類型，其發現獲利能力大小會影響公司股利發放之決策。同樣的，Jensen, Solberg and Zorn (1992), Chen 與 Steiner (1999) 均認為，獲利性較高的公司會有較高的股利支付率。本研究參考 Jensen et al. (1992), Crutchley et al. (1999) 之研究，將資產報酬率做為獲利性指標，將其定義如下：獲利性 = [本期淨利 + 利息費用 (1 - 稅率)] / 平均資產總額。
- (4) 未來成長 (*growth*)：Myers 與 Majluf (1984) 為探討公司股利發放之因素，發表了剩餘股利假說 (Residual Dividend Theory)，提到投資機會較多的公司，較不會發放股利。Rozeff (1982), Alli, Khan and Ramirez (1993), Crutchley et al. (1999) 均指出，成長率高的公司有較多投資機會，因而需要較多的資金，故股利支付率較低。Smith and Watts (1992) 認為成長機會高的公司，較有資訊不對稱的問題存在，因此，依據融資順位理論，成長率較高的公司資訊不對稱問題較嚴重，故應該採較低的股利支付率。但若由訊息理論來解釋股利與成長之關連，則認為成長率較高的公司資訊不對稱的問題較嚴重，因此應該採較高的股利支付率，以傳遞好消息給外部投資人。Fama and French (2001) 的研究亦指出投資機會大小會影響公司股利發放之決策。本研究將 Tobin's Q 做為成長之衡量指標。根據定義，Tobin's Q 等於資產的市值除以資產的重置成本，然而，資產的重置成本衡量不易，因此，本研究以市值對帳面值的比率替代 Tobin's Q，做為公司未來成長機會的代理變數，此種方式，廣為先前文獻所採用 (Kaplan and Zingales 1997 ; Cleary 1999 ; Charlton, Lancaster and Stevens 2002)。
- (5) 公司規模 (*size*)：Alli et al. (1993) 認為，規模較大的公司對於風險之承擔能力高於規模較小的公司，故較容易從資本市場中取得資金，相對的較不需要依賴內部產生的資金，因此規模較大的公司可能會多發放股利。Crutchley and Hansen (1989) 及 Adedeji (1998) 均發現，公司規模越大，所發放的股利亦越高。Fama and French (2001) 亦發現公司規模大小會影響公司股利發放的決策。本研究並參考 Adedeji (1998), Chen and Steiner (1999) 之研究，將公司規模定義為 \ln (資產總額)。

本研究第二個目的在於探討產業創新條例上路與營所稅稅率調降前、後，大股東持股比率不同公司的股利政策是否有所不同？以及探討大股東持股比率較高與低兩群組，稅改前、後股利政策之變化是否相同。實證模型如方程式

(2) 所示：

$$div_{i,t} = c + \alpha_1 hblockholder_{i,t} + \alpha_2 hblockholder_{i,t} \times taxdummy_t + \alpha_3 lblockholder_{i,t} + \alpha_4 lblockholder_{i,t} \times taxdummy_t + \alpha_5 profit_{i,t} + \alpha_6 growth_{i,t} + \alpha_7 size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，*hblockholder* 表示大股東持股率較高之公司，*lblockholder* 表示大股東持股率較低之公司，大股東持股率之定義為：百分之十以上大股東持股數/年底流通在外股數，並將樣本按大股東持股率 2007 ~ 2011 平均數由小至大排列。

由於具有百分之十以上大股東持股的公司較少，故以沒有百分之十以上大股東持股的公司為大股東持股率較低之公司群組（*lblockholder* 群組）；具有百分之十以上大股東持股的公司為大股東持股率較高之公司群組（*hblockholder* 群組）。*hblockholder* 群組的平均數為 12.02%，標準差為 12.88；*lblockholder* 群組的平均數為 0，標準差為 0，兩群平均數差異達到 1% 的顯著水準（*t* 值為 49.42）。其餘變數同方程式（1）。

針對方程式（2），本研究將進行三項係數之 Wald test 檢定，一、檢定稅改前，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率之差異，即檢定 *hblockholder* 的係數 (α_1) 與 *lblockholder* 之係數 (α_3) 是否相等，以檢定假說二之一；二、檢定稅改後，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率之差異，即檢定 *hblockholder* 與 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數和 ($\alpha_1 + \alpha_2$) 與 *lblockholder* 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數和 ($\alpha_3 + \alpha_4$) 是否相等，以檢定假說二之二；三、檢定大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改前、後，其股利支付率變化差異之比較，即檢定 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數 (α_2) 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數 (α_4) 是否相等，以檢定假說二之三，即檢定本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響是否具有顯著差異。

肆、研究樣本

本研究以 2009 年底促進產業升級條例落日及營所稅稅率調降後的租稅環境變化為基準，探討本次稅改對股利政策之影響。故以稅改前、後之期間（2007 年到 2011 年）做為本研究之樣本期間。研究對象為台灣證券交易所之上上市公司。變數資料來源取自於台灣經濟新報資料庫，其中大股東持股的資料來自於 TEJ company，其餘變數來自於 TEJ finance。經對照兩個資料庫並刪除資料不全的樣本後，共選取 705 家之上市公司做為研究樣本。

伍、研究結果與討論

一、敘述統計分析

表 2 列示了大股東持股比率高、低群組各研究變數在稅改前、後的平均數，以初步檢視其在稅改前、後之變化。

表 2 顯示，在稅改前的期間，大股東持股率較高的群組，其股利支付率低於大股東持股率較低的群組，但兩者差異未達到 10% 的顯著水準；由此數據可知，在稅改前，我國企業股利政策的制定有為大股東規避個人稅負的現象，但不顯著。在稅改後的期間，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其股利支付率仍然低於大股東持股率較低的群組，但未達到 10% 的顯著水準；此意味在本次稅改之後，我國企業在制定股利政策時，還是存在為大股東規避個人稅負的現象，但不顯著。

若再由股利的型態來看，表 2 顯示，在稅改前的期間，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其現金股利支付率較低；在股票股利支付率上，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其股票股利支付率較高。在稅改後的期間，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其現金股利支付率較低，兩者差異達到 1% 的顯著水準；大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其股票股利支付率較高，兩者差異達到 5% 的顯著水準。

表 2 大股東持股比率高、低群組平均數之比較

變數	稅改前期間			稅改後期間		
	大股東 持股比 率較高 之群組	大股東 持股比 率較低 之群組	群組差異 (t 值)	大股東 持股比 率較高 之群組	大股東 持股比 率較低 之群組	群組差異 (t 值)
股利支付率 (div)	0.5013	0.6353	-0.1340 (-1.007)	0.5343	0.5992	-0.0628 (-1.591)
現金股利支 付率 (cashdiv)	0.3881	0.5385	-0.1503 (-1.132)	0.4113	0.5219	-0.1103*** (-2.932)
股票股利支 付率 (stockdiv)	0.1131	0.0968	0.0163 (1.244)	0.1230	0.0755	0.0475** (2.241)
獲利性 (profit)	0.0288	0.0482	-0.0194 (-0.273)	0.0404	0.0521	-0.0117* (-1.797)
未來成長 (growth)	1.3510	1.3633	0.0123*** (-3.999)	1.3861	1.3303	0.0558 (1.291)
公司規模 (size)	15.6214	15.9513	-0.3299*** (-3.238)	15.7082	16.0799	-0.3717*** (-3.313)

註：***、**、*表示分別達到 1%、5% 及 10% 之顯著水準。

由稅負的觀點，我國現行所得稅法對於現金股利係全額列入個人營利所得中，對於盈餘配股僅按面額（10 元）課稅，將來股東若將股票出售，出售價格超過面額部分屬於證券交易所得停徵，因此股東所配發的盈餘配股將產生隱含利益（鄧佳文，2012），公司有增加發放盈餘配股的誘因。

不論在稅改前或是稅改後，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，均維持較低的現金股利支付率與較高的股票股利支付率，此顯示，大股東持股率較高的群組，公司有增加發放盈餘配股以為大股東規避稅負的誘因。

在獲利性及公司規模上，稅改後兩群組均上升；在未來成長方面，大股東

持股比率較高之群組，在稅改後的期間增加，而大股東持股比率較低之群組，在稅改後的期間則是減少。

二、實證結果

1. 全體樣本

表 3 為全體樣本方程式 (1) 的實證結果，目的在於探討本次租稅制度改變對公司股利政策之影響。Panel A 為普通最小平方法 (OLS) 的實證結果，而 Panel B 為 panel data with fixed effect model，控制公司效果後的實證結果。

表 3 實證結果 - 全體樣本

Panel A: OLS		Panel B: Panel data with fixed effect		
Variables	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
c	0.1465	2.94***	0.9262	12.59***
taxdummy	-0.0175	-1.96**	-0.0030	-1.74*
profit	1.7094	30.51***	0.0295	2.57**
growth	-0.0171	-2.72***	-0.0171	-4.92***
size	0.023	7.66***	-0.0193	-4.19***
A-R ²	0.26		0.97	

註：1. 應變數：股利支付率 (div)；自變數：租稅制度改變虛擬變數 (taxdummy)；獲利性 (profit)；未來成長 (growth)；公司規模 (size)。

2. ***、**、*表示分別達到 1%、5% 及 10% 之顯著水準。

3. c 為截距項。

4. Panel B 中公司效果未顯示於表內。

在 Panel A 中，taxdummy 的係數為負，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，並達到 5% 的顯著水準，故假說一獲得實證。在 Panel B 中，taxdummy 的係數為負，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，並達到 10% 的顯著水準，與普通最小平方法的結果相同。本研究實證結果顯示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，與林靖傑與李文智 (2016) 的研究結果一致。

本次稅改，營利事業所得稅稅率調降為 17%，這使得公司有較多資金可供使用，加上未分配盈餘加徵 10% 的規定仍然存在的情況下，公司可能會多發放股利；但本次稅改，租稅優惠限縮為研究發展支出投資抵減乙項，公司若投資非研發項目，則不能享有過去在促進產業升級條例下之各項優惠，企業租稅減免的優惠將會減少，抵銷了公司有較多資金可供使用的好處，有可能排擠掉股利之發放。實證結果顯示稅改後公司總股利發放率減少，可能是刪除租稅優惠之影響大於調降營利事業所得稅稅率之影響所致。另一方面，本次稅改後，

公司稅與個人稅稅率差距變大，也提供了誘因，使公司減少股利之發放。

2. 分群比較

表 4 Panel A 為方程式 (2) 的實證結果，探討本次稅改前、後，大股東持股比率不同公司的股利政策是否有所不同，以及本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響是否具有顯著差異。

hblockholder 的係數 (α_1) 為 0.1394 (達 1% 之顯著水準)，*lblockholder* 之係數 (α_3) 為 0.1926 (達 1% 之顯著水準)，以 Wald Test 檢定 *hblockholder* 的係數 (α_1) 與 *lblockholder* 之係數 (α_3) 是否相等，結果達到 1% 的顯著水準，表示稅改前，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率有顯著之差異，稅改前大股東持股率較低的公司股利支付率顯著高於大股東持股率較高的公司，故假說二之一：本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同，獲得實證之支持。此一研究結果表示，稅改前，大股東持股率較高的公司可能欲為大股東避稅而少發放股利。

hblockholder 與 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數和 ($\alpha_1 + \alpha_2$) 為 0.1352，*lblockholder* 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數和 ($\alpha_3 + \alpha_4$) 為 0.1731，以 Wald Test 檢定 *hblockholder* 與 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數和 ($\alpha_1 + \alpha_2$) 與 *lblockholder* 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數和 ($\alpha_3 + \alpha_4$) 是否相等，結果達到 5% 的顯著水準，表示稅改後，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率有顯著之差異，稅改後大股東持股率較高的公司股利支付率仍然顯著低於大股東持股率較低的公司，故假說二之二：本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同，獲得實證之支持。此一研究結果顯示，大股東持股率較高的公司可能欲為大股東避稅而少發放股利的現象在稅改後仍然存在。

hblockholder \times *taxdummy* 的係數 (α_2) 為 -0.00422 (未達 10% 之顯著水準)，表示大股東持股率較高的公司本次稅改後，減少股利支付率，但不顯著；*lblockholder* \times *taxdummy* 之係數 (α_4) 為 -0.0195 (達到 10% 之顯著水準)，表示大股東持股率較低的公司本次稅改後，同樣也減少股利支付率。以上結果顯示本次租稅制度改變後，兩群組公司的股利支付率均下降，故假說一：本次租稅制度改變會使公司的股利發放減少，可獲得支持。

上述研究結果顯示本次稅改，拉大了個人稅和企業稅間之差距，確實有引發企業不配息的現象。另外，以 Wald Test 檢定 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數 (α_2) 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數 (α_4) 是否相等，結果未達到 10% 的顯著水準，表示大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改前、後，其股利支付率均減少，但兩者變化差異不顯著，此表示本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響不具有顯著差異，故假說二之三：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利

政策的影響不同，並未受到實證支持。大股東持股率較高的公司本次稅改後，減少股利支付率，但未達顯著水準，可能是因為本次稅改前，大股東持股率較高的公司其股利支付率已經較低，故本次稅改對大股東持股率較高的公司的影響並不顯著。大股東持股率較低的公司，在本次稅改後，減少股利支付率，且達到 10% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些大股東也不利，故大股東持股率較低的公司同樣也減少總股利之發放。

表 4 大股東持股比率較高之群組 VS 大股東持股比率較低之群組

Panel A：以持股百分之十以上做為大股東之定義			Panel B：以十大股東做為大股東之定義		
Variables	Coefficient	t-Statistic	Variables	Coefficient	t-Statistic
hblockholder	0.1394	2.68***	hbigten	0.1117	2.17**
hblockholder × taxdummy	-0.0042	-0.20	hbigten × taxdummy	0.0140	1.10
lblockholder	0.1926	3.77***	lbigten	0.1836	3.58***
lblockholder × taxdummy	-0.0195	-1.95*	lbigten × taxdummy	-0.0457	-3.61***
profit	1.7022	30.34***	profit	1.7328	31.08***
growth	-0.0155	-2.43**	growth	-0.0121	-1.92**
size	0.0207	6.68***	size	0.0223	7.24***
A-R ²	0.26		A-R ²	0.27	

註：1. 應變數：股利支付率 (alldiv)；自變數：租稅制度改變虛擬變數 (taxdummy)；大股東持股率較高之公司 (hblockholder)，大股東持股率較低之公司 (lblockholder)；獲利性 (profit)；未來成長 (growth)；公司規模 (size)；大股東持股率較高之公司 (hbigten)，大股東持股率較低之公司 (lbigten)。

2. ***、**、*表示分別達到 1%、5% 及 10% 之顯著水準。

三、穩健性測試

本研究以持股達百分之十以上做為大股東之定義，以此為標準的話，達到者相對而言較少，因此本研究另外以十大股東的持股比率做為大股東之定義，原方程式 (2) 中的 *hblockholder* 與 *lblockholder* 分別以 *hbigten* 及 *lbigten* 取代，*hbigten* 為大股東持股率較高的公司，而 *lbigten* 為大股東持股率較低的公司。*hbigten* 群組的平均數為 27.59%，標準差為 10.69；*lbigten* 群組的平均數為 12.07%，標準差為 5.73，兩群平均數差異達到 1% 的顯著水準 (t 值為 53.70)。

所得之研究結果列示於表 4 之 Panel B。*hbigten* 的係數 (α_1) 為 0.1117 (達到 5% 之顯著水準)，*lbigten* 之係數 (α_3) 為 0.1836 (達到 1% 之顯著水準)，以 Wald Test 檢定 *hbigten* 的係數 (α_1) 與 *lbigten* 之係數 (α_3) 是

否相等，結果達到 1% 的顯著水準，表示稅改前，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率有顯著之差異，稅改前大股東持股率較低的公司股利支付率顯著高於大股東持股率較高的公司，故假說二之一：本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同，獲得實證之支持。

hbigten 與 *hbigten × taxdummy* 的係數和 $(\alpha_1 + \alpha_2)$ 為 0.1257，*lbigten* 與 *lbigten × taxdummy* 之係數和 $(\alpha_3 + \alpha_4)$ 為 0.1379，以 Wald Test 檢定 *hbigten* 與 *hbigten × taxdummy* 的係數和 $(\alpha_1 + \alpha_2)$ 與 *lbigten* 與 *lbigten × taxdummy* 之係數和 $(\alpha_3 + \alpha_4)$ 是否相等，結果未達到 10% 的顯著水準，表示稅改後，大股東持股率較高的公司股利支付率仍然低於大股東持股率較低的公司，故大股東持股率較高的公司可能因為欲為大股東避稅而少發放股利的現象仍然存在，但並不顯著，故假說二之二：本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同，雖與本文預期的方向一致，但未達到 10% 的顯著水準。

hbigten × taxdummy 的係數 (α_2) 為 0.0140（未達 10% 之顯著水準），表示大股東持股率較高的公司本次稅改後，增加股利支付率，但不顯著；*lbigten × taxdummy* 之係數 (α_4) 為 -0.0457（達到 1% 之顯著水準），表示大股東持股率較低的公司本次稅改後，減少股利支付率。由以上結果可知，本次租稅制度改變後，大股東持股率較高的公司，其股利支付率較不受到影響，而大股東持股率較低的公司，其股利支付率下降。另外，以 Wald Test 檢定 *hbigten × taxdummy* 的係數 (α_2) 與 *lbigten × taxdummy* 之係數 (α_4) 是否相等，結果達到 1% 的顯著水準，表示大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改前、後，其股利支付率兩者變化差異顯著，此表示本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響具有顯著差異，故假說二之三：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同，受到實證支持。大股東持股率較高的公司本次稅改後，增加股利支付率，但未達顯著水準，可能是因為本次稅改前，大股東持股率較高的公司其股利支付率已經較低，故本次稅改對大股東持股率較高的公司的影響並不顯著。大股東持股率較低的公司，在本次稅改後，減少股利支付率，且達到 1% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些大股東也不利，故大股東持股率較低的公司減少總股利之發放。

綜合上述之結果，若大股東改用十大股東做為操作性定義時，所得結果，與以持股達百分之十以上做為大股東定義時的結果相比，假說二之一（本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同）一致，假說二之二（本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同）方向一致，但並不顯著，假說二之三（本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同），則由不顯著變成有顯著之差異。

陸、結論與研究意涵

我國 2010 年進行稅制改革，以產業創新條例取代促進產業升級條例，另一方面則調降營所稅稅率，本文擬探討本次租稅制度改變對公司股利政策之影響。其次，將樣本按大股東持股率分群，探討本次租稅制度改變前、後，大股東持股率不同之公司其股利政策是否不同，以及稅改前、後，兩群體股利政策的變化是否有所差異。

一、研究結論

本研究實證結果顯示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降。本次稅改，營利事業所得稅稅率調降，公司有較多資金可供使用，但本次稅改，租稅優惠限縮為研究發展支出投資抵減乙項，公司若投資非研發項目，則不能享有過去在促進產業升級條例下之各項優惠，企業租稅減免的優惠將會減少，抵銷了公司有較多資金可供使用的好處，有可能排擠掉股利之發放，因此，實證結果顯示稅改後公司股利發放減少，可能是刪除租稅優惠之影響大於調降營利事業所得稅稅率之影響所致。另外，稅改之後，保留盈餘不分配與分配間之稅負差距擴大，也是股利少發的可能原因之一。

稅改前，大股東持股率較高的公司股利支付率顯著低於大股東持股率較低的公司，這表示稅改前企業選擇保留盈餘不分配以為大股東規避個人稅負的現象是存在的。

本次稅改後，大股東持股率較高的公司股利支付率仍然顯著低於大股東持股率較低的公司，因此，稅改後，我國企業選擇保留盈餘不分配以為大股東規避個人稅負的現象仍然還是存在。

本次稅改後，不論是大股東持股率較高的公司或是大股東持股率較低的公司均減少股利支付率，其中，大股東持股率較高的公司未達 10% 的顯著水準，可能是因為本次稅改前，大股東持股率較高的公司其股利支付率已經較低，故本次稅改對大股東持股率較高的公司之影響並不顯著；本次稅改對大股東持股率較低的公司的影響則達到 5% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些大股東也不利，故大股東持股率較低的公司同樣也減少總股利之發放。綜合而言，本研究發現本次稅改後，保留盈餘不分配與分配間之稅負差距擴大，的確有誘發股利少分配的現象，其中又以大股東持股率較低的公司較為顯著。

大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改後，股利支付率均減少，但兩者變化差異不顯著，這表示本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響不具有顯著差異，故假說二之三：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同，並未受到實證支持。但當大股東的定義改為十大股東之後，兩者差異則為顯著。

二、研究意涵

本文以我國 2010 年的租稅環境調整為背景，以產業創新條例接續促進產業升級條例，刪除多項租稅優惠，另一方面則調降營所稅稅率，本次稅改，再次拉大公司稅稅率與個人稅稅率的差距，本文研究結果顯示，稅改後，公司的股利支付率下降。在營所稅率與綜所稅率差距擴大下，因為保留其盈餘不分配所負擔的稅負成本減低，公司確有減少發放股利，以規避個人股東高額稅負的情況。本文研究結果與國內外稅制改革研究相同，說明了稅制變動確實影響股利發放決策。

本文進一步發現本次稅改後，不論是大股東持股率較高的公司或是大股東持股率較低的公司均減少股利支付率，其中，大股東持股率較低的公司達到 5% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些公司的大股東也不利，故大股東持股率較低的公司同樣也減少總股利之發放。綜合而言，本研究發現本次稅改後，保留盈餘不分配與分配間之稅負差距擴大，的確有誘發股利少分配的現象，其中又以大股東持股率較低的公司較為顯著。

在我國目前股利併入個人綜合所得計算的情況下，個人稅稅率與公司稅稅率的差距擴大，會引發公司不分配股利。自 2015 年 1 月 1 日起，綜合所得稅的最高邊際稅率新增一級為 45%，使個人稅稅率與公司稅稅率的差距進一步擴大，故其所造成的扭曲將更形擴大，因此，更彰顯改革的必要，未來稅改應考量到公司稅與個人稅稅率差距所帶來的影響。如何縮減兩稅稅率差距，例如，將未分配盈餘需加徵營利事業所得稅的稅率提高、提高營利事業所得稅本稅的稅率以及考慮廢止綜合所得稅最高邊際稅率 45% 等，應是未來稅改可能的方向。

參考文獻

- 汪瑞芝與陳明進，2004，兩稅合一制前後上市公司股利發放之實證研究，管理學報，第 21 卷第 2 期：257-277。
- 林靖傑與李文智，2016，兩稅合一制下調降營利事業所得稅率與股利發放之研究，臺大管理論叢，第 26 卷第 3 期：35-62。
- 洪榮華、曾子耘與林聖傑，2006，從股東稅負壓力探討兩稅合一對股利政策之影響，輔仁管理評論，第 13 卷第 1 期：133-162。
- 財政部，2017，105 年度委託研究計畫「我國股利所得課稅及兩稅合一制度之檢討」（期中報告），研究單位：中華財政學會。
- 許文欣，2009，股利發放之決定因子—以美國市場為例，國立中央大學財務金融研究所碩士論文。
- 黃建興與林俊儒，2009，OECD 國家公司所得稅稅率發展趨勢與對我國之啟示，經濟研究，第 9 期：185-201。
- 黃瑞靜、徐守德與廖四郎，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證研究，管理評論，第 20 卷第 2 期：55-86。
- 鄧佳文，2012，營利事業所得稅調降對公司股利政策之影響，國立成功大學會計學系碩士論文。
- 盧育仕，2000，兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之實證研究，逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
- 謝明樹，1999，我國租稅制度對公司股利政策之影響，淡江大學會計研究所碩士論文。
- Adedeji, A. 1998. Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK ? *Journal of Business Finance and Accounting* (25) : 1127-1155.
- Alli, K. L., A. Q. Khan, and G. G. Ramirez. 1993. Determinants of corporate dividend policy : A factorial analysis. *The Financial Review* (28) : 523-546.
- Auerbach, A., L. E. Burman, and J. M. Siegel. 2000. Capital gains taxation and tax avoidance: New evidence from panel data. *Working Paper 6399, MA : Harvard University Press*.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness, and D. P. Sheehan. 2009. Dividends and corporate shareholders. *Review of Financial Studies* (22) : 2423-2456.

- Brown, J. R., N. Liang, and S. Weisbenner. 2007. Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut. *Journal of Finance* (62) : 1935-1965.
- Charlton, W. T., C. Lancaster and J. L. Stevens. 2002. Industry and liquidity effects in corporate investment and cash relationships. *Journal of Applied Business Research* 18 (1) : 131-142.
- Chen, C. R., T. L. Steiner. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *The Financial Review* (34) : 119-136.
- Cleary, S. 1999. The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance* 54 (2) : 673-692.
- Crutchley, C. E., R. S. Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management* (18) : 36-46.
- Crutchley, C. E., M. R. H. Jensen, J. S. Jahera Jr., J. E. Raymond. 1999. Agency problems and the simultaneity of financial decision making the role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis* (8) : 177-197.
- Elton, E. J., and M. J. Gruber. 1970. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics* (52) : 68-74.
- Fama, E. F., and, K. R. French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* (60) : 3-43.
- Farrar, D., and L. Selwyn. 1967. Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Taxes Journal* (20) : 444-454.
- Hubbard, J., and R. Michaely. 1997. Do investors ignore dividend taxation? A reexamination of the citizens utilities case. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (1) : 117-135
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27) : 247-263.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales. 1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics* 112 (1) : 169-215.

- Lewellen, W. G., K. L. Stanley, R. C. Lease, and G. G. Schlarbaum. 1978. Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon. *Journal of Finance* (33) : 1385-1399.
- Michaely, R., and J. L. Vila. 1995. Investors' heterogeneity, prices and volume around the ex-dividend day. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (30) : 171-198.
- Miller, M. H., and M. S. Scholes. 1978. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics* (6) : 333-364.
- Miller, M. H., and M. S. Scholes. 1982. Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy* (90) : 1118-1141.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* (34) : 411-433.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (2) : 187-221.
- Perez-Gonzalez, F. 2003. Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms. *Working Paper, Columbia University*.
- Pettit, R. R. 1977. Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics* (5) : 419-436.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta and agency cost as determinants of payout ratios. *Journal of Financial Research* (5) : 249-259.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* (32) : 263-292.

私立高中職辦學績效及財務資訊揭露對外部資金之影響

賴永裕

僑光科技大學

黃劭彥*

國立中正大學

鍾宇軒

東海大學

朱珮甄

逢甲大學

摘要

本文旨在探討學校辦學績效及財務資訊之揭露對於政府獎補助款及外界民間私有捐贈之關聯性，乃因在近年人口結構少子化的情形下，私立學校除政府獎補助款外，亦有爭取外界捐贈的需求，因此，瞭解學校的辦學績效及財務資訊之揭露是否對於學校補助及籌措資金有所幫助，將能夠作為未來主管機關訂定補助指標及學校公告資訊的參考。本研究以我國私立高中職學校於 2008 年至 2010 年在學校網站公告的資訊，採用資料包絡分析法 (Data Envelopment Analysis, DEA) 及迴歸模型進行分析。實證結果顯示學校的辦學績效及資訊揭露程度會正向影響政府的補助，但對外界民間私有捐款則無顯著的影響。

關鍵字：辦學績效、資訊揭露、政府獎補助款、外界民間私有捐款

*通訊作者：

聯絡地址：嘉義縣民雄鄉大學路 168 號 中正大學會計與資訊科學系
電話：05-2720411 傳真：05-2721481
E-mail: actsyh@yahoo.com.tw

The Effect of School Performance and Financial Information Disclosure on External Funds : Evidence from Private High Schools

Lai Yung Yu

Overseas Chinese University

Huang Shaio Yan

National Chung Cheng University

Chung Yu Hsuan

Tunghai University

Chu Pei Chen

Feng Chia University

Abstract

This study examines whether school performance and financial information disclosure influence government subsidies and external fundraising under the the phenomenon of low birth rate. The study is based on private high schools from 2008 to 2010 in Taiwan. It uses data envelopment analysis (DEA) to calculate each school operating performance, then this study adopt regression analysis to identify which factors affected. The study finds that school performance and financial information disclosure are significantly positive associated with government support. However, school performance and financial information are not statistical significance associated with external private donation.

Keywords : School Performance, Information Disclosure, Government Financial Support, Private Donation

壹、緒論

近年來社會人口結構因「少子化」現象，對於學校招生開始逐漸產生影響，未來可能嚴重衝擊整個教育體系，使我國基礎教育及國家教育政策方向開始有所調整與改變。尤其是在民國 103 年 8 月實施 12 年國民基本教育後，未來國中生均可免試直接進入高中職學校或專科學校就讀，但不同於公立高中職學校有較多的政府教育資源的挹注。私立高中職學校的主要收入來自於學雜費收入，政府獎補助款或民間捐贈則為次要收入，因此當少子化的問題產生時，使得私立技職院校在招生方面將容易受到衝擊與考驗。當學校經費來源減少或不足時，未來學校將可能面臨減班、轉型、併校甚或倒閉的危機，因此，要如何增加補助的經費及擴展資金來源是私立學校目前急需面對努力的課題。

司徒達賢（1999）指出私立學校屬於非營利組織，經營雖不以營利為其目的，但在性質上已具備財務收支會計之處理方式且受會計準則之規範，故私立學校經營方式亦能夠使用企業之經營管理方式，以提升經營效益。一般而言，除學雜費收入外，政府獎勵補助與民間捐贈收入是私立學校另獲取經費的另一管道，因此學校莫不積極爭取政府獎勵補助與外界捐贈收入，以減輕招生不足而引發的財務困難。根據私立學校法第五十七條的規定，私立學校經學校主管機關評鑑辦理完善，績效卓著者，得依法予以獎勵。然而，政府主要是針對辦學績效優良的私立學校酌予補助，但政府輔助私立學校的經費額度通常有限且較不固定。另一方面，私立高中職學校捐贈資金通常來自於社會各界人士的捐贈或募款，此種方式被視為是學校籌措資金的重要來源，但民間捐贈亦非穩定資金來源。因此，本研究從「辦學績效」及「財務資訊透明度」兩個角度，來探討對於私立學校資金來源的影響。

國內學者賴永裕、胡維新與郭佳如（2011）首先以私立大專院校為研究樣本，運用資料包絡分析法（DEA）衡學辦學績效與資訊揭露對款補助間的關係，其結果發現辦學績效與政府獎補助款有正向關係。但私立大學與私立高中職辦學所依據教育法規與目標不同；私立大專院校董事會來自於企業、宗教與社會人士創設，而私立高中職則以宗教支持及私人興學佔多數，受到企業支持者比例極低。管轄單位方面私立大專院校為高教司與技職司負責獎補助經費，私立高中職則由教育部國民及學前教育署及直轄市政府給予獎補助，其經費來源與金額規模均不相同；政府自民國 80 年起即對私立大專院校進行獎補助，額度穩定規模大法規亦較健全，相較下私立高中職不論在法規嚴謹程度與金額規模方面均不如私立大專院校。從私立大專院校研究發現，可能無法類比至私立高中職學校，有必要針對私立高中職進行探討。本研究將聚焦於「私立高中職學校」，乃因私立高中職學校是最先可能受到少子化衝擊的教育單位，若能藉由其營運情形及財務狀況進行分析，而進一步瞭解辦學績效及資訊揭露透明度，是否為吸引外部資金挹注的重要因素，這將能夠作為未來學校在營運策略及資

訊揭露的參考。研究手工蒐集我國 2008 年至 2010 年的 209 所私立高中職學校在網站公告之年度預算書、年度決算書、會計師查核簽證之財務報表或學雜費收入明細表等公開資訊，並將各校公告之學校教師人數、學生人數及學校特性等資訊量化成資訊揭露指標，最後以 158 筆資料經由資料包絡分析法（data envelopment analysis, DEA）模式估計學校經營績效值後，再透過最小平方法迴歸模型分析辦學績效及財務資訊揭露與政府獎補助款及外界民間捐款的關聯性。

對於私立高中職學校而言，政府獎補助款或外界捐贈是僅次於學雜費收入的重要收入來源，對於改善私立高中職學校教學環境，提升教師教學水準及學生受教品質皆有一定的幫助。在少子化問題衝擊各個教育階段情形下，私立高中職學校是最有可能因招生不足而導致資金缺乏的教育單位，故學校方面均相當積極爭取政府獎補助款及民間捐款來改善經營困境。根據本研究實證結果發現學校的辦學績效及資訊揭露程度會正向影響政府的補助，但對外界民間私有捐贈則無顯著的影響。

隨著非營利事業組織日益多元化、自由化及專業化的環境下，提升學校競爭力的關鍵即是如何提升組織績效，組織績效與資訊揭露程度深受外界人士高度關注。本研究探討私立高中職學校辦學績效及財務資訊揭露對政府獎補助款及外界民間私有捐贈之關係，不僅可做為未來私立高中職學校向政府及外界爭取補助與募款的參考，亦可做為政府訂定補助學校規則及學校財務資訊公告揭露規則的方向。第貳節為文獻探討，將說明私立學校的代理關係，並推論辦學績效及資訊透明度對於政府獎補助款及民間捐贈的影響。第參節為研究方法與設計，第肆節為實證結果分析，最後為研究結論與建議。

貳、文獻探討

一、辦學績效與私立學校資金來源的關聯性

蓋浙生（2002）則就學校教育的性質與目的表示，不論私立或公立學校均可視為非營利機構，只是兩者的經營主體有所差別而已。其中，國立高中職主要是由國家或地方政府進行補助及管理，而私立高中職則為財團法人經營的非營利教育單位，雖然私立高職在經費使用上比公立高中更具彈性，可更有效分配教育資源，充分運用經營績效管理工具，但仍需要有效經營以求生存與發展。Jensen and Meckling (1976) 年提出代理理論 (agency theory)，認為企業是由一系列契約組織而成，包括資本的提供者（債權人和股東等）和資本的經營者（管理當局）、企業與供貸方、企業與顧客、企業與員工等的契約關係。Jensen and Meckling 將主理人與代理人間的關係稱為代理，然而，當組織的所有權與控制權分離，而主理人與代理人的目標不一致，加上主理人無法完全觀察代理人的行動與正確判斷代理人的真正能力時，組織就會產生代理問題。從學校治

理觀點而言董事會為學校主理人，校長為負責治理學校代理人，校長可藉由資訊揭露公開透明使主理人與其他潛在資訊需求者瞭解校務，降低主理人與代理人間的資訊不對稱問題。

由於私立高中職學校因創校背景不同，面對政府獎補助款或民間捐贈收入的來源亦不相同，不同來源須考量補助捐款人對辦學績效要求，以達到其特定績效標準要求，以爭取獲得更多資金。學校提高辦學績效可獲取較高的政府獎補助款，然而，相對的當政府給予補助時，學校亦需要有較佳的辦學績效成果，因此，學校亦會較有動機提高辦學績效，因此在政府機關的要求下，辦學績效與政府獎補助款具有關聯性。

由經費的供給面與需求面而言，教育部或捐款人的角色屬於資金的供給者，可視為主理人，而學校的管理者或執行者則是資金需求者，則可視為是代理人。以教育部的經費補助為例，雖然教育部並非私立高中職校的所有權人，但教育部委託學校之管理者（代理人）執行教育事務（提供教育服務），並賦予代理人某些權限，故從獎補助款之經費供給面來檢視，可將而教育部視為學校的委託人/主理人。賴永裕、郭佳如與傅鍾仁（2011）指出教育部為主管教育機關，負有核准學校設立、增設系科、招生名額及獎補助款核定等權責。為有效監督對私立大專院校補助款之支用狀況，以及對廣大社會大眾負起監督私校之責任，於民國90年至92年間，教育部主動招聘會計師事務所進行私校查核工作，審計公費由教育部編列預算支付，這段期間屬於由主理人來主導監督型態。

營利組織以追求最大利潤為目標，且通常以營運效率及財務效果，作為績效衡量指標，但在非營利組織方面，無法用簡單的獲利情形衡量其績效，亦尚無一定的標準指標，用以對非營利事業組織的活動及屬性的績效成果進行衡量。吳清山（1998）指出針對學校效能的相關研究而言，迄今尚無法建立一套為大家所信服的理論架構，主要是因為在概念上和方法論上的爭議頗多，乃因學校效能之評估較偏重質性指標，常常涉及許多的主觀判斷，難以用客觀的量化方式進行評估。鄭友超（1993）則認為學校為一個組織，績效對於組織有雙重意義，一為代表組織對過去資源運用的結果進行評估，評估其是否運用得有效果(effectiveness)及效率(efficiency)，其二為對組織具有前瞻性的影響力，不但可以檢討、改進過去的錯誤行動，而且可以指引未來目標的制定及資源分配的方向。

學校的目的是培育英才以提供社會所用，故和一般企業相比在績效指標與績效評估方法應有所不同。吳清山與林天佑（1999）指出教育指標為評估教育運作與其結果的具體項目，可作為指引教育運作及評鑑目標達成程度的依據。Danielle（1997）指出質性的重要性在於目前尚無一個方法能將大學予以適當分類，所以大學的規模、行為準則、結構、歷史或宗教等都可能影響「量」的比較。由於「質」的衡量通常有較多的人為主觀成分介入，為了公平及合理之目的應採用「量」的指標。國內教育管理當局也曾運用背景評鑑（context

evaluation)、輸入評鑑 (input evaluation)、過程評鑑 (process evaluation) 和成果評鑑 (product evaluation) 四種評鑑模式進行各級學校評鑑，成果雖然良好且符合眼見為實之經驗法則，但卻不符合經濟效益，再加上學校之經營需面對整體環境競爭壓力，如果能夠有較為便捷及精準之衡量方式，將對於學校有所助益（康龍魁、陳牡丹、吳菊、陳秀玉、許順發與呂珮珊，2003）。

國外學者 Rhodes and Southwick (1986) 以美國公私立大學為樣本，評估其在 1979 至 1980 年的辦學績效相對效率，結果發現私立大學之相對經營效率明顯優於公立大學。Ahn, Charens and Copper (1986) 則以 1984 至 1985 年美國 161 所授予博士學位之公私立大學進行分析，結果亦與 Rhodes and Southwick (1986) 之研究一致。國內方面賴永裕、胡維新與郭佳如 (2011) 以專任教師、職員、教學訓輔支出及行政支出為投入項，學生數、建教合作收入及產學合作收入為產出項，運用資料包絡分析法 (DEA) 衡學辦學績效，探討私立大專院校辦學績效對募款補助的影響，結果發現辦學績效與政府獎補助款有正向關係。之後賴永裕、郭佳如與蘇仁傑 (2014) 更發現由企業創設支持私立大專院校其經營績效表現優於未受企業支持學校，而受宗教團體創設支持私立大專院校其經營績效表現則劣於未受宗教團體支持學校。因此本研究依循過去研究結果，以私立高中職學校為研究對象，推論當學校有良好之經營績效時，將容易受到政府的重視，並獲取較多的政府資源及資金的補助。建立假說1A如下：

H1A：私立高中職學校經營績效與政府獎補助款間存有正向關係。

另一方面，湯堯 (2002) 指出我國社會大眾較偏好捐贈予宗教團體與慈善機構，對於教育機構的捐贈相對偏低。然而，目前各級學校已開始積極以募款方式獲取資金，而教育部、私立大學校院協進會、私校教育事業協會與私立學校文教協會捐資成立的財團法人私立學校興學基金會，亦提供給予透過此基金會對私立學校捐款的個人或營利事業給予租稅抵減的優惠，以鼓勵民間對私立學校的捐贈。本研究認為當學校辦學績效愈佳時，本應較容易獲取外界民間私有的捐款，但就實務面而言，學校的捐款大多來自於內部人捐款或企業為節稅而捐款，而這種捐贈的方式並非以學校的辦學績效作為依據，僅為基於租稅考量、提升企業形象或支持與企業理念相同的私立高中職校而捐款，則大都屬於間斷且不定期的捐款，故本研究推論，辦學績效的優劣與外界捐贈關聯性較弱，建立假說如下：

H1B：私立高中職學校經營績效與外界捐贈存有關係。

二、資訊揭露與私立學校資金來源的關聯性

由於代理問題的發生將產生代理成本，Fama (1980) 與 Fama and Jensen (1983) 認為所有權及經營權的分離，造成了決策管理與風險承擔分離，便產生了所謂的代理問題。而其中，當主理人與代理人的一方握有另一方所不知道

的相關資訊時，即會產生所謂的「資訊不對稱」問題。Dopuch, King and Wallin (1989)指出資訊不對稱將可能導致道德危機(moral hazard)及逆選擇(adverse selection)。道德危機的產生可能是因為利益不一致、行為者不用百分之百的負擔其行動的責任後果、行動沒有辦法被觀察或是辨識。在組織當中，道德危機可能帶來的風險與不效率的問題，如同在代理關係中，主理人可能被代理人隱瞞資訊，而代理人則可能利用其本身擁有的資訊對委託人進行欺瞞，因此強化資訊揭露將有助於利害關係人之間的溝通，而能夠降低道德危機。逆選擇則是資訊不對稱所衍生出的惡性循環，而可能迫使市場機能崩潰的問題，以資本市場而言，若賣方能夠主動釋放出影響交易相關信息，將可以促進來獲取買方的信任，除了減少資訊不對稱外，亦能夠幫助交易順利完成。由於私立高中職學校面對政府獎補助款，須考量補助捐款人(政府)對辦學績效及財務資訊揭露要求，以達到其財務資訊揭露要求，以爭取獲得更多資金。學校獲取較高的政府獎補助款時，因此，學校亦會較有動機增加財務資訊揭露的程度，因此在主理人(政府機關)的標準及要求下，財務資訊揭露與政府獎補助款具有關聯性。

Kaplan and Grossman (2010)指出非營利組織普遍存有資訊缺乏與責任不明問題，若非營利組織要藉由資本市場獲取資金來源，則需透過績效指標與充分資訊揭露以增加外界認同，輔以透過中介基金進行專業角度評估非營利組織績效，取得外界補助資金。Herzlinger (1994)指出非營利組織唯有公開其財務報表與從事慈善事業活動，才能獲得社會大眾對該組織的信心，進而得到社會人力與資金挹注。Harvey and McCrohan (1988)則認為當非營利組織願意強化資訊透明度並提高資訊揭露時，政府或民間捐款人將可以透過公開揭露的資訊來瞭解組織，以增加影響政府或捐款人意願的機會，並給予正面的評價。Olson (2000) Keating, Parsons and Roberts (2008)認為非營利組織和營利組織一樣都存在代理問題，資訊揭露為解決代理問題的方法之一，至是訂定適當規範來管理非營利組織資訊揭露亦是必要的工作。Petersen and Plenborg (2006)研究指出藉由提高組織對外的資訊透明程度，有助於組織管理者與外部利害關係人間的溝通，可緩和主理人與代理人間的資訊不對稱問題。

在我國方面，許崇源(2009)認為我國並未強制要求公開非營利組織之活動與財務資訊¹，造成我國非營利組織信任度與透明度不足。張文瀅與周玲臺(2005)建議主管教育機關可明確要求學校揭露辦學相關資訊，或透過財務評鑑分數的高低，鼓勵學校自主揭露額外財務資訊，提升私立學校財務報告之透明度。林江亮與李岫穎(2008)及林江亮(2009)探討影響非營利組織網站資訊揭露程度之因素時，發現網路資訊揭露程度與捐款收入呈正向關係，當非營利組織將財務及營運資訊傳遞給社會大眾時，可取得社會大眾對組織公信力的

¹ 許崇源(2009)認為非營利組織應該公開的資訊項目，至少應包含組織目標與架構、會務報告、財務年度決算報表、捐款人名冊及金額、年度預算、重要員工及契約廠商名單與支付金額、服務對象之資料、重大資本支出、重要轉投資及關係人交易、組織之營運策略與績效等項目

認可，也可以促使組織獲得民眾捐款。

賴永裕、胡維新與郭佳如（2011）及賴永裕、黃劭彥與康照宗（2015）指出學校經營績效愈好，得到政府的募款補助就愈多，也越傾向於做越多的財務資訊揭露，辦學績效好的學校為避免被認為辦學不佳，學校會提高其財務透明度及資訊揭露程度，以釋放辦學績效的訊息。因此，我國學校應對於補助經費達成之成果進行揭露，進行資訊的揭露，以達到監督之目的，並取得社會大眾認同²。若補助經費來自於政府，即根據政府相關之法令規定（如：審計機關審核團體私人領受公款補助辦法第五條、第六條及教育部部補助及委辦經費核撥結報作業要點規定），學校須符合揭露規範而在事後對相關資訊做適度的揭露。因此本研究推論，私立高中職學校為獲得的較多政府的補助經費，較會有意願公開並呈現學校的營運及財務資訊，故當學校財資訊揭露透明程度愈高時，政府給予的補助相對較高。

H2A：私立高中職學校資訊揭露透明度與政府獎補助存有正向關係。

而在學校的外界捐贈方面，通常可能來自於對於學校熟悉的企業或校友，因此在主理人（捐贈單位）與代理人（學校）間的代理問題較小時，並不會有嚴重的資訊不對稱情形，因而可能不會如同政府獎補助款，需要有相關辦學績效產出及資訊揭露的標準，致使辦學績效與財務資訊揭露對於外界捐款的關聯性不具統計上的顯著影響。賴永裕、胡維新與郭佳如（2011）指出而辦學績效及財務資訊揭露對特定人士捐贈的影響是不明確的。賴永裕、黃劭彥與康照宗（2015）研究則顯示學校資訊揭露與得到民間捐款補助間存有正向關係，學校會提高其財務透明度及資訊揭露程度，可獲得社會較多捐款金額。政府獎補助款與外界民間私有捐贈性質不同，在考量實務上民間捐款通常來自於私立高中職校創辦人或企業的特定人士時，因主理人與代理人關係較為緊密，資訊不對稱的問題較小，故學校的資訊揭露透明度與捐款收入的關聯性方向不明確，本研究建立假說如下：

H2B：私立高中職學校資訊揭露透明度與外界捐贈有關係。

參、研究方法與設計

一、樣本來源

本文旨在探討私立高中職學校辦學績效、財務資訊揭露對政府獎補助款及外界民間私有捐款之影響。以我國 2008 年至 2010 年間（即 97 學年度至 99 學年度）的私立高中職學校作為研究對象，並手工蒐集各私立高中職校公開網站的年度預算書、年度決算書、會計師查核簽證之財務報表與學雜費收入明細表等公告資訊，且進一步獲取各校主管機關網站公告之學校教師人數、學生人

²詳如附錄一。

數及繁星計畫錄取人數等相關資訊彙集整理後，以形成量化衡量指標。如表 1 所示本研究樣本共計蒐集 209 所私立高中職學校的資料，在研究三年期間共計 627 筆資料。各私立高中職若未於公開網站公告財務資訊並無明確罰則，導致公告資料不全者甚多，在扣除相關資料遺漏或缺少的高中 322 筆及高職 147 筆樣本後，最後以 158 筆資料進行分析。

表 1 樣本篩選表

年度	97 學年度	98 學年度	99 學年度	合計
高中	145	145	145	435
高職	64	64	64	192
扣除高中公告資料不全	(111)	(93)	(118)	(322)
扣除高職公告資料不全	(50)	(46)	(51)	(147)
合計	48	70	40	159

二、研究設計

首先將使用資料包絡分析法，將所蒐集並量化的衡量指標進行量化分析，藉由相關指標之運算來求得學校經營效率。資料包絡分析法具有生產力比較的諸多特質，其運算結果適合作為管理用途，現今被廣泛應用到各領域或問題之評估工具上。Farrell (1957, 1962) 利用數學線性規劃技巧，找出所有資料中效率最佳者為包絡面，作為衡量各個決策單位效率的基準，其利用包絡線原理(等產量曲線)，將一組同質性高的決策單位 (decision making unit, DMU) 的投入項與產出項投射 (projection) 到幾何空間中，藉由將某個決策單位與所有其他決策單位逐一比較後，找出表現最好的單位，並形成最佳生產邊界 (生產可能曲線)。其中，在邊界上的決策單位為其投入、產出組合是相對有效率的，而落在生產邊界內的決策單位則會被視為是投入、產出組合是相對效率較差的，此單位與生產邊界的距離即為無效率值。

資料包絡分析法是從柏拉圖最適境界 (Pareto optimality) 的觀點，在規模報酬固定的假設下，評估各組織之效率與生產力。即是以生產函數及數學歸納法的方法計算決策單位投入與產出項指標相對效率值。此法主要優點是可以同時處理多投入及產出體系的評估問題，且投入與產出的權數由數學規畫產生，排除人為因素的影響，並可將績效結果加以排序，並對相對效率及無效率提出成因。效率乃是一個系統之投入與產出的比值，數值愈大表示此一系統愈有效率。就學校機構而言，投入部分包括人力（教師、行政人員等）、財力（教育經費和籌募經費）、物力（建築設施、校園綠美化和教學設備）等資源；產出部分包括畢業學生人數、學生就業情況及對社會所提供的服務等產出。由於學

校經營目的係考量教學、服務等產出項的最大化，且該等指標均可量化加以客觀衡量，因此本研究對於經營績效之評估著重於「經營效率」之衡量，聚焦於探討投入與產出比值之效率。

賴永裕、胡維新與郭佳如（2011）在探討私立大專院校辦學績效與資訊揭露對募款補助關係的研究中，以平均教師資本及教學輔導支出、平均職員行政管理單位支出作為投入項目，而以學生人數、推廣教育單位收入、建教合作單位收入作為產出項目。本研究依循該研究的方法，進一步的蒐集私立高中職學校網站公告之年度預算書、年度決算書、會計師查核簽證之財務報表、學雜費收入明細表等公開資訊，以及各校主關機關網站公告之學校教師人數、學生人數等相關資訊彙集整理後，量化成資訊揭露指標，以資料包絡分析法模式評估學校經營效率績效值並設定其辦學績效投入與產出指標。

由於績效指標之設定必須根據組織目標且能夠與相似之組織進行比較。本研究對象為私立高中職同質性高，使用成本效率資料包絡分析法中的配置效率（成本效率/技術效率）分析私立高中職學校之辦學績效，這種方式除了能夠有效衡量私立高中職學校辦學績效外，亦可以提供後續分析時，達到精簡變數，提高辦學績效估計的可靠性。基於私立大學與私立高中職辦學所依據教育法規與目標不同及資料蒐集可行性，本研究選取及設定之投入產出項目如下：

1. 投入項變數

投入一：專任教師人數：即專任教師及可折算專任教師之兼任教師數之和。

價格一：平均教師資本及教學訓輔支出：（資本門支出 + 教學研究及訓輔支出） / 專任教師人數，計算每位專任教師平均資本及教學訓輔支出。

投入二：職員人數：職員總和（不包括警衛及工友）。

價格二：平均職員行政管理單位支出：行政管理支出 / 職員人數，計算每位職員行政管理單位支出。

2. 產出項變數

產出一：學生人數：包含日間及夜間學制的學生。

產出二：錄取大學及技職繁星計畫學生人數：此項指標衡量學校的教學成果與學生受教的品質。

二、財務資訊揭露衡量指標

依據「公私立學校及其他教育機構公告財務報表作業」（2002）中第 5 條、第 13 條及第 14 條規定：私立學校及附屬機構應於會計年度結束後四個月內，將會計師查核簽證之平衡表、收支餘額表、現金流量表、現金收支概況表、收入明細表、支出明細表，依照教育部規定報表格式，在學校網站公告，並且

應於圖書館、閱覽室或其他場所連續公開陳閱達三年以上。本研究假定財務資訊揭露衡量指標的邊際傳遞資訊增量是固定的條件下，從各校網站公開的資訊評估以上四項財務資訊是否清楚公告，並分別以預算、決算、會計師查核報告書及學雜費收入明細等資料是否有公開予以衡量，每項揭露一年給一分，揭露二年給二分，以此類推。最後以四項合計數為財務資訊揭露衡量總分。本研究參酌賴永裕、胡維新與郭佳如(2011)將學校資訊揭露區分成公告期間的長短、廣度及深度三個方面來衡量，評分項目如下：

1. 是否公告收入明細表及支出明細表等年度預算書？
2. 是否公告現金收支概況表、收支餘額表、收入明細表、支出明細表、現金流量表、平衡表等年度決算書？
3. 是否公告會計師查核報告書？
4. 是否揭露學雜費收入明細？

三、研究模型

1. 辦學績效與財務資訊揭露與政府獎補助款的關聯性

在研究模型方面，首先探討私立高中職校辦學績效與資訊揭露是否與政補助收入具有關聯性（模型 1），本研究推論辦學績效 (β_1) 與財務資訊揭露 (β_2) 與政府獎補助款 ($SADI_GOV$) 為正相關，並設定模型如下：

$$SADI_GOV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EFF_{i,t} + \beta_2 ETS_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 HS_{i,t} + \beta_5 ES_{i,t} + \beta_6 HI_{i,t} + \beta_7 D97_{i,t} + \beta_8 D98_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，

政府獎補助款 = 以私立學校會計制度之一致規定所定義，凡學校接受政府機關之獎助與補助，由學校運用者皆屬之，為各校年度政府獎補助收入並取自然對數 (\ln) 來衡量。

經營績效 (EFF) = 以成本效率資料包絡分析法中的配置效率（成本效率/技術效率）評估效率值。

財務資訊揭露 (ETS) = 從各校網頁資訊揭露給分，以會計師查核報告書、決算、預算及學雜費收入明細等其他資訊是否有公開。揭露一年給一分，揭露二年給二分，以此類推，總分為四項合計數。

學校規模 (SIZE) = 各校學年度總資產取自然對數 (\ln) 來衡量。由於教育部依據學校規模給予經費補助，不同規模學校會有不同補助經費，本研究以此變數控制其對獎補助款的影響。

- 所屬教育主管單位 (HS) = 為 I 學校在第 t 年度隸屬教育主管機關單位，若當年度隸屬於直轄市教育局為 1，隸屬於教育部中部辦公室為 0。
- 宗教支持 (ES) = 各校有宗教支持者為 1，沒有宗教支持者為 0。
- 高中職 (HI) = 學校組織型態當年度屬於私立高中者為 1，私立高職為 0。
- $D97$ = 97 學年度者 (2008年) 為 1；否為 0。
- $D98$ = 98 學年度者 (2009年) 為 1；否為 0。

2. 辦學績效與財務資訊揭露與外界民間私有捐款的關聯性

模型 (2) 主要在探討私立高中職學校辦學績效與財務資訊揭露是否與對外界民間私有捐贈具有關聯性，由於就實務面而言，學校的捐款主要來自於內部人或特定企業捐款，其是基於租稅考量、提升企業形象或支持與企業理念相同的私立高中職校為目的，因此本研究認為外界民間私有捐贈 ($SADI_PER$) 在各捐款者捐款目的相異下，辦學績效與財務資訊揭露關聯性將低於政府獎補助款時。故不預期模型系數的方向，設定模型如下：

$$SADI_PER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EFF_{i,t} + \beta_2 ETS_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 HS_{i,t} + \beta_5 ES_{i,t} + \beta_6 HI_{i,t} + \beta_7 D97_{i,t} + \beta_8 D98_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，

- 民間捐款 = 以私立學校會計制度之一致規定所定義，凡學校接受國內外機關團體以及個人之捐贈，得由學校運用者皆屬之，並取自然對數 (\ln) 來衡量。各校年度民間捐贈收入，主要來自於學校關係人及特定企業捐款，少數來自社會大眾捐款。
($SADI_PER$)

3. 辦學績效與財務資訊揭露與學校整體補助及捐贈收入的關聯性

最後，本研究考量政府獎補助款與外界民間私有捐贈兩者之間可能存在替代與互補之關係，亦或兩者無一定的關聯性。進一步地將模型 (1) 政府獎補助收入及模型 (2) 民間捐贈收入彙總合計並設定模型 (3) 透過合併後的辦學績效、財務資訊揭露及相關控制變數，瞭解對於學校整體補助及捐贈收入 ($SADI_ALL$) 的影響，並設定模型如下：

$$SADI_ALL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EFF_{i,t} + \beta_2 ETS_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 HS_{i,t} + \beta_5 ES_{i,t} + \beta_6 HI_{i,t} + \beta_7 D97_{i,t} + \beta_8 D98_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，

補助及捐贈收入 = 以私立學校會計制度之一致規定所定義，
 $(SADI_ALL)$ 凡學校接受政府機關之獎補助及國內外機關團體以及個人之捐贈，得由學校運用者皆屬之，為各校年度補助及捐贈收入總額。變數政府獎補助款($SADI_GOV$)與民間捐款($SADI_PER$)之合計數即為補助及捐贈收入($SADI_ALL$)，並取自然對數(ln)來衡量。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計量

表 2 為 2008 年至 2010 年(即 97~99 學年度)，以 209 所私立高中職學校為研究對象，並以獲取的 158 筆資料所估計的敘述統計量。其中可以發現政府獎補助款($SADI_GOV_TOL$)私立高中職學校每年最大值約為 1 億 3 千 1 百萬元，平均數約為 1 千 3 百萬元。民間特定人士捐助($SADI_PER_TOL$)每年最大值約為 8 千 7 百萬元、平均數約為 3 千 4 百 2 萬元。政府獎補助款取自然對數($SADI_GOV$)私立高中職學校每年最大值約為 18.69，平均數 16.01。民間特定人士捐助($SADI_PER$)每年最大值為 18.28、平均數約為 7.18。而外界民間私有捐贈平均數小於政府獎補助收入平均數，但從最大值來看政府獎補助收入遠大於外界民間私有捐款的最大值。

運用成本效率資料包絡分析法之配置效率(成本效率 / 技術效率)評估辦學績效，投入面以專任教師人數及平均教師支出、職員人數及平均職員成本為投入數量及成本。產出部分以學生人數及錄取大學及技職繁星計畫人數為產出。學校辦學績效優劣端視「投入」與「產出」之相對比較，若某學校能以較少的投入，得到較多的產出，此學校的辦學績效「效率」相對較優。在此效率前緣上的學校，其投入產出相對其他學校有效率，在經濟學上的眼光，此效率前緣上的各學校，為「柏拉圖最適」，其辦學績效(EFF)效率值為 1。以資料包絡分析法分析後辦學績效(EFF)其最小值為 0.004、最大值為 1、平均數為 0.49。在資訊揭露(ETS)方面，其資訊評分最小值為 1、最大值為 28、平均數為 6.54。在控制變數方面，學校總資產金額(SA)方面，其資產規模金額最小值約為 2 千 8 百萬元、最大值約為 3 拾 1 億 6 千 9 百萬元、平均數約為 6 億 6 千 3 百萬元。學校總資產取自然對數($SIZE$)最小值為 17.16、最大值為 21.88，平均數 19.98。發現隸屬教育單位(HS)平均數為 0.25，表示主管機關隸屬於直轄市教育局的學校占 25%，而隸屬於教育部中部辦公室的學校占 75%。宗教支持(ES)學校平均數為 0.27，即平均約有 27% 學校有宗教支持。最後高中職組織(HI)平均數為 0.72，可看出本研究中私立高中約占私立高中職學校總數 72%。

表2 敘述性統計量

	單位	平均數	標準差	最小值	最大值
政府獎補助收入變數					
SADI_GOV		16.01	9.40	12.83	18.69
SADI_GOV_TOL	百萬元	13.67	16.15	0.38	131.19
特定人士捐贈收入變數					
SADI_PER		7.18	7.12	0.00	18.28
SADI_PER_TOL	百萬元	3.42	11.49	0.00	87.22
全部補助及捐贈收入變數					
SADI_ALL		16.24	0.93	12.96	18.69
SADI_ALL_TOL	百萬元	17.09	18.87	0.43	131.19
其他相關變數					
EFF		0.49	0.31	0.004	1.00
ETS		6.54	3.62	1.00	28.00
SA	百萬元	663.80	531.91	28.24	3,169.66
SIZE		19.98	0.87	17.16	21.88
HS		0.25	0.43	0.00	1.00
ES		0.27	0.44	0.00	1.00
HI		0.72	0.45	0.00	1.00
D97		0.30	0.46	0.00	1.00
D98		0.44	0.50	0.00	1.00
樣本規模		158			

SADI_GOV：政府獎補助收入取自然對數。

SADI_GOV_TOL：政府獎補助收入實際數。

SADI_PER：外界民間私有捐贈收入取自然對數。

SADI_PER_TOL：外界民間私有捐贈收入實際數。

SADI_ALL：整體補助及捐贈收入取自然對數。

SADI_ALL_TOL：整體補助及捐贈收入實際數。

EFF：學校辦學績效，為 DEA 成本效率值。

ETS：學校財務資訊揭露評分。

SA：學校總資產實際數。

SIZE：學校規模，為學校總資產取自然對數。

HS：學校主關機關隸屬於直轄市教育局為 1；隸屬於教育部中部辦公室為 0。

ES：學校有宗教支持者為 1；沒有宗教支持者為 0。

HI：屬於私立高中為 1，私立高職為 0。

D97：97 學年度者(2008 年)為 1；否為 0。

D98：98 學年度者(2009 年)為 1；否為 0。

二、相關分析

本研究透過相關分析瞭解變數間的線性關係強度，以避免後續分析因變數間具有高度相關，而可能產生共線性問題。表 3 表中右上為 Spearman 等級相

關係數，左下部則為 Pearson 積差相關係數檢定之結果。表中顯示各變數間相關係數僅學校規模(SIZE)與學校組織(HI)Spearman 等級相關係數及 Pearson 相關係數較高為 0.47 及 0.38，並達到統計上的顯著水準。但經由本研究檢測變異數膨脹因子(VIF)值後，發現各變數的變異數膨脹因子均未大於 10，故表示各變數之間的共線性問題並不嚴重。

表 3 相關係數

	EFF	ETS	SIZE	HS	ES	HI	D97	D98
EFF	-	0.02	0.47***	0.09	0.04	-0.08	0.09	-0.001
ETS	0.02	-	0.06	0.00	-0.01	-0.09	-0.50***	0.02
SIZE	0.47***	0.06	-	0.09	0.10	0.00	-0.02	0.03
HS	0.09	0.00	0.09	-	-0.25***	-0.42***	0.01	-0.04
ES	0.04	-0.01	0.10	-0.25***	-	0.38***	-0.02	0.01
HI	-0.08	-0.09	0.00	-0.42***	0.38***	-	-0.01	0.06
D97	0.09	-0.50***	-0.02	0.01	-0.02	-0.01	-	-0.59***
D98	-0.001	0.02	0.03	-0.04	0.01	0.06	-0.59***	-

1.雙尾檢定之機率值，*、**及*** 分別表示 10%、5% 及 1% 的顯著

2.表中右上為 Spearman 等級相關係數，左下部則為 Pearson 積差相關係數

EFF：學校辦學績效，為 DEA 成本效率值。

ETS：學校財務資訊揭露評分。

SIZE：學校規模，為學校總資產取自然對數。

HS：學校主管機關隸屬於直轄市教育局為 1；隸屬於教育部中部辦公室為 0。

ES：學校有宗教支持者為 1；沒有宗教支持者為 0。

HI：屬於私立高中為 1，私立高職為 0。

D97：97 學年度者(2008 年)為 1；否為 0。

D98：98 學年度者(2009 年)為 1；否為 0。

三、迴歸分析

1. 辦學績效與財務資訊揭露與政府獎補助款的關聯性

本研究利用迴歸分析模型來探討辦學績效與財務資訊揭露對於政府獎補助款或外界民間私有捐贈的關聯性，並分析納入學校規模、隸屬主管機關、有無宗教支持及高中職學校組織型態等作為控制變數。表 4 為對於研究模型(1)探討辦學績效(EFF)與財務資訊揭露(ETS)對於政府獎補助款(SADI_GOV)的影響，實證結果顯示，模型(1)的解釋力調整後 R^2 為 0.230 (F 檢定值為 6.859，顯著)，表示研究迴歸模型配適度尚佳且具解釋能力。

表 4 中顯示辦學績效(EFF)、財務資訊揭露(ETS)與學校規模(SIZE)為主要影響政府獎補助款(SADI_GOV)之因素。其中，以 DEA 效率值代理辦學績效(EFF)係數在迴歸模型中為 0.44 達顯著水準，顯示學校辦學績效(EFF)愈好的學校可得到府補助款(SADI_GOV)就愈多，政府是透過學校辦學績效來檢視學校努力成果而給予相關補助。私立高中職學校財務資訊揭露

(ETS)係數為 0.04 達顯著水準，表示當學校有較多的財務資訊揭露時，降低了政府（主理人）與學校當局（代理人）二者之間資訊不對稱的問題，將可以獲得政府更多的補助。在控制變數方面，僅有學校規模(SIZE)迴歸係數為 0.20 顯著，顯示規模愈大的學校較容易獲取愈多政府獎補助款。

2. 辦學績效與財務資訊揭露與外界民間私有捐款的關聯性

表 5 為對於研究模型(2)探討辦學績效(EFF)與財務資訊揭露(ETS)對於外界民間私有捐贈(SADI_PER)的影響，實證結果顯示，模型(2)的解釋力調整後 R^2 為 0.191(F檢定值為 5.638，顯著)，表示研究迴歸模型配適度尚可並具解釋能力。表中顯示辦學績效(EFF)係數為 -0.76 與財務資訊揭露(ETS)係數為 0.04，兩者均未達顯著水準，表示辦學績效(EFF)與財務資訊揭露(ETS)與外界民間私有捐贈(SADI_PER)較不具關聯性，此種結果可能與內部人捐款或企業為節稅而捐款有關，即外界民間私有捐款人（主理人）與學校（代理人）代理問題小且資訊不對稱問題較少，故在捐贈目的不同的情形下，本研究證實無法解釋外界民間私有捐贈行為與辦學績效及財務資訊揭露具有統計上的顯著關聯性。

在控制變數方面，則發現隸屬主管機關(HS)與宗教支持(ES)為影響外界民間私有捐贈(SADI_PER)的要素。隸屬主管機關(HS)係數為 -4.39 且達顯著水準，顯示主管機關是教育部中部辦公室的學校取得民間私人捐款明顯高於主管機關是直轄市教育局的學校。宗教支持(ES)學校變數係數為 2.38，達顯著水準，顯示有宗教支持的學校得到外界民間私有特定人士捐贈款較多。

表 4 辦學績效與財務資訊揭露與政府獎補助款的關聯性

	係數	t 值	p 值
<i>INTERCEPT</i>	11.26	6.69	0.00
<i>EFF</i>	0.44*	1.78	0.08
<i>ETS</i>	0.04*	1.75	0.08
<i>SIZE</i>	0.20**	2.33	0.02
<i>HS</i>	0.06	0.34	0.73
<i>ES</i>	-0.26	-1.60	-0.11
<i>HI</i>	-0.27	-1.57	-0.12
<i>D97</i>	0.38*	1.70	0.09
<i>D98</i>	0.84***	4.65	0.00
樣本規模		158	
F-test		6.859***	
Adjust R ²		0.230	

1. OLS 迴歸模型使用 two-way cluster 進行分析的 t 檢定機率值，*、** 及 *** 分別表示 10%、5% 及 1% 的顯著。

2. 式中，變數定義如下：

SADI_GOV：政府獎補助收入取自然對數。

EFF：學校辦學績效，為 DEA 成本效率值。

ETS：學校財務資訊揭露評分。

SIZE：學校規模，為學校總資產取自然對數。

HS：學校主管機關隸屬於直轄市教育局為 1；隸屬於教育部中部辦公室為 0。

ES：學校有宗教支持者為 1；沒有宗教支持者為 0。

HI：屬於私立高中為 1，私立高職為 0。

D97：97 學年度者(2008 年)為 1；否為 0。

D98：98 學年度者(2009 年)為 1；否為 0。

分析表 4 研究模型（1）影響政府獎補助款（SADI_GOV）的因素，我們發現辦學績效（EFF）、財務資訊揭露（ETS）、學校規模（SIZE）及年度為影響學校獲得政府獎補助款的影響因素，由係數觀察又以辦學績效（EFF）影響程度最大。而表 5 研究模型（2）影響外界民間私有捐贈（SADI_PER）的因素僅有隸屬主管機關（HS）及宗教支持（ES），特別是有宗教支持的學校可以獲得高額的外界民間捐款，此結果明顯與表 4 不同。由此可知不同的外部資金來源，有著顯著不同的影響因素，此一結果可供學校未來爭取不同外部資金管道時，可視資金來源依其影響因素著重努力，為爭取外部資金提供指引方向。

進一步觀察表 4 及表 5 結果我們發現辦學績效（EFF）對於政府獎補助款（SADI_GOV）影響與外界民間私有捐贈（SADI_PER）影響程度不同。辦學績效（EFF）為影響私立高中職獲得政府獎補助款主要因素，在研究模型（2）外界民間私有捐贈（SADI_PER）的係數為 -0.76 且於統計上看不出影響，研究

模型（1）結果顯示政府是依過去辦學績效優劣給予補助款。主管機關依「公私立學校及其他教育機構公告財務報表作業原則」要求獲得獎補助學校揭露財務資訊，故在財務資訊揭露（ETS）方面，政府獎補助款（*SADI_GOV*）的影響與外界民間私有捐贈的影響亦不同。表 4 在中財務資訊揭露對政府獎補助款有正向影響，然而表 5 財務資訊揭露（ETS）對外界民間私有捐贈則觀察不到影響，表示財務資訊揭露並非外界民間捐款的主要考量因素。研究的結果說明政府是依學校辦學績效分配獎補助款，然而外界民間私有捐贈並不重視此一指標，故政府重視各校財務資訊揭露。民間捐款不考量學校辦學績效，當然不會在意學校是否充分揭露其財務資訊。

表 5 辦學績效與財務資訊揭露與外界民間私有捐贈的關聯性

	係數	t 值	p 值
<i>INTERCEPT</i>	7.59	0.58	0.57
<i>EFF</i>	-0.76	-0.39	0.70
<i>ETS</i>	0.04	0.22	0.83
<i>SIZE</i>	0.02	0.30	0.98
<i>HS</i>	-4.39***	-3.30	0.001
<i>ES</i>	2.38*	1.87	0.06
<i>HI</i>	2.05	1.54	0.13
<i>D97</i>	-4.10**	-2.32	0.02
<i>D98</i>	-1.06	-0.75	0.45
樣本規模		158	
F-test		5.638***	
Adjust R ²		0.191	

1. OLS 迴歸模型進行分析的 t 檢定機率值，*、**及 *** 分別表示 10%、5% 及 1% 的顯著。

2. 式中，變數定義如下：

SADI_PER：外界民間私有捐贈收入取自然對數。

EFF：學校辦學績效，為 DEA 成本效率值。

ETS：學校財務資訊揭露評分。

SIZE：學校規模，為學校總資產取自然對數。

HS：學校主管機關隸屬於直轄市教育局為 1；隸屬於教育部中部辦公室為 0。

ES：學校有宗教支持者為 1；沒有宗教支持者為 0。

HI：屬於私立高中為 1，私立高職為 0。

D97：97 學年度者(2008 年)為 1；否為 0。

D98：98 學年度者(2009 年)為 1；否為 0。

四、增額性測試

模型（3）為本研究考量政府獎補助款與外界民間私有捐款兩者之間可能存在替代與互補之關係後，加總模型（1）政府獎補助收入及模型（2）民間捐贈收入，而設定私立高中職學校整體補助及捐贈收入（*SADI_ALL*）進行之迴歸分析。表 6 實證結果顯示，迴歸模型解釋力調整後 R² 為 0.176（F 檢定值為

5.181，達 1% 顯著水準)，表示研究迴歸模型配適度尚佳且具解釋能力。其中，辦學績效 (EFF) 係數為 0.35 與財務資訊揭露 (ETS) 係數為 0.31，與模型 (2) 相同皆呈正相關，但未達統計上的顯著水準。這很有可能是因為加總後的私立高中職學校整體補助及捐贈收入 (SADI_ALL) 中，包含了外界民間私有的特定人士捐款收入，而特定捐款人通常對於學校具有一定的影響力，但在兩者間代理問題與資訊不對稱問題較小的情形下，故學校向民間大眾公告辦學績效及財務資訊揭露，就相對的不同向政府揭露來的重要。因此，可能此項干擾因素導致辦學績效及財務資訊揭露無法與學校整體補助及捐贈收入具有關聯性。在控制變數中，學校規模 (SIZE) 則會影響私立高中職學校整體補助及捐贈收入，其學校規模 (SIZE) 係數為 0.27，且達顯著水準，表示學校規模愈大，整體獲得政府獎補助款及外界民間私有捐贈收入也較多。

表 6 辦學績效與財務資訊揭露與學校整體補助及捐贈收入的關聯性

	係數	t 值	p 值
INTERCEPT	10.309	6.00	0.00
EFF	0.35	1.40	0.17
ETS	0.31	1.30	0.20
SIZE	0.27**	3.08	0.002
HS	-0.12	-0.69	0.49
ES	-0.16	-0.98	0.33
HI	-0.13	-0.72	0.48
D97	0.07	-0.30	0.76
D98	0.58**	3.16	0.002
樣本規模		158	
F-test		5.181***	
Adjust R ²		0.176	

1. OLS 迴歸模型進行分析的 t 檢定機率值，*、** 及 *** 分別表示 10%、5% 及 1% 的顯著。
 2. 式中，變數定義如下：
- SADI_ALL：整體補助及捐贈收入取自然對數。
- EFF：學校辦學績效，為 DEA 成本效率值。
- ETS：學校財務資訊揭露評分。
- SIZE：學校規模，為學校總資產取自然對數。
- HS：學校主管機關隸屬於直轄市教育局為 1；隸屬於教育部中部辦公室為 0。
- ES：學校有宗教支持者為 1；沒有宗教支持者為 0。
- HI：屬於私立高中為 1，私立高職為 0。
- D97：97 學年度者(2008 年)為 1；否為 0。
- D98：98 學年度者(2009 年)為 1；否為 0。

伍、結論

本文以我國私立高中職學校為研究對象，探討學校辦學績效及財務資訊揭露對於政府獎補助款及外界民間私有捐贈之影響，即在瞭解提高私立高中職學校辦學績效及財務資訊揭露，能夠有助於各校向外界取得更多補助及捐款收入。本研究以 2008 年至 2010 年我國的私立高中職學校為研究對象，並以 158 筆樣本進行分析，結果發現辦學績效 (EFF) 及財務資訊揭露 (ETS) 與政府獎補助款 (SADI_GOV) 均具有顯著正向關係，表示學校辦學績效愈好及財務資訊透明度愈高，可得到政府的補助款 (SADI_GOV) 就會愈多。然而，在探討辦學績效 (EFF) 及財務資訊揭露 (ETS) 與外界民間私有捐贈 (SADI_PER) 的關係時，則發現兩者均與外界民間私有捐贈不具關聯性，本研究認為這可能是學校的外界民間私有捐贈主要來自於特定人士，且特定人士通常有特定的目的進行捐贈，故在代理問題及資訊不對稱問題較小的情形下，辦學績效及財務資訊揭露較不具影響性。

因少子化私立高中職辦學日益艱困環境下，研究結果提供了私立高中職學校在辦學績效愈好及財務資訊透明度對於政府獎補助款及外界民間私有捐贈的初步證據，但本研究仍有相關限制，有待未來研究持續探討突破。其中，本研究以我國私立高中職學校作為研究對象，並採用資料包絡分析量化衡量學校績效，但研究仍僅能夠就所獲取的相關資訊進行指標量與分析，尚無法全面的評估學校整體情形。而各私立高中職學校有獨特的成立原因、經營特色、支持團體及校務發展等因素，亦可能會影響政府獎補助款及外界民間私有捐贈收入，建議未來學者可進一步的透過更加完整的衡量指標進行評估。另一方面，由於少數私立高中職學校並未將財務報表公開揭露或未完整揭露財務資訊，又少數財務報表資訊未經會計師查核，致使本研究在分析的過程中需要刪除因資料缺乏或遺漏的樣本較多，未來研究若能藉由不同管道蒐集較為完整的資料，亦可能可以強化辦學績效愈好及財務資訊透明度對於政府獎補助款及外界民間私有捐贈得關聯性。此外，在研究結果中，發現受有宗教支持學校整體而言有獲得較多補助及捐贈收入，其財源上較為豐富且措籌資金能力較高，未來私立高中職學校亦可以考慮與理念相同宗教結盟，以獲得宗教金源的支持。特定宗教團體與私人團體，對於私校捐贈有所偏好，或有長期固定合作夥伴關係，且台灣捐贈文化與外國不同，均可能對於本研究分析有所影響，後續學者可針對此部分加以探討。最後，本研究僅採用資料包絡分析方法進行評量，未來研究亦可考量採用專家深度訪談法、層級分析法、德菲法等，以降低主觀選取投入產出因素的影響。

透過本研究除了可以瞭解對於少子化問題逐漸影響學校營運的情形下，對於私立高中職學校而言，學校辦學績效與財務資訊揭露對於政府獎補助款具有相當的影響。研究結果顯示財務資訊揭露雖非影響外界民間私有捐贈的主要要素，但仍可做為學校在未來獲取資金來源的一種政策性的考量方向。政府主管

機關也可以作為未來訂定補助學校規則及學校財務資訊公告揭露規則之依據。因此，本研究認為私立高中職學校積極提升辦學績效對政府獎補助收入會有正向效益，而充實學校網站資訊內容，減少資訊不對稱，除了是政府獎補助款的重要依據外，讓一般社會大眾能夠充分瞭解學校經營情形及呈現學校經營的成果，或許能能夠影響社會人士的捐贈意願，進而在未來可以有增加學校收入來源的機會。然而各私立高中職對社會大眾與政府所提供的資料公開程度存有落差，造成在樣本選擇上必須放棄資料遺漏學校，可能會對結果造成影響為本研究限制。

參考文獻

- 司徒達賢，1999，非營利組織的經營管理，臺北市：天下遠見。
- 吳清山，1998，學校效能研究，臺北市：五南圖書出版公司。
- 吳清山與林天佑，1999，教育名詞：教育指標，教育資料與研究，第 29 期：46-49。
- 林江亮，2009，資訊透明度對捐款收入影響織實證研究：以台灣公益團體為例，經濟研究，第 45 卷第 1 期：65-102。
- 林江亮與李岫穎，2008，影響非營利組織網站資訊揭露程度之研究，人文及社會科學集刊，第 38 卷第 4 期：327-356。
- 康龍魁、吳菊、陳牡丹、呂珮珊、許順發與陳秀玉，2003，我國技專院校經營效率之評估—以技術學院為例，弘光科技大學學報，第 42 期。
- 張文灝與周玲臺，2005，財務報表簽證與私立大學營運效率之研究，管理評論，第 24 卷第 2 期：116-136。
- 許崇源，2009，我國非營利組織責任及透明度提昇之研究：德爾菲法之應用，中山管理評論，第 9 卷第 4 期：540-566。
- 湯堯，2002，學校經營管理策略：大學經費分配、募款與行銷，臺北市：五南圖書出版公司。
- 蓋浙生，2002，教育經營與管理，臺北市：師大書苑。
- 鄭友超，1993，學校效能理論及其相關研究之探討，職業教育學院學報，第 2 期：17-28。
- 賴永裕、胡維新與郭佳如，2011，私立大專院校辦學績效與資訊揭露對募款補助之間的關係，教育政策論壇，第 14 卷第 2 期：65-89。
- 賴永裕、郭佳如與傅鍾仁，2011，從招標機制角度探討審計品質與審計公費，會計審計論叢，第 1 卷第 2 期：97-126。
- 賴永裕、郭佳如與蘇仁傑，2014，私立大專院校創設支持組織與經營績效關係之研究，教育政策論壇，第 17 卷第 1 期：69-98。
- 賴永裕、黃劭彥與康熙宗，2015，私立大專院校會計師選任策略之研究，管理與系統，第 22 卷第 1 期：93-124。
- Ahn, T., A. Charens, and W. W. Copper. 1986. Some statistical and DEA evaluations of relative efficiencies of public and private institutions of higher learning. *Socio-Economic Planning Science* 22 (6) : 259-269.

- Danielle, P. M. 1997. Evaluation and self-evaluation in french universities. *European Journal of Education* 32 (2) : 165-174.
- Dopuch, N., R. R. King, and D. E. Wallin. 1989. The use of experimental markets in auditing research: Some initial findings. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 8 (Supplement) : 98-127.
- Fama, E. 1980. Agency theory : An assessment and review. *Journal of Political Economy* 88 : 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 : 301-326.
- Farrell, M. J. 1957. The measurement of productivity efficiency. *Journal of the Royal Statistical Society* 120 : 253-281.
- Farrell, M. J., and M. Fieldhouse. 1962. Estimating efficient production functions under increasing returns to scale. *Journal of the Royal Statistical Society* 125 : 252-267.
- Harvey, J. W., and K. F. McCrohan. 1988. Strategic issues for charities and philanthropies. *Long Range Planning* 21 (6) : 44-55.
- Herzlinger, R. E. 1994. Effective oversight: A guide for nonprofit directors. *Harvard Business Review* 72 (4) : 52-60.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 205-360.
- Kaplan, R. S., and A. S. Grossman. 2010. The emerging capital market for nonprofits. *Harvard Business Review* 88 (10) : 110-118.
- Keating, E. K., L. M. Parsons, and A. A. Roberts. 2008. Misreporting fundraising: How do nonprofit organizations account for telemarketing campaigns? *The Accounting Review* 83 (2) : 417-446.
- Olson, D. E. 2000. Agency theory in the not-for-profit sector: Its role at independent college. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly* 29 (2) : 280-296.
- Petersen, C., and T. Plenborg. 2006. Voluntary disclosure and information asymmetry in denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 15 (2) : 127-149.
- Rhodes, E. L., and L. Southwick. 1986. Determinants of efficiency in public and private universities. *Working Paper, School of Environmental and Public Affairs, Indiana University*.

附錄一

依據現行「教育部獎勵補助私立高級中等學校經費實施要點」，其中將經費分為獎勵部分為 55% 及補助部分為 45%，獎勵部分係對各校之評鑑成績、辦學特色、行政運作、獎勵補助經費執行績效及其他配合本部重要政策推動績效事項，訂定核配基準給予獎勵；補助部分係對各校之現有規模及整體資源投入事項，訂定核配基準給予補助。補助經費中每年度保留百分之二十之金額，作為補助私立學校天然災害受損害或改善充實設備之用，所餘百分之八十之金額，則依基準配分方式（如下表），按學校總得分占各校合計總得分之比率核算經費。此外，依據「公私立學校及其他教育機構公告財務報表作業原則」（2002）中第 5 條、第 13 條及第 14 條規定：私立學校及附屬機構應於會計年度結束後四個月內，將會計師查核簽證之平衡表、收支餘绌表、現金流量表、現金收支概況表、收入明細表、支出明細表，依照教育部規定報表格式，在學校網站公告，並且應於圖書館、閱覽室或其他場所連續公開陳閱達三年以上。

教育部獎勵補助私立高級中等學校經費實施要點配分基準及指標			
項目	評核項目	配分	評核或分配基準
獎勵	一、評鑑成績	20	依學校最一次校務評鑑、專業類科評鑑成績。
	二、辦學特色	40	1、強化輔導教師專業成長機制、措施及成效。 2、推動國際化教育交流，辦理外語授課等相關配套及成效。 3、提升合格專任教師比率。 4、提升學生就近入學率。 5、提升學生素質策略績效。 6、學校特殊貢獻及表現。
	三、行政運作	30	1、落實學校財務與校務資訊公開化及電腦化。 2、建立與落實學校財務審查機制、內部控制制度及會計制度。 3、健全人事制度、推動行政人員之訓練、考核、獎懲、管控措施及機制。
	四、獎勵補助經費執行績效		前一學年度獎勵補助經費執行成果未依規定報備者，扣一分。
	五、配合教育部重要政策推動績效	10	1、辦理輔助弱勢學生學習。 2、學生事務及輔導。 3、校園安全與衛生條件及設備。 4、校園無障礙環境。 5、其他配合本部重要政策推動績效。

補助	一、基本補助額	20	
	二、學校班級數	30	
	三、學校教師數	10	
	四、學校教師合格數	10	
	五、學校樓地板面積	10	以學校當學年度每生占樓地板面積核配。
	六、整體教學資源投入	10	1、前一學年度儀器設備之財產增加總額或除以全校學生數所得單位增加金額。 2、圖書館之圖書、視聽資料及電子資源等出版品館藏數。
	七、校務發展經費籌措成效	10	以前一年度捐贈收入總額核配。

兩岸三地初次上市櫃公司會計盈餘穩健性之影響因素

蘇寶玉*
國立高雄科技大學

李合龍
國立高雄科技大學

摘要

本文旨在探討兩岸三地初次上市櫃企業對會計盈餘穩健持續性的關係，對通過兩岸三地如何選擇有效籌資是業者所期盼。本研究針對初次上市櫃公司選擇在中、港、台不同地方進行 IPO，其會計盈餘穩健性是否因法制體系不同有所差別。並將其實證結果提供給兩岸三地新股上市投資人與法人做為投資決策與公司經營參考之用。

本研究通過 Khan and Watts (2009) C-Score 方法探討兩岸三地初次上市(IPO) 公司會計盈餘穩健性差別。樣本研究期間由 2011 年 ~2015 年共 5 年，依據股票報酬率、現金流量組成與應計項目組成、公司規模、負債比率等對於兩岸三地在不同及相同產業別其企業會計盈餘穩健性影響。

在盈餘穩健性越高確認壞消息和好消息及時的反應程度，並引用成文法國家及非成文法國家不同法制體系下，進一步探討其條件式盈餘穩健性及非條件盈餘穩健性的差別。實證結果顯示中國及台灣在確認壞消息比好消息慢，香港在確認壞消息比好消息快。因為不同法系國家 IPO 存在非條件式穩健程度差異，其探討結果中國與台灣非條件穩健程度高於香港，此說明制度環境的管制對會計穩健程度是具有一定的影響。所以 IPO 公司其營運中心的所在地，而受當地制度的管制對會計穩健程度是有所不同。另外其三地在 IPO 前會計盈餘穩健性比 IPO 後會計盈餘穩健性更為穩健。兩岸三地最後檢定結果一致是 IPO 前比 IPO 後較為穩健。無論 IPO 前或後中國大陸盈餘管理綜合指標最高。

另一方面台灣實施 IFRS 前後對首次公開發行公司會計穩健性影響，實證結果強制性 IFRS 實施之後，公司的盈餘品質變差，因為公司更會使用盈餘平穩化，以及更會採用積極性的會計政策與 Ahmed, Neel and Wang (2011) 有相同的呼應。

關鍵詞：新上市公司、穩健會計、應計項目、現金流量組成

* 通訊作者：

聯絡地址：80778 高雄市三民區建工路 415 號 國立高雄科技大學 會計系碩士
電話：07-3814526 ext 16604
Email. : 2104331112@gm.kuas.edu.tw

THE EFFECT OF IPO SHARE ON ACCOUNTING CONSERVATISM IN TAIWAN, MAINLAND CHINA AND HONG KONG

So Po Yuk

National Kaohsiung University of Science and Technology

Lee Ho Lung

National Kaohsiung University of Science and Technology

Abstract

This paper explores the relationship between accounting conservatism and earnings persistence from the point of view in valuation relevance of initial public offerings (IPOs.) The business go to IPOs that choose which countries and the accounting conservatism effect from different legal system. And its empirical results provided to the China, Taiwan and Hong Kong places of investors and legal persons as investment of decision-making and the company operating reference.

The Khan and Watts (2009) C-Score method explores the differences in the accounting conservatism of the IPOs. The sample range from year 2011 to year 2015, By the Stock return rate, cash flow component of earnings, Accrual component of earnings, Company Size, Liabilities ratio etc. to effectiveness In different and the same industry of accounting conservatism.

The higher and higher of accounting conservatism, the bad news and the good news of the degree of response, and cited the common- law and code law countries under different legal systems. And further discusses the difference between the conditional conservatism and unconditional conservatism. The empirical results show that China and Taiwan are sure that bad news is better than good news. Hong Kong is sure that bad news is better than good news, Because there are unconditional conservatism differences between IPO countries, and the results of China and Taiwan unconditional conservatism higher than Hongkong, This shows that the institutional environment of the control of the accounting conservatism is subject to a certain impact.

Other results the accounting conservatism between of pre-IPOs than post-IPOs is more healthy.

On the other hand, Taiwan's implementation of IFRS before and after the impact of the IPO of accounting conservatism. The empirical results of mandatory IFRS implementation, the company's earnings quality deterioration, Because the company will use the income smoothing, and will adopt a positive accounting policy and Ahmed, Neel and Wang (2011) have the same echoed.

Keywords: IPOs, Conservatism accounting, Accrual component of earnings, Cash flow component of earnings.

壹、緒論

本文探討兩岸三地初次上市櫃企業對會計盈餘穩健持續性的關係，對通過兩岸三地如何選擇有效籌資是業者所期盼。本研究針對初次上市櫃公司選擇在中、港、台不同地方進行 IPO，其會計盈餘穩健性是否因法制體系不同而有所差別。並將其實證結果提供給兩岸三地新股上市投資人與法人做為投資決策與公司經營參考之用。

時至今日時空改變，不同時段有不同經濟環境條件，各地政府因應市場變化政策不斷改變，10 年前的今天及 10 年後的今天可說經濟環境時空背景一日千里，以前是著重重工業發展，現在是著重產業高新技術研發，自動化是每個企業必需導入方向也是唯一生存下去的一條道路。公司如何因應市場的變化，從而改進內部經營管理，使企業能達到永續經營理念。通過會計盈餘穩健性與盈餘持續性探討正是反應企業本身內部管理及經營策略正當性。

企業如何以有效率且低成本之方式籌措資金，並擴大公司營運規模，提高公司之能見度和知名度，一直是企業極須面對的重要議題。當某些企業逐漸步入軌道並達到可以上市或上櫃的條件與規定時，有些公司為了籌資更多資金會選擇進入股票公開市場，透過投資者募集資金讓企業的資金增長，所以有些企業融資的辦法通常為選擇初次上市（IPO）市場直接籌措資金。股價是反應投資者對其企業信心度，但投資者決策參考的重要指標則是來自於會計盈餘穩健性及公司財務資訊。許多即將 IPO 公司因為面臨到上市櫃標準的檢視，會有動機去進行門檻式盈餘管理，會計原則的穩健特性是否會對即將 IPO 公司之財務報導品質發生影響，是具有本土性影響因素。因此從探討兩岸三地初上市公司其會計穩健原則在不同地方其股價反應程度是否一致，並再進一步對市場的比較分析。

一般各國證券普遍都存在對於新股抑價現象，很多學者一直試圖想揭開其謎底，其中資訊不對稱理論是最具代表性研究結論。Leone, Rock and Willenborg (2007) 發現，IPO 公司在公開說明書中自願披露募集資金用途，其降低了資訊的不對稱程度，也緩解了投資者對新股發行者的不確定性，從而也能更有效降低新股的抑價。

另外，依據 Ball and Shivakumar (2008) 利用英國證券市場的上市公司樣本研究發現，隨著 IPO 實施的增強，在公開說明書中，公司會有更多的通過資產減損以調減其留存的收益，其中，對無形資產項目的調整最為普遍。由於公開發行後市場上不同投資者、債權人、財務分析師、證券承銷商、查核人員、主管機關等會對初上市櫃公司高度關注，而公司 IPO 的成功是一定要通過主管機關、法令制度的各種監督，故其會計處理的穩健程度必會提高。因此，引發出研究動機是在不同組成的會計盈餘穩健性水準下首次公開發行公司對其盈餘穩健性越高，在確認「壞消息」和「好消息」時對股價及時的反應程度速

度。

本研究針對初次上市櫃企業選擇在中港台不同地 IPO 為研究對象，通過探討兩岸三地初次上市公司會計盈餘穩健性及品質，檢視兩岸三地在其財務資訊變動情形下其股價的影響。樣本研究期間由 2011 ~ 2015 年共 5 年，依據兩岸三地 IPO 公司不同穩健性通過新上市櫃股票報酬率及現金流量與應計項目資訊檢定公司會計品質穩健性。

基於上述研究動機，歸納出以下的研究目的：

1. 研究近 5 年來兩岸三地初上市櫃公司的財務報表之穩健性，分析其穩健性變動的原因（條件式與非條件式穩健），並探討此種穩健性的變動是否與法律體系不同而有所不同，並從應計項目及現金流量不同組成方向進行探討其穩健性。
2. 對於兩岸三地首次公開發行公司 IPO 前與 IPO 後會計盈餘穩健性，具上市後其盈餘穩健程度提高對其股價影響。通過三地盈餘平穩化探討盈餘管理綜合指標。
3. 台灣強制實施 IFRS 制度，強制實施後 IPO 公司比強制實施前 IPO 公司是否更具有會計盈餘穩健性及其影響。

本文係探討兩岸三地 IPO 公司其會計穩健性，對此種研究劃分為國內學者最大的差異，在於這段期間正值台灣會計準則轉換 IFRS 制度環境急遽變遷，對台灣上市櫃公司財報影響從會計盈餘穩健性之影響程度進行探討。

本研究第一個貢獻：是分別分析中國、台灣、香港三地其本身會計盈餘穩健性程度高低，再對三地做跨國性穩健程度比較，中國與台灣為成文法國家，香港為非成文法國家，本文檢視經濟發展條件及文化背景相似，但法制體系不同的三地，其穩健性是否有所差異、並實證其制度環境對條件及非條件穩健產生之影響。

本研究第二個貢獻：是對台灣、香港、中國。分析三地在 IPO 前與 IPO 後其會計盈餘穩健性比上市櫃後其會計盈餘穩健性隨時間經過穩健程度變化。三地迴歸實證同是 IPO 前比 IPO 後會計盈餘穩健性為高。其穩健性是否因為盈餘管理而有所影響，因此再通過盈餘管理綜合指標的方法探討兩岸三地在 IPO 前及 IPO 後，對於財務報表的影響批露結果。中國大陸 IPO 後比 IPO 前進行盈餘管理綜合指標還要高。香港 IPO 後比 IPO 前盈餘管理綜合指標還要低，台灣 IPO 前及 IPO 後指標一致。中國在三地之中 IPO 前與 IPO 後的盈餘管理綜合指標最高，其也是會計盈餘最不穩健國家。盈餘管理綜合指標指數愈大，表示整體的盈餘管理情況愈嚴重。在三地之中發現中國對盈餘管理是三地之冠，香港在 IPO 前公司是有做盈餘操作。台灣盈餘管理綜合指標 IPO 前與 IPO 後指標都一致，也就是台灣公司 IPO 前後並沒有對此特別進行盈餘管理，兩岸三地之中台灣 IPO 前及 IPO 後，盈餘管理綜合指標都是最小，依

據數字說明台灣 IPO 公司股權較為分散國家，對投資者保護都比中國和香港較好，以及執法較為嚴格的國定，中國似乎仍有一些差距，仍需有改善的空間。

本研究第三個貢獻：依據李華龍 (2008) 研究結果，台灣 IPO 前因為有上市成功壓力，IPO 公司有強烈動機去向上盈餘管理，相對地，公司可能減緩盈餘向下的穩健操縱。故 IPO 前二年會有穩健和盈餘管理的影子存在。但本研究發現結果，台灣 IPO 前及 IPO 後盈餘管理綜合指標數值一樣，因此進一步探討台灣 2013 年強制實施 IFRS 是否對於資本市場的影響，本研究發現 2014 年非常損益前稅後淨利有極大影響，與學者 Ahmed et al. (2011) 研究發現強制實施 IFRS 之後，公司的盈餘品質變差，因為公司更會使用盈餘平穩化，以及更會採用積極性的會計政策，有相同的呼應。

貳、文獻探討與假說發展

第一節 穩健性原則之基本概念

一、穩健原則之定義

穩健性在傳統意義上是指「預見所有盡可能多的損失，但不能預期任何不確定的收益 (Bliss 1924)。」只有在法律意義上存在可以證實收益存在的證據，確認收益或預期收益才是被許可的。美國會計原則委員會 Accounting Principles Board 簡稱 APB 將穩健性定義為“歷史意義上，管理者、投資者、和會計師都傾向於低估資產和利潤，也可以說會計師要求對好消息比壞消息有更高的可證實性的傾向”。

穩健會計盛行的主要原因有四種參考 Watts (2003) 如下：

1. 訴訟因素：

盈餘高估所引起的訴訟，遠高於低估盈餘，因此管理當局與審計人員就有採用穩健會計的誘因。

2. 稅務因素：

為了減少繳稅，管理當局在財務報導時也有採用穩健會計的誘因。相同的盈虧如果能夠愈晚認列，則所繳的稅的現值愈小。

3. 管制因素：

管制者或是準則設定機關，本身也會承受政治壓力而在設定相關法規時，有誘因採取較為穩健的傾向。當受管制的上市公司採取低估盈餘或是淨資產的方法時，就比較不會引起社會大眾的注意。

4. 契約因素：

會計資訊的其中一個功能，就是契約功能；為使契約能順利運作，常會使用穩健會計的觀念。就薪酬（紅利）契約而言，管理當局常比股東或

董事擁有很多內部訊息（如公司新開發產品的未來現金流入），如果對於認列盈餘不設定較為嚴格的驗證門檻，則管理當局為提高自己的薪酬（紅利），有可能提高近期盈餘而犧牲長期利益。此種情況在管理當局即將退休時期明顯。第二個常見契約就是債務契約。公司與債權人之間，常會出現代理問題，特別是債權人無法分享公司的上方風險，而卻必需承擔下方風險的情況下，簽訂較為穩健的債務契約，有助於緩和下方風險的代理疑慮。

在企業的整個生命週期內，無論用會計任何的方法，收益的總額應該是相同的，所以一個會計期間的穩健可能導致下一個會計期間的不穩健性。Wolk, Tearnye and Dood (2001) 認為，會計報告的編製的角度來看，穩健性將導致：(1)較慢的收入確認，(2)較快的費用確認，(3)較低的資產價值，(4)較高的負債金額。多個學者陸續發表企業在財務報表的穩健特性。Basu (1997) 發現市場上對壞消息與好消息的認列具有不對稱性，據此推論會計盈餘具有穩健的特性。Ball, Kothari and Robin (2000) 採用Basu (1997) 的衡量基礎，檢驗習慣法國家，例如加拿大、英國、美國、澳洲和成文法國家，例如法國、德國、日本，將其進行會計穩健性比較分析，研究結果發現在不同法制體系的國家，企業會受到不同法令的影響，進而選擇對公司有利的會計方法，甚至會有盈餘管理行為，以極大公司本身或管理階層自身的利益。依據此原因，本研究針對跟台灣較有密切關聯中國大陸與香港為探討根源，並針對首次公開 (IPO) 發行公司，探討其兩岸三地會計盈餘穩健性。

二、穩健原則分為條件式穩健及非條件式穩健兩種：

Beaver and Ryan (2005) 將穩健會計分成了兩類，條件式穩健 (Conditional Conservatism) 及非條件式穩健 (Unconditional Conservatism) 。

條件式穩健是指會計原則應該能反映「當前」的經濟情況，因此有壞消息時即應提早認列，而好消息時則應延遲認列，因而好壞消息認列的時間存在不對稱的情況。由於此種穩健觀念是隨著「當前」經濟情況而隨著反應，因此又稱為損益表穩健或事後穩健 (ex-post conservatism) 。

非條件式穩健，是指與當前經濟情勢無關，而是公司於資產或負債認列之初即採用保守的會計方法，因而會出現持續的淨資產帳面價值低於市場價值的現象。由於此一穩健概念與「當前」的好壞消息無關，因此又稱為資產負債表穩健或是事前穩健 (ex-ante conservatism) 。

Xinrong (2007) 發現以下的結論：

(1) 契約因素導致了條件式穩健：

條件式的穩健立即認列壞消息，會導致債權人與投資者提早預警，因此是有利契約的效率性。但是，非條件式穩健則沒有使用到事後發生

的這些重大壞消息並予以立即入帳，因而降低了契約效率性。

(2) 訴訟因素導致兩類穩健性：

由於非條件式穩健在事前即已採取穩健措施，因而具有較高的預警效果；但是，但可能有些潛在的原告會希望公司知道有壞消息時，也立即能認列出來。

(3) 管制因素導致非條件式穩健：

條件式穩健常會出現突發的重大損失（如重大資產減損），較易引起社會關注與討論，而非條件式穩健則是在事發前已將損失平穩化（透過加速折舊），因而比較不會有突發事件。另外，公司採條件式穩健時，如有突發事件易引起主管機關介入，因而也較不願意採用條件式穩健。

(4) 稅務因素導致非條件式穩健：

稅法常會允許非條件式穩健所產生的費用（如採用 FIFO 下的銷貨成本），但卻比較容易排除條件式穩健所產生的損失（因為常常是未實現的損失）。其次，非條件式穩健具有幾項特性：(A) 提早認列損失有助降低稅額；(B) 比較容易掌控與規劃（因為與事件無關）；(C) 執行成本較低（如無須減損測試）；(D) 盈餘較平穩，而非產生突發事件，也有助於降低稅額。

Beaver and Ryan (2005) 將穩健原則分為兩類：

表 1 穩健原則分類表

項目	非條件穩健	條件穩健(Basu 1997)
別名	資產負債表穩健、與消息無關的穩健及事前穩健 (Beaver and Ryan 2005 ; Chandra, Wasley and Waymire 2004 ; Richardson and Tinailar 2004)。	損益表穩健、與消息無關的穩健及事後穩健 (Beaver and Ryan 2005 ; Chandra et al. 2004 ; Richardson and Tinailar 2004)
發生原因	與市場消息無關，它取決於會計程序的運作，造成企業帳上有未認列的商譽。是一般且普遍的偏誤(加速費用和遞延利益之認列)，傾向平均淨利且股東權益帳面價值下降(事前)。	與市場消息有關，其認列處理取決於市場消息的變化。因好消息比壞消息有更高的驗證程度(事後)。
以盈餘對報酬做迴歸	非條件穩健與當期消息無關，因此預期常數項較小，斜率不變，所以非條穩健不影響盈餘與報酬的關係 (Chandra et al. 2004)	假設權益價值可以有效反應好消息與壞消息，因此負報酬(壞消息公司)比正報酬(好消息公司)的斜率大。
例子	自行研發之無形資產無法入帳、機器廠房折舊的提列使得帳面值小於經濟價值、廣告及 R&D 成本費用化。固定資產採用加速折舊法，以致於所提的會計折舊大於實質的經濟折舊。	存貨的備抵跌價損失 (LCM) 時，當期期未應採用成本市價孰低法，以便當期立即認列。 長期資產或是商譽減損，亦應當於當期認列、所以或有損失和或有利得之不對稱認列。
Basu(1997)	因為非條件穩健不受消息影響，所以不認為契約對於其有任何的有效性。	反應於契約和其他影響條件穩健的動機是有效的。而好消息比壞消息有更高的驗證性。
二者的關係及理由	(1) 非條件穩健先於條件穩健發生(Richardson and Tinailar 2004 ; Beaver and Ryan 2005)：若公司將支出費用化，則以後有壞消息時，資產負債表中就沒有可供沖減的資本化金額。例如：若先採用非條件穩健，則無法在壞消息認列資產減損，相反，若公司不採非條件穩健而是將支出資本化，則有壞消息時會認列資產減損。 (2) 條件健件和非條件穩健呈負向關係(Pae, Thornton and Welker 2005 ; Pae 2007)： a. Pae (2007) 認為來自「未預期(裁決性)應計項目」。 b. 因為非條件穩健先於條件穩健發生。	

第二節 兩岸三地對於會計穩健性探討

一、台灣新上市櫃會計盈餘穩健性 (IPO)

依據李華龍 (2008) 「我國 IPO 公司會計穩健性之研究」研究結果即將 IPO 公司有普遍的盈餘管理跡像，並且 IPO 後較 IPO 前之穩健程度，在有條件穩健程度較高，非條件穩健較低，其暗示了 IPO 時管理當局之會計條件穩健程度應會延續到公司上市後的階段，且其穩健程度在 IPO 後較 IPO 前為高。

近年來由於台灣資本市場逐漸成熟積極接軌採用國際會計準則，其新上市櫃前公司穩健性比上市櫃後穩健性持續是大大提升，亦說明了其 IPO 前已具有相當會計穩健性。過去已有許多文獻探討台灣會計盈餘的穩健特性，其結論大致認為台灣資本市場的上市櫃公司存在盈餘穩健，且隨時間的經過其盈餘穩健有逐年增加趨勢，如吳大成 (2002)；林佳穎 (2006)；羅松如 (2008)；戚務君等 (2008)；許文馨與詹凌菁 (2008)；姜家訓與葉鴻銘 (2007)；林美鳳等 (2009) 多位台灣學者的研究結論相同。

二、香港新上市櫃會計盈餘穩健性 (IPO)

香港是世界上其中一個最活躍、集資額最多的新股市場，但新股上市的公司其會計盈餘穩健性是不是最穩健的，並不其然。

Liu (2008) 「香港首次公開發行企業招股價格之研究」，研究結論是香港 IPO 存在抑價的現象其影響香港 IPO 新股抑價之因素中，顯著變數是市盈率(正相關)，超額認購倍數(正相關)及保薦人聲譽(負相關)，在香港 IPO 市場擁有較高之參考價值。凌寧 (2013)，引用 Basu 的股價盈餘報酬關係模型及其擴展模型，研究香港 H 股和紅籌股上市公司公允價值應用以及公允價值對會計穩健的影響，其實證的結果是香港 H 股和紅籌股上市公司在 2008 年起一直都顯著存在條件會計穩健性，只是其具體穩健程度在各時段略有不同。

三、中國新上市櫃會計盈餘穩健性 (IPO)

中國自 2012 年 11 月開始，股票市場停止新股發(IPO)，直到 2013 年 11 月 30 日證監會正式公布《關於進一步推進新股發行體制改革的意見》，明確提出股票發行從核准制過渡到註冊制，中國證監會針對新股發行制度進行了一系列改革措施。緊接著 12 月 6 號，證監會再次發布兩項 IPO 財務信息披露指引《及時性信息披露指引》和《與盈利能力相關的信息披露指引》，以實現新股發行體制改革要求，進一步促使發行人提高信息披露。張子健及張幫正(2015) 研究結果發現，盈餘穩健性有助於制約管理層操控盈餘的空間，緩和上市公司與外部投資者之間由於資訊不對稱造成的負面影響。一旦 IPO 公司報告的會計盈餘穩健度低，在經過市場充分發酵這一信號後，廣大投資者將對穩健性低的公司新股價格予以折扣，也不大追捧穩健性低的公司股票，從而

那些企圖通過股票交易獲利的逐利者將失去賺取超額收益的機會，這樣一、二級市場之間的巨大價差將縮小，市場價格將圍繞公司真實價值上下波動。因此，保障 IPO 公司提供穩健的財務報告以及讓投資者充分知曉發股公司的盈餘穩健度，穩步提高資本市場效率是中國此新股發行體制改革的主要問題。

第三節 假說發展

本研究是採用 Khan and Watts (2009) 的 C-Score方法，Khan and Watts 的 C-Score 是利用 Basu 理論基礎下增加了公司規模、市值對帳面價值比及槓桿比率所組成的公司年之穩健性衡量指標。因 Khan and Watts (2009) 認為 Basu (1997) 模型主要以橫斷面的產業別或個別公司的時間序列進行估計，此隱含在相同產業下，個別公司的財務報表具有同質性，或者以個別公司而言，假設企業的長期營運狀況呈現穩定的趨勢，故財務報表的穩健性亦具有穩定的特質，事實則不然。為解決 Basu (1997) 模型無法衡量個別公司跨年度的條件穩健性程度的缺失，Khan and Watts (2009) 發展出公司年 (firm-year) 的會計穩健性衡量指標，即是C-Score，從時間序列與橫斷面的觀點，檢測 C-Score 對會計穩健性的評估效益。實證結果顯示，C-Score 可評估公司未來 3 年會計政策穩健情況；由橫斷面的觀點而言，當公司的成立年限較短、營運風險不確定愈高與資訊不對稱程度愈高時，C-Score 愈高。依據以上理論基礎針對本研究提出以下假說進行探討：

H1：兩岸三地首次公開發行公司，則在具盈餘穩健性越高時，對確認“壞消息”和“好消息”時更能及時予以的反應。

Basu (1997) 利用盈餘反映好消息與壞消息的速度來衡量會計的穩健性，因為會計穩健性原則是對於預期損失可立即認列，相反對於預期可能發生的利得是要等到實現時才能認列，利用盈餘不對稱模式測試盈餘是否存在穩健性。

Fama and French (2000) 認為，當前盈利對未來盈利的預測能力源於企業會計盈餘的反轉特徵，即未來盈利的變化與當前的盈利水準存在顯著的負相關關係，他們研究證實了此假設。因此，穩健原則的存在，意味著本期的會計盈餘已經反應了本期可能對未來期間現金流量產生不利影響的所有信息，這使得未來期間的會計盈餘可以不受本期“壞消息”的影響，而表現出與本期“壞消息”基本無關的一些特徵，而“好消息”對會計盈餘的影響則正好相反。

依據王貞靜、潘虹華與戚務君 (2012) 以 Khan and Watts (2009) C-Score 的原理驗證了此方法與其他穩健指標具有共同性；也再驗證了 LaFond and Watts (2008) 之主張，穩健會計具有減緩企業資訊不對稱的效果，更證明了 C-Score 可運用於新興市場跨國的適用性。以此論點本研究使用了 C-Score 方法來確認兩岸三地 IPO 公司盈餘穩健性對壞消息和好消息時能及時的反應程度速度。

另由於兩岸三地國家法律體系屬性是影響穩健性原則相當重要的因素，學

者普遍指出成文法國家的非條件穩健較高於非成文法國家，但非成文法國家的盈餘數字較成文法國家保守(Lara and Mora 2002 ; Ball, Robin and Wu 2003 ; Ball, Kothari and Robin 2000)。一般認為因為金融機構在成文法國家中較具有影響力，企業與政府較傾向於保障金融機構的權益，低估股東權益，故而增加非條件穩健，使成文法國家的非條件穩健較非成文法國家為高；另外，非成文法國家較常使用財報數字減輕資訊不對稱，對條件穩健產生需求，成文法國家則非如此，故成文法國家的條件穩健較非成文法國家為低。

兩岸三地有具有其不一樣的區域經濟特性，在文化條件及經濟發展程度上是互相影響及相近，但在法系體制的基礎上，卻同時包含成文法國與非成文法國家兩種屬性。在相似的精神文化之下，臺灣、中國、香港三地的習性相同，但由於所採用的法系體制不同，預期會對制度環境之建構產生根本上的差異。因此本文預期彼此之間穩健原則仍然存有差異性。

歐陸法系是受羅馬法影響而成立的法律系統，與英美法系並列的當今世界兩大重要法歐陸法系以成文法為主，通常不承認判例法的地位（但也有例外，如法國行政法、台灣就承認判例法）中國，台灣均為歐陸法系即是成文法，香港是英美法系即是非成文法。

羅松如 (2008) 認為成文法國家的條件穩健程度低於非成文法國家；成文法國家的非條件穩健程度高於非成文法國家。因此從此角度本文探討兩岸三地在不同的體制下 IPO 公司會計盈餘穩健性不同對好消息及壞消息的反應程度。

Ball and Shivakumar (2005, 2006a, 2006b) 認為在盈餘穩健上，經濟損失係由應計項目 (ACCRUALS) 所產生，較不可能立即實現，且應計項目可降低現金流量所造成的干擾，兩者呈現負相關，因此，盈餘穩健性意味著應計項目與現金流量具有不對稱關係，因此，會計政策的穩健性主要透過應計項目的調整，也就是說應計項目組成的穩健性增加對於壞消息敏感度會下降，反之現金流量組成的穩健性越高對於好消息反應越好，本文提出了以下兩個子假說：

Plant A：當 IPO 公司的應計項目組成之穩健性愈高，其對壞消息反應程度愈低。

Plant B：當 IPO 公司的現金流量組成之穩健性愈高，其對好消息反應程度愈高。

H2：兩岸三地首次公開發行公司 IPO 前會計盈餘穩健性比上市櫃後其會計盈餘穩健程度更為穩健。

Ball and Shivakumar (2008) 使用英國上市櫃公司的樣本數據，發現隨著IPO 實施意願增強，很多公司在公開說明書中通過資產減損以調降收益，其中對無形資產調整較為普遍。通過在證券交易所發行新股後成為上市櫃公司，其

面對更多的會計信息使用者，如會計師、股票分析師、證管會、投資者等，這些利益主體要求上市公司提供高質量的會計信息。在市場監管和法律訴訟的多重監管下，發行公司傾向於利用應計項目調減報告盈餘而不是調增盈餘，從而 IPO 公司相比未上市公司和已上市公司，其會計盈餘反而更具穩健性。運用應計現金流模型實證了英國 IPO 公司的會計盈餘具有穩健性。

Leone et al. (2007) 發現 IPO 公司在公開說明書中自願披露募集資金用途降低了信息不對稱程度，緩解了投資者對 IPO 公司的不確定性，因此而有效降低了新股抑價，Boulton, Smart and Zutter (2008) 也證實了國家或地區層面的會計信息質量顯著影響 IPO 抑價，信息質量的提高導致抑價的下降。因此進而引發探討 IPO 前會計盈餘具有穩健性，IPO 後盈餘穩健性進一步提高。

針對三地各地間是否隨時間的經過而導致穩健程度的變化，使用 Penman and Zhang (2002) 加入時間 t 因素，檢視 IPO 公司前後是否隨時間經過而導致穩健程度的變化。再通過對兩岸三地各地盈餘平穩化探討盈餘管理綜合指標，使用 Leuz, Dhananjay and Wysocki (2003) 衡量各國國家層級的盈餘管理情況，進行跨國比較方法，比較兩岸三地個之間的盈餘管理，在 IPO 前及 IPO 後其對盈餘管理程度高低，從而影響會計盈餘穩健性。

H3：台灣強制實施 IFRS 制度後；強制實施後 IPO 公司比強制實施前 IPO 更具有會計盈餘穩健性。

隨著資本市場的國際化，為了調和各國會計準則上的差異，歐盟 1606 / 2002 號法規要求所有上市公司自 2005 年起，應採用 IFRS 編制合併財務報表。該已使用一套放諸四海而皆準的國際準則，實施 IFRS 的目的有幾個層次，第一提高報表品質；第二降低資金成本；第三促進總體經濟成長，有效資金的配置，可以進一步促進總體經濟的有效成長，如增加經濟成長或提高就業率等 (Brüggemann, Hitz and Sellhorn 2013)。

實施 IFRS 對於會計資訊品質特性的影響：

Ahmed et al. (2011) 發現，強制性實施 IFRS 之後，公司的盈餘品質變差，因為公司更會使用盈餘平穩化，以及更會採用積極性的會計政策（更大的應計盈餘以及較少的穩健會計）。學者認為可能原因是：(1) 原則式準則並沒有詳細指引。(2) 統一會計處理讓公司缺乏溝通公司內部訊息的管道；以及 (3) IFRS 的有些會計處理會導致更高的盈餘平穩化以及應計盈餘（例如某些發展費用得資本化）。

Brochet, Jagolinzer and Riedl (2013) 以英國為樣本，檢測實施 IFRS 對於可比性的影響發現在實施 IFRS 之後，內線交易所引起的市場反應會較低，原因主要有兩個：(1) 盈餘品質提高；(2) 可比性增加。Wang (2014) 發現，實施 IFRS 之後，跨國公司之間的資訊移轉程度增加了，原因是因為這些公司之間的可比性增加所引起，因此一家公司盈餘宣告對於國外同業的影響會比之前

的大。

實施 IFRS 對於資本市場的影響：

強制採用 IFRS 之後，股票市場的流動性會提高 (Daske, Hail, Leuz and Verdi 2008)買賣價差會降低 (Muller, Muresan and Ienciu 2011)，權益的資金成本會降低 (Li 2010)，公私債的利率也會下降 (Florou and Kosi 2013)，機構投資人的持股比例相對比較高 (Florou and Pope 2012)，公司的投資效率會提高 (Biddle, Ma and Song 2011)，且比較不會出現股票報酬驟然大降 (也就是出現極端負的報酬) 的風險 (DeFond, Hung, Mingyi and Li 2015)。

雖然以上的發現，常常集中在機制背景比較好的國家 (例如執法較嚴格的國家)，但是大致上而言，支持 IFRS 對於資本市場影響的看法。

參、研究方法

第一節 研究樣本與資料來源

一、資料來源

本研究樣本盈餘資料係取自台灣經濟新報社「TEJ Finance 資料庫」中的「上市(櫃)公司合併財務資料(累一般)」資料庫中，股價的資料則選取自「Tej Equity 資料庫」中的「調整後股價」資料庫。

二、研究期間

本研究 IPO 樣本以 2011 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日期間。

三、選樣的標準

台灣證券交易所、香港交易所 (HKEX)、深圳證券交易所、上海證券交易所，對初次上市公司資料為研究對像，台灣有 305 家，香港有 418 家，中國上海及深圳 762 家，針對 5 年期間 IPO 公司財務資料及其財報資料進行分析，全部樣本總計 1485 家。

採取與 Ball et al. (2000) 與 Khan and Watts (2009) 相同的樣本篩選程序與極端值的處理。

本研究所選擇之樣本公司，需符合下列各項條件：

1. 刪除金融事業、證券業、基金及信託機構等產業相關類別之樣本。
2. 去除資料缺漏者外，財務報表資訊揭露不足、遺漏變數、異常資料之樣本將以排除。
3. 使用 WINSORIZE 統計方法上下各 1% 刪除，去除其極端值。

本文所選取的樣本中國大陸 762 家，台灣 305 家，香港 418 家共計 1485 家，7088 筆。經排除樣本後所使用的觀察樣本 5449 筆如表 2：

表 2 樣本篩選過程

兩岸三地 2011 年至 2015 年IPO上市前後資料總筆數(不含金融保險證券業)	
台灣總樣本	1,517
減：刪除遺漏變數觀測值	248
台灣地區最終樣本觀測值	1,269
中國總樣本	3,610
減：刪除遺漏變數觀測值	763
中國地區最終樣本觀測值	2,847
香港總樣本	1,961
減：刪除遺漏變數觀測值	628
香港地區最終樣本觀測值	1,333
兩岸三地最終樣本觀測值	5,449

第二節 研究設計

因為會計穩健性原則的處理是立即認列預期可能發生的損失，而預期可能發生的利得則需等到實現才能認列，故盈餘對壞消息更具敏感性。

依據盈餘穩健性是從兩個方向進行探討，應計項目與現金流量之兩個組成項的變化。利用 Khan and Watts (2009) 發展出 C-Score 的理論進行對會計穩健性的評估及其效益。基本上，C-Score 可評估公司未來 3 年會計政策的穩健性，主要以 Basu (1997) 為基礎，延伸至包含公司規模 (size)、市值對帳面價值比 (MB) 及負債比率 (Lev) 所組成的公司之穩健性衡量標準。

Basu (1997) 所提出衡量條件穩健的模型如下：

$$EARN_{i,t} = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} \times NEG_{i,t} + \beta_{3,t} \times RET + \beta_{4,t} \times NEG_{i,t} \times RET + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$EARN_{i,t}$ = 第 i 家公司非常損益前稅後淨利與期初市值平減。

$NEG_{i,t}$ = $RET_{i,t} < 0$ 定義為 1，否則為 0。

$RET_{i,t}$ = 代表 i 公司與第 t 年股票報酬率。

$\lambda_{i,t}, \dots, \lambda_{i,t}$ = 衡量會計穩健性的參數值。

$\varepsilon_{i,t}$ = 第 i 家公司與第 t 年殘差項，假設服從常態分配。

由於 β_3 係數代表會計盈餘 $EARM$ 對於好消息的敏感程度，而 $\beta_3 + \beta_4$ 係數代表會計盈餘對於 $EARM$ 壞消息的敏感程度，代表 β_4 盈餘對壞消息之

增額反應，可衡量好消息與壞消息在及時性反應程度速度，也是穩健性的衡量。若 $\beta_4 > 0$ ，代表支持會計盈餘具備穩健性，且 β_4 愈大代表條件的穩健程度愈大。另外，將 $(\beta_3 + \beta_4) / \beta_3$ 表示盈餘對於好消息及壞消息的敏感程度。如果 $(\beta_3 + \beta_4) / \beta_3 > 1$ ，即是壞消息反應於盈餘上的速度較好消息為快；在於解釋能力方面，由於穩健原則對於壞消息反應更及時，因此，盈餘對壞消息之解釋能力應優於對好消息之解釋能力，因此，預期壞消息之 $R^2 /$ 好消息 $R^2 > 1$ 。

一、穩健性衡量

依據 Khan and Watts (2009) 之推論說明，為了捕捉 β_3 與 β_4 為個別公司於不同年度市值淨值比 (MB)、企業規模 ($size$) 以及負債比率 (Lev) 的線性數，亦即：

$$\beta_{3i} = \hat{\lambda}_{1,t} + \hat{\lambda}_{2,t}size + \hat{\lambda}_{3,t}MB + \hat{\lambda}_{4,t}Lev \quad (2)$$

$$\beta_{4i,t} = u_{1,t} + u_{2,t}size + u_{3,t}MB + u_{4,t}Lev \quad (3)$$

$size_{i,t}$ = 公司規模，以權益市值取 LOG。

$MB_{i,t}$ = 為市值對帳面價值比。

$Lev_{i,t}$ = 負債比率。

Khan and Watts (2009) 將第 (2) 式與第 (3) 式分別代入第 (1) 式、並額外控制 $size$ 、 MB 與 Lev 的可能影響，成為以下的第 (4) 式：

$$EARN_{i,t} = \beta_{1,t} + \beta_{2,t}NEG_{i,t} + RET_{i,t} (u_{1,t} + u_{2,t}size_{i,t} + u_{3,t}MB_{i,t} + u_{4,t}Lev_{i,t}) + NEG_{i,t}RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) + (\sigma_{1,t}size_{i,t} + \sigma_{2,t}MB_{i,t} + \sigma_{3,t}Lev_{i,t} + \sigma_{4,t}NEG_{i,t}size_{i,t} + \sigma_{5,t}NEG_{i,t}MB_{i,t} + \sigma_{6,t}NEG_{i,t}Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

將各年度 (4) 式估計的 $\lambda_{1,t}$ 、 $\lambda_{2,t}$ 、 $\lambda_{3,t}$ 、 $\lambda_{4,t}$ 及 $u_{1,t}.....u_{4,t}$ 再代回第 (2) 式與第 (3) 式，並將計算後的 β_3 與 β_4 分別稱為第 i 家公司的 t 年的 G-Score 以及 C-Score。換言之，原本第 (1) 式的 β_3 係代表〔整體平均〕之盈餘對好消息之敏感性、重新計算之 G-Score 則代表特定公司 i 於特定年度 t 盈餘對好消息之敏感性。同理 C-Score 代表該公司於該年度，其會計盈餘對壞消息的增額敏感度。及計算公司年的盈餘穩健係數 (CSCORE)，求得公司年之盈餘穩健係數。CSCORE 值愈高，代表公司的財務報導愈穩健。

$$CSCORE_{i,t} = \hat{\lambda}_{1,t} + \hat{\lambda}_{2,t}size + \hat{\lambda}_{3,t}MB + \hat{\lambda}_{4,t}Lev \quad (5)$$

【步驟一】檢定應計項目及現金流量穩健性

(1) 檢定統計會計應計項目穩健性

ACC 為總應計項目，以稅後淨利減去自營業活動的淨現金流量再以期初總資產平減。如同 (2) 式計算方法，以不同的應變數進行 (1) 式的估計，而得到不用組成的

$$ACCScore_{i,t} = \hat{\lambda}_{1,t} + \hat{\lambda}_{2,t}size + \hat{\lambda}_{3,t}MB + \hat{\lambda}_{4,t}Lev \quad (6)$$

(2) 檢定統計現金流量穩健性

CF 為營業活動淨現金流量，以期初總資產平減，現金流量穩健系數，CFSCORE 值越高，代表公司的財務報導越穩健。

如同 (3) 式計算方法：

$$CFscore_{i,t} = \hat{\lambda}_{1,t} + \hat{\lambda}_{2,t}size + \hat{\lambda}_{3,t}MB + \hat{\lambda}_{4,t}Lev \quad (7)$$

由於盈餘組成各置不同，使得現金流量及應計項目對於資訊內涵具有差異 (Dechow 1994 ; Sloan 1996 ; Xie 2001)。Basu (1997) 實證應計項目認列利得與損失具有不對稱性的工具，故在報導公司經營不利時的情況，權債基礎的會計盈餘穩健性較現金流量組成的穩健性更具有及時性。參考 Pae et al. (2005) 與 Pae (2007) 實證方法，因此本研究區分為應計項目穩健性 (ACCScore (6)) 及現金流量穩健性 (CFSCOER (7)) 而建立不同組成的會計穩健性指標，因此延伸以下 (8) 式：

$$\begin{aligned} EARN_{i,t} = & \beta_{1,t} + \beta_{2,t} \times NEG_{i,t} + RET_{i,t} \times (u_{1,t} + u_{2,t}size_{i,t} + u_{3,t}MB_{i,t} + u_{4,t}Lev_{i,t}) + \\ & NEG_{i,t} \times RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) + (\sigma_{1,t}size_{i,t} + \sigma_{2,t}MB_{i,t} \\ & + \sigma_{3,t}Lev_{i,t} + \sigma_{4,t}NEG_{i,t}size_{i,t} + \sigma_{5,t}NEG_{i,t}MB_{i,t} + \sigma_{6,t}NEG_{i,t}Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (8)$$

$EARN_{i,t}$ = 第 i 家公司非常損益前稅後淨利。

$NEG_{i,t}$ = $RET_{it} < 0$ 定義為 1，否則為 0。

$RET_{i,t}$ = 代表 i 公司與第 t 年股票報酬率。

$\lambda_{i,t}, \dots, \lambda_{j,t}$ = 衡量會計穩健性的參數值。

【步驟二】跨國條件穩健差異

採用Lara and Mora (2002) 與 Ball et al. (2000) 之作法，將 (5) 式加入 CIVILLAW 變數成為 (9) 式，以作為衡量跨國條件穩健（或稱損益表穩健）之檢視模型，其模式如下：

$$\begin{aligned} EARN_{i,t} = & \beta_{1,t} + \beta_{1,t}CIVILLAW + \beta_{2,t} \times NEG_{i,t} + \beta_{2,t} \times NEG_{i,t} \times CIVILLAW + \beta_{3,t} \\ & \times CIVILLAW \times RET_{i,t} + RET_{i,t} \times (u_{1,t} + u_{2,t}size_{i,t} + u_{3,t}MB_{i,t} + u_{4,t}Lev_{i,t}) + \\ & NEG_{i,t}RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) + CIVILLAW \times \\ & NEG_{i,t}RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) + (\sigma_{1,t}size_{i,t} + \sigma_{2,t}MB_{i,t} \\ & + \sigma_{3,t}Lev_{i,t} + \sigma_{4,t}NEG_{i,t}size_{i,t} + \sigma_{5,t}NEG_{i,t}MB_{i,t} + \sigma_{6,t}NEG_{i,t}Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (9)$$

CIVILLAW = 國家法系的虛擬變數。台灣及中國（成文法國家）視為 1，香港（非成文法國家）則為 0。

使用全部樣本迴歸 (Pooled) 方法，對橫斷面進行迴歸。(9) 主要目的是

要檢測假說一， $CIVILAW \times NEG \times RET$ 顯著為負，表示台灣及中國（成文法國家）認列壞消息的速度較慢，台灣及中國的條件穩健程度小於香港（非成文法國家）。

【步驟三】跨國非條件穩健差異

本文採 Lara and Mora (2002) 發展出來的比較模式，檢視不同國家在非條件穩健上的差異。學者認為此種公司股價與帳面值差異是一種未認列商譽，其源自制度面因素及會計方法的選擇，前者與權益帳面相關，後者與權益帳面無關。所以 (10) 並未認列商譽的衡量，此一遺漏分別會使 β_0 (制度面) 和 β_2 (會計選擇) 產生高估偏誤，當迴歸係數顯著為正時，表示公司存有未認列商譽，隱含權益帳面值低於市價，代表非條件穩健確實存在：

$$P_t = \beta_0 + \beta_{0j} \times CIVILLAW + \beta_1 \times NI \times CIVILLAW + \beta_2 \times BV \times CIVILLAW + \varepsilon \quad (10)$$

P_t = 年底股價。

BV = 年底每股帳面值。

NI = 非常項目後每股盈餘。

$CIVILLAW$ = 國家法系的虛擬變數。台灣及中國（成文法國家）視為 1，香港（非成文法國家）則為 0。

$\beta_0 + \beta_{0j} CIVILLAW$ = 表示不同國家法系制度上的差異。

$\beta_1 \times NI + \beta_{1j} \times NI \times CIVILLAW$ = 表示不同國家盈餘持續性的差異。

$\beta_2 BV + \beta_{2j} BV \times CIVILLAW$ = 表示公司的會計選擇差異。

使用全部樣本迴歸及 Fama and MacBeth (1993) 方法進行實證，以檢測台灣及中國（成文法國家）的非條件穩健大於香港（非成文法國家）。預期 β_{0j} 及 β_{2j} 顯著為正。

【步驟四】檢視 IPO 公司前後是否隨時間經過而導致穩健程度的變化

將依 Khan and Watts (2009) 所計算出來的 C-Score 、 CFSCORE 、 ACCSCORE 值經由 Penman and Zhang (2002) 加入時間 t 因素，檢視 IPO 公司前後是否隨時間經過而導致穩健程度的變化。

$$C_t = \beta_0 + \beta_{1t} + \varepsilon_t \quad (11)$$

迴歸式中

C_t = 所有 IPO 樣本公司第 t 年的平均穩健程度，分別以原始資料及排序後資料做迴歸，藉以觀察 IPO 公司前後的穩健程度是否有顯著的變化。

$t =$ IPO 前為 1；IPO 後為 0。

β_1 = 為正時，代表穩健性程度隨著時間的經過是呈現遞增狀況；
為負時，代表穩健程度隨著時間的經過去呈現遞減狀況。

【步驟五】盈餘管理綜合指標之衡量

盈餘平穩化之衡量方法本文採用 Leuz et al. (2003) 跨國比較各國國家層級的盈餘管理情況，使用了四個指標以及一個綜合指標。

$$EM5_t = [Rank(-EM1) + Rank(-EM2) + Rank(EM3) + Rank(EM4)] / 4 \quad (12)$$

盈餘平穩化(EM1) = 每一個公司營業淨利標準差除以營業而來現金標準差，再取中位數，即可得出每一個國家的盈餘平穩化幅度。愈小表示不平穩化愈嚴重。

盈餘平穩化(EM2) = 每一國家各公司應計盈餘變動數與營業而來現金變動數之間的相關係數，即可得出每一個國家另一個盈餘平穩化幅度。強烈負相關表示平穩化愈嚴重。

應計盈餘(EM3) = 每一國家各公司應計盈餘絕對值除以營業而來現金絕對值，再取中位數。愈大表示盈餘管理愈嚴重。

避免損失門檻(EM4) = 小盈餘樣本除上小損失樣本，愈大表示原盈餘管理愈嚴重。小盈餘是指盈餘 / 期初資產介於 [0, 0.01] 之間的樣本，小損失則是介於 [-0.01, 0] 之間的樣本。

(EM5) = 為一個綜合指標，是指將四個各別指標分別排序之後，再算出這四個排序值的平均數，因此 EM5 愈大，表示整體的盈餘管理嚴重。

本文使用 EM5 的數值來衡量兩岸三地盈餘管理指標，並進一步對會計穩健性的影響。

二、台灣實施 IFRS 前後對首次公開發行公司 IPO 會計穩健性

延用 Basu (1997) 的方法，進一步檢視初上市櫃公司會計穩健性水準下，有關企業特性是否具有假說 1 和假說 2 相關性存在。透過企業特性因素：非常損益前稅後淨利。實施 IFRS 前及 IFRS 後，即樣本數 2 年 (2011~2012)，樣本數 2 年 (2012, 2013)，樣本數 2 年 (2013, 2014)。樣本數 2 年 (2014, 2015)，樣本數 2 年 (2015, 2011)。

$$\Delta X_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1,t} DUM_i (1, 2, 3, 4, 5) + \beta_{2,t} \Delta X_{i,t-1} + \beta_{3,t} DR + \beta_{4,t} \Delta X_{i,t-1} DR + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

相關變數定義如表 3。

表 3 台灣實施 IFRS 前後對首次公開發行公司 IPO 會計穩健性之變數定義

變數水符號	變數	定義	預期方向
$\Delta X_{i,t}$	因變數	非常損益前稅後淨利，以期初總資產平減之變動數。	+
$DR_{i,t}$	自變數	$\Delta X_{i,t} < 0$ 為 1，否則為 0。	+
		$DUMII = 2011, 2012$ $2011 = 1 \quad 2012 = 0$	+
		$DUMII = 2012, 2013$ $2012 = 1 \quad 2013 = 0$	-
$DUM_i (1,2,3,4,5)$	自變數	$DUMII = 2013, 2014$ $2013 = 1 \quad 2014 = 0$	+
		$DUMII = 2014, 2015$ $2014 = 1 \quad 2015 = 0$	+
		$DUMII = 2015, 2011$ $2015 = 1 \quad 2011 = 0$	-/+

肆、 實證結果與分析

本文實證分為四個部份，第一部份確認樣本及研究期間；第二部份進行敘述統計量分析；第三部份相關係數矩陣；第四部份迴歸分析。

第一節 研究變數之定義及基本統計量分析

一、資料來源

本文以兩岸三地 IPO 公司為樣本，從 TEJ 所選取樣本公司，排除財務報表性質特殊的金融及保險業，中國 762 家，台灣 305 家，香港 418 家，時間序列期間為 2011 年至 2015 年之年資料。

二、敘述統計分析：

相關財務與報酬率資料的敘述統計量如表 4 所示，從 Earn 之平均數可看出兩岸三地其三地之樣本公司的營運狀況平均之下都大於 0，中國、台灣、香港之平均營業淨利以市值作為平減分別為 0.13、0.28、0.29，顯示出整體營運都算不錯，皆是正數。在 NEG 之中位數方面可看出三地皆有一半以上之樣本公司其報酬率皆為正，都擁有很多好的股票報酬率。而在 RET 方面，更可以驗證出三地各平均的股票報酬率皆大於 0，中國、台灣、香港之平均報酬

率分別為 0.46 、 0.16 、 0.50 ，顯示出 IPO 之樣本公司在樣本期間內其股票報酬率皆很好。再來看到 CSCORE 、 ACCSCORE 、 CFSCORE 此三個穩健性衡量之變數，分三地來探討，在中國方面其平均數依序為 -0.08 、 -0.17 、 0.03 ，在 CSCORE 、 ACCSCORE 皆為負數，在兩個指標下的穩健性都是較差，整體來說中國在盈餘穩健性上是較不穩健的；而在台灣方面，其平均數依序為 0.44 、 0.42 、 0.04 ，在三種指標下都是正數，顯示出樣本公司在台灣之盈餘穩健性，整體來說是穩健的；而在香港之平均數依序為 0.46 、 0.30 、 0.03 ，三種指標也都是正數，與台灣之結果相似，整體來說也是穩健的。依據 Khan and Watts (2009) 盈餘穩健指標 (CSCORE) ，其值愈高，代表穩健水準愈高，故香港為三地中 CSCORE 值最高 0.46 也就是最穩健。

表 4 敘述統計量

	<i>EARN</i>	<i>ACC</i>	<i>CF</i>	<i>NEG</i>	<i>RET</i>	<i>size</i>	<i>MB</i>	<i>Lev</i>	<i>CSCORE</i>	<i>ACCScore</i>	<i>CFscore</i>
中國	平均數	0.13	0.03	0.06	0.34	0.46	6.31	4.99	0.73	-0.08	-0.17
	標準差	0.12	0.15	0.08	0.47	1.45	0.58	3.75	1.26	0.1	0.06
	中位數	0.11	0.01	0.06	0.00	0.18	6.39	3.77	0.32	-0.06	-0.15
	最小值	-0.03	-0.51	-0.16	0.00	-0.94	5.21	1.18	0.02	-0.44	-0.55
	最大值	0.69	0.67	0.31	1.00	6.86	7.54	21.75	8.35	0.07	-0.14
台灣	平均數	0.28	-0.16	0.08	0.38	0.16	6.12	3.46	2.33	0.44	0.42
	標準差	0.47	0.64	0.11	0.49	0.53	0.69	4.15	4.08	1.59	0.52
	中位數	0.12	-0.04	0.09	0.00	0.06	6.16	2.3	0.82	0.74	0.31
	最小值	-1.13	-3.77	-0.30	0.00	-0.63	4.79	0.49	0.01	-9.28	-0.21
	最大值	2.09	1.47	0.34	1.00	2.35	7.71	32.19	27.4	2.98	3.89
香港	平均數	0.29	0.07	0.08	0.31	0.50	5.89	5.91	2.4	0.46	0.30
	標準差	0.46	0.56	0.14	0.46	1.83	0.78	12.86	3.82	1.29	0.16
	中位數	0.17	0.00	0.07	0.00	0.03	5.91	2.37	0.95	0.20	0.27
	最小值	-0.45	-1.87	-0.30	0.00	-0.73	4.21	-3.49	0.02	-3.78	-0.32
	最大值	3.34	2.72	0.57	1.00	12.84	7.87	98.31	21.49	7.02	1.08

註：彙總 2011 年至 2015 年中國 722 家，台灣 292 家，香港 414 家，公司之相關財務與報酬率資料，共計筆，變數定義：*EARN* 為非常損益前稅後淨利，以期初市值平減；*ACC* 為總應計項目，以 *E* 減 *CF* 之差額來衡量，均於期初市值平減；*CF* 為來自營運活動的淨現金流量，以期初市值平減；*NEG* 當 *R < 0* 為 1，否則為 0；*RET* 為股票報酬率；*size* 為公司規模，以 *LOG* 的權益市值衡量；*MB* 為市值對帳面價值比；*Lev* 為負債比率，以長期負債加短期負債除期初市值衡量；*CSSCORE*、*ACCScore* 分別為 (6) 式和 (7) 式之現金流量與應計項目組成的穩健指標。

三、相關係數

(1) 中國：

在皮爾森相關係數上，分成三個地方來看，首先看到中國，*size* 與 *CSCORE* 之間相關性顯著負相關，相關係數為 -0.792，表示公司規模越小 *CSCORE* 就越大公司就越穩健，而 *size* 與 *CSCORE* 所區分 *ACCScore* 及 *CFScore* 來看，與 *CFScore* 呈顯著負相關，其相關係數為 -0.503。在 *MB* 方面，與 *CSCORE* 及 *CFScore* 皆為顯著負相關，其相關係數分別為 -0.866、-0.900，顯示市值淨值比越低，其穩健性在整體與現金流量上就越高；而在與 *ACCScore* 則呈現顯著正相關，相關係數為 0.079，顯示市值淨值比越高，其在應計項目上穩健性越高。在 *Lev* 方面，是與 *CSCORE* 和 *ACCScore* 呈顯著負相關，相關係數分別為 -0.066、-0.999，顯示出負債比率越低，整體穩健性與應計項目的穩健性都會越高；而與 *CFScore* 上，則呈現顯著正相關，相關係數為 0.470，顯示出負債比率越高，在現金流量穩健性上就較穩健。

(2) 台灣：

在來看到台灣，*size* 與三種穩健性 (*CSCORE*、*ACCScore*、*CFScore*) 衡量指標下皆呈顯著負相關，其相關係數分別為 -0.193、-0.096、-0.330，代表公司規模越小，其在三種指標下的穩健性就越高。而在 *MB* 方面，與 *CSCORE* 及 *ACCScore* 皆為顯著正相關，其相關係數分別為 0.241、0.944，顯示市值淨值比越高，其穩健性在整體與現金流量上就越高；而在與 *CFScore* 則呈現顯著副相關，相關係數為 -0.850，顯示市值淨值比越低，其在應計項目上穩健性越高。在 *Lev* 方面，是與 *CSCORE*、*ACCScore* 和 *CFScore* 皆呈顯著負相關，相關係數分別為 -0.904、-0.123、-0.312，顯示出負債比率越低，在三種指標下的穩健性都會越高。

(3) 香港：

最後看到香港，*size* 與 *CSCORE* 和 *CFScore* 之間相關性皆呈顯著負相關，相關係數分別是 -0.172、-0.358，表示公司規模越小，*CSCORE* 就越大，公司就越穩健。在 *MB* 方面，是與 *CSCORE*、*ACCScore* 和 *CFScore* 皆呈顯著負相關，相關係數分別為 -0.532、-0.608、-0.914，顯示出市值淨值比越低，在三種指標下的穩健性都會越高。而在 *Lev* 方面，與 *CSCORE* 及 *ACCScore* 皆為顯著正相關，其相關係數分別為 0.867、0.828，顯示負債比率越高，其穩健性在整體與應計項目上就越高；而在與 *CFScore* 則呈現顯著副相關，相關係數為 -0.094，顯示負債比率越低，其在現金流量上穩健性越高。

表 5 Pearson 相關係數-中國

	EARN	ACC	CF	NEG	RET	size	MB	Lev	CSCORE	ACCScore	CFSCORE
EARN	1.000										
ACC	0.082*** (0.000)	1.000									
CF	0.254*** (0.000)	-0.603*** (0.000)	1.000								
NEG	0.172*** (0.000)	0.139*** (0.000)	0.015 (0.434)	1.000							
RET	0.166*** (0.000)	-0.020 (0.289)	0.011 (0.570)	-0.623*** (0.000)	1.000						
size	-0.207*** (0.000)	-0.058*** (0.002)	-0.129*** (0.000)	-0.514*** (0.000)	0.467*** (0.000)	1.000					
MB	0.052*** (0.005)	0.004 (0.828)	0.100*** (0.000)	-0.394*** (0.000)	0.674*** (0.000)	0.419*** (0.000)	1.000				
Lev	0.581*** (0.000)	0.034* (0.067)	-0.052** (0.006)	0.011 (0.572)	0.154*** (0.000)	-0.034* (0.072)	-0.075*** (0.000)	1.000			
CSCORE	-0.006 (0.747)	0.025 (0.174)	0.004 (0.852)	0.524*** (0.000)	-0.704*** (0.000)	-0.792*** (0.000)	-0.866*** (0.000)	-0.066*** (0.000)	1.000		
ACCScore	-0.581*** (0.000)	-0.032* (0.083)	0.054*** (0.004)	-0.009 (0.617)	-0.154*** (0.000)	0.028 (0.131)	0.079*** (0.000)	-0.999*** (0.000)	0.064*** (0.001)	1.000	
CFSCORE	0.223*** (0.018)	0.018 (0.347)	-0.080*** (0.000)	0.399*** (0.000)	-0.551*** (0.000)	-0.503*** (0.000)	-0.900*** (0.000)	0.470*** (0.000)	0.790*** (0.000)	-0.471*** (0.000)	1.000

p-values in parentheses * p < 0.1 , ** p < 0.05 , *** p < 0.01

表 6 Pearson相關係數-台灣

	<i>EARN</i>	<i>ACC</i>	<i>CF</i>	<i>NEG</i>	<i>RET</i>	<i>size</i>	<i>MB</i>	<i>Lev</i>	<i>CSCORE</i>	<i>ACCScore</i>	<i>CFSCORE</i>
<i>EARN</i>	1.000										
<i>ACC</i>	0.082*** (0.000)	1.000									
<i>CF</i>	0.254*** (0.000)	-0.603*** (0.000)	1.000								
<i>NEG</i>	0.172*** (0.000)	0.139*** (0.000)	0.015 (0.434)	1.000							
<i>RET</i>	0.166*** (0.000)	-0.020 (0.289)	0.011 (0.570)	-0.623*** (0.000)	1.000						
<i>size</i>	-0.207*** (0.000)	-0.058*** (0.002)	-0.129*** (0.000)	-0.514*** (0.000)	0.467*** (0.000)	1.000					
<i>MB</i>	0.052*** (0.005)	0.004 (0.828)	0.100*** (0.000)	-0.394*** (0.000)	0.674*** (0.000)	0.419*** (0.000)	1.000				
<i>Lev</i>	0.581*** (0.000)	0.034* (0.067)	-0.052*** (0.006)	0.011 (0.572)	0.154*** (0.000)	-0.034* (0.072)	-0.075*** (0.000)	1.000			
<i>CSCORE</i>	-0.006 (0.747)	0.025 (0.174)	0.004 (0.852)	0.524*** (0.000)	-0.704*** (0.000)	-0.792*** (0.000)	-0.866*** (0.000)	-0.066*** (0.000)	1.000		
<i>ACCScore</i>	-0.581*** (0.000)	-0.032* (0.083)	0.054*** (0.004)	-0.009 (0.617)	-0.154*** (0.000)	0.028 (0.131)	0.079*** (0.000)	-0.999*** (0.000)	0.064*** (0.001)	1.000	
<i>CFSCORE</i>	0.223*** (0.000)	0.018 (0.347)	-0.080*** (0.000)	0.399*** (0.000)	-0.551*** (0.000)	-0.503*** (0.000)	-0.900*** (0.000)	0.470*** (0.000)	0.790*** (0.000)	-0.471*** (0.000)	1.000

p-values in parentheses * p < 0.1 , ** p < 0.05 , *** p < 0.01

表 7 Pearson 相關係數-香港

	EARN	1.000	ACC	CF	NEG	RET	size	MB	Lev	CSCORE	ACCScore	CFscore
ACC	0.262*** (0.000)	1.000										
CF	0.172*** (0.000)	-0.482*** (0.000)	1.000									
NEG	-0.110*** (0.000)	-0.035 (0.203)	-0.083*** (0.002)	1.000								
RET	-0.015 (0.584)	0.001 (0.962)	-0.006 (0.822)	-0.357*** (0.000)	1.000							
size	-0.166*** (0.000)	-0.058*** (0.035)	-0.027 (0.324)	0.100*** (0.000)	-0.075*** (0.006)	1.000						
MB	-0.077*** (0.005)	-0.027 (0.319)	-0.030 (0.274)	-0.146*** (0.000)	0.496*** (0.000)	0.072*** (0.009)	1.000					
Lev	0.554*** (0.000)	0.207*** (0.000)	-0.107*** (0.000)	-0.048* (0.078)	-0.030 (0.277)	-0.035 (0.199)	-0.110*** (0.000)	1.000				
CSCORE	0.518*** (0.000)	0.171*** (0.000)	-0.051* (0.061)	0.012 (0.673)	-0.236*** (0.000)	-0.172*** (0.000)	-0.532*** (0.000)	0.867*** (0.000)	1.000			
ACCScore	0.475*** (0.000)	0.159*** (0.000)	-0.050* (0.069)	0.042 (0.124)	-0.291*** (0.000)	-0.038 (0.171)	-0.608*** (0.000)	0.828*** (0.000)	0.986*** (0.000)	1.000		
CFscore	-0.030 (0.268)	0.027 (0.320)	0.050* (0.067)	0.112*** (0.000)	-0.419*** (0.000)	-0.358*** (0.000)	-0.914*** (0.001)	-0.094*** (0.000)	0.352*** (0.000)	0.389*** (0.000)	1.000	

p-values in parentheses * p < 0.1 , ** p < 0.05 , *** p < 0.01

四、在確認壞消息和好消息時反應程度

本文依據 Khan and Watts (2009) 之迴歸式，計算 C-Score 值，代表該公司於該年度，會計盈餘對壞消息的增額敏感程度，將此整理迴歸結果如以下表所示。

原本 Basu (1997) 迴歸式定義¹ β_3 則代表〔整體平均〕盈餘對好消息的敏感性，而 β_4 係代表盈餘對壞消息的增額敏感性，以 Khan and Watts (2009) 重新計算的 C-Score 則代表該公司於該年度，會計盈餘對壞消息的增額敏感程度，茲將其整體平均迴歸結果如下表

(1) 中國：報導好消息比壞消息快

在表 8 中中國 IPO 樣本整體上來看 $NEG \times RET$ 的係數 1.136 為顯著正值，因此會計盈餘對壞消息的反映具增額時效性（即會計盈餘具穩健性）。 $RET \times size = 0.015$ 估計係數為正，代表大規模公司傾向及時報導好消息。 $NEG \times RET \times size$ 估計數係為負，所以盈餘穩健性並未隨著公司規模的提高而增加。高成長的公司（以 MB 衡量）報導好消息的及時性較低因為 $NEG \times MB = -0.0010$ 負。但是 $NEG \times RET \times MB = -0.184$ 其估計系數為負，代表報導好消息的及時性較強，可能是初上市櫃公司為樣本關係。 $REV \times Lev = -0.006$ 個計數為顯著，代表是會降低壞消息的時效性，因為 $NEG \times RET \times Lev = -0.023$ 。

(2) 台灣：報導好消息比壞消息快

在表 8 中台灣 IPO 樣本來看 $NEG \times RET = 1.864$ 的係數為顯著正值，因此會計盈餘對壞消息的反映具增額時效性（即會計盈餘具穩健性）。 $RET \times size = 0.120$ 估計係數為正，代表大規模公司傾向及時報導好消息。 $NEG \times RET \times size = -0.207$ 估計數係為負，所以盈餘穩健性並未隨著公司規模的提高而增加。高成長的公司（以 MB 衡量）報導好消息的及時性較低因為 $NEG \times MB = -0.008$ 負。但是 $NEG \times RET \times MB = -0.092$ 其估計系數為負，代表報導好消息的及時性較強，可能是初上市櫃公司為樣本關係。 $REV \times Lev = 0.031$ 估計數為顯著，負債比率高低雖不影響好消息及時性，但會提高壞消息的時效性，因為 $NEG \times RET \times Lev = 0.007$ 估計數結果為正。

(3) 香港：報導壞消息比好消息快

在表 8 中香港 IPO 樣本來看 $NEG \times RET = 2.140$ 的係數為顯著正值，因

¹ 由於 β_3 係數代表會計盈餘 earn 對於好消息的敏感程度，而 $\beta_3 + \beta_4$ 係數代表會計盈餘對 earn 於壞消息的敏感程度， β_4 代表盈餘對壞消息之增額反應，可衡量好消息與壞消息在及時性反應程度速度，也是穩健性的衡量。若 $\beta_4 > 0$ ，代表支持會計盈餘具備穩健性，且 β_4 愈大代表條件的穩健程度愈大。另外，將 $(\beta_3 + \beta_4) / \beta_3$ 表示盈餘對於好消息及壞消息的敏感程度。如果 $(\beta_3 + \beta_4) / \beta_3 > 1$ ，即是壞消息反應於盈餘上的速度較好消息為快；在於解釋能力方面，由於穩健原則對於壞消息反應更及時，因此，盈餘對壞消息之解釋能力應優於對好消息之解釋能力，因此，預期壞消息之 R^2 / 好消息 $R^2 > 1$ 。

此會計盈餘對壞消息的反映具增額時效性（即會計盈餘具穩健性）。 $RET \times size = 0.004$ 估計係數為正，代表大規模公司傾向及時報導好消息。 $NEG \times RET \times size = -0.314$ 估計數係為負，所以盈餘穩健性並未隨著公司規模的提高而增加。高成長的公司（以 MB 衡量）報導好消息的及時性較低因為 $NEG \times MB = -0.000$ 負。但是 $NEG \times RET \times MB = 0.041$ 其估計系數為正，代表報導壞消息的及時性較強， $REV \times Lev = 0.031$ 估計數為顯著，負債比率高低雖不影響好消息及時性，會降低壞消息的時效性，因為 $NEG \times RET \times Lev = -0.037$ 估計數結果為正。

表 8 C-Score 計算式

$$EARN_{i,t} = \beta_{1,i} + \beta_{2,i}NEG_{i,t} + RET_{i,t} (u_{1,i} + u_{2,i}size_{i,t} + u_{3,i}MB_{i,t} + u_{4,i}Lev_{i,t}) + NEG_{i,t}RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) \\ + (\sigma_{1,i}size_{i,t} + \sigma_{2,i}MB_{i,t} + \sigma_{3,i}Lev_{i,t} + \sigma_{4,i}NEG_{i,t} + \sigma_{5,i}NEG_{i,t}size_{i,t} + \sigma_{6,i}NEG_{i,t}MB_{i,t} + \sigma_{7,i}NEG_{i,t}Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

	係數				T 值	P 值		
	中國	台灣	香港	中國		台灣	香港	中國
β_3	β_1 Intercept	0.3100	0.8850	0.7570	6.8300***	5.1100***	6.7500	0.0000
	β_2 NEG	0.6020	-0.4010	0.2780	6.3300***	-1.1500	1.0800	0.0000
	RET	-0.0540	-0.7340	-0.0290	-1.6600*	-2.6300***	-0.5800	0.0090
	RET × size	0.0150	0.1200	0.0040	2.9900***	2.6600***	0.4600	0.0030
β_4	RET × MB	-0.0010	-0.0080	0.0000	-3.1800***	-0.8500	-0.4600	0.0020
	RET × Lev	-0.0060	0.0310	0.0000	-3.8900***	2.3600	-0.1100	0.0000
	NEG × RET	1.1360	1.8640	2.1400	7.6900***	1.7100*	2.7900***	0.0000
	NEG × RET × size	-0.1840	-0.2070	-0.3140	-8.0700***	-1.1700	-2.4700**	0.0000
	NEG × RET × MB	-0.0040	-0.0920	0.0410	-0.7000	-1.3200	1.2500	0.4850
	NEG × RET × Lev	-0.0230	0.0770	-0.0370	-1.4600	1.4700	-0.9000	0.1450
	size	-0.0450	-0.1050	-0.1040	-6.4300***	-3.7700***	-5.6400***	0.0000
	MB	0.0000	-0.0070	0.0000	0.8000	-1.4100	0.0800	0.4210
	LEV	0.0570	0.0630	0.0730	22.5300***	13.2100***	19.3700***	0.0000
	NEG × size	-0.0930	0.0590	-0.0390	-6.3000***	1.0600	-0.9500	0.0000
	NEG × MB	0.0110	-0.0200	0.0140	2.8400***	-1.1300	1.7300*	0.0050
	NEG × Lev	-0.0090	0.0310	-0.0390	-0.9800	2.2600***	-3.6400***	0.3290
N	2,848	1,268	1,333					
R ²	0.4894	0.4279	0.3578					
adj. R ²	0.4867	0.4211	0.3505					
F	180.99	62.43	48.91					

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

顯著性表示如下
本表報導 2011 年 ~ 2015 年初上市櫃公司樣本公司年度觀察值之橫斷面 (annual cross-sectional Fama-Macbeth) 益餘與上述所列變數迴歸之平均係數。NEG 為虛擬變數，其值為 1 表示股票報酬 (RET) 為負值，反之為 0；size 為權益市值取自然對數；MB 為市值淨值比；Lev 為短期負債加長期負債再以市值平減。

第二節 跨國條件穩健差異

由表 9 可看出實證結果發現 $CIVILAW \times NEG \times RET$ 不顯著（係數為 -7.805，t 值 -1.101，p 值 0.271），顯示出台灣及中國的條件穩健程度比起香港非成文法之地區沒有顯著的差異，所以無法做出正確的研究推論。未符合我們的預期方向，無法對於我們的假說一支持。

表 9 跨國條件穩健差異

$$EARN_{i,t} = \beta_{1,t} + \beta_{1,t}CIVILLAW + \beta_{2,t} \times NEG_{i,t} + \beta_{2,t} \times NEG_{i,t} \times CIVILLAW + \beta_{3,t} \times CIVILLAW \\ \times RET_{i,t} + RET_{i,t} \times (u_{1,t} + u_{2,t}size_{i,t} + u_{3,t}MB_{i,t} + u_{4,t}Lev_{i,t}) + NEG_{i,t}RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) + CIVILLAW \times NEG_{i,t}RET_{i,t} (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) + (\sigma_{1,t}size_{i,t} + \sigma_{2,t}MB_{i,t} + \sigma_{3,t}Lev_{i,t} + \sigma_{4,t}NEG_{i,t}size_{i,t} + \sigma_{5,t}NEG_{i,t}MB_{i,t} + \sigma_{6,t}NEG_{i,t}Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

	年底股價 係數	T值	P值
<i>Intercept</i>	-5.829	-9.141***	0.000
<i>NEG</i>	5.326	2.683***	0.007
<i>RET</i>	1.933	5.479***	0.000
<i>REG × size</i>	-0.319	-5.166***	0.000
<i>RET × MB</i>	0.002	2.612***	0.009
<i>RET × Lev</i>	-0.069	-2.536**	0.011
<i>NEG × RET</i>	4.306	0.710	0.478
<i>NEG × RET × size</i>	-0.540	-0.547	0.585
<i>NEG × RET × MB</i>	-0.138	-2.008**	0.045
<i>NEG × RET × Lev</i>	0.031	0.185	0.853
<i>size</i>	1.228	11.790***	0.000
<i>MB</i>	-0.016	-3.197***	0.001
<i>Lev</i>	0.017	1.940*	0.052
<i>NEG × size</i>	-0.874	-2.778***	0.005
<i>NEG × MB</i>	-0.013	-0.856	0.392
<i>NEG × Lev</i>	-0.032	-0.630	0.529
<i>CIVILLAW</i>	0.633	4.179***	0.000
<i>NEG × RET × CIVILLAW</i>	-7.805	-1.101	0.271
<i>NEG × CIVILLAW</i>	-6.225	-2.471**	0.014
<i>NEG × CIVILLAW × size</i>	1.037	2.604***	0.009
<i>NEG × CIVILLAW × MB</i>	-0.215	-2.550**	0.011
<i>NEG × CIVILLAW × Lev</i>	0.116	1.983**	0.047
<i>RET × CIVILLAW</i>	-1.889	-2.452**	0.014
<i>RET × CIVILLAW × size</i>	0.228	1.924*	0.054
<i>RET × CIVILLAW × MB</i>	0.010	3.130***	0.002
<i>RET × CIVILLAW × Lev</i>	0.065	2.324**	0.020
<i>NEG × RET × CIVILLAW × size</i>	1.165	1.020	0.308
<i>NEG × RET × CIVILLAW × MB</i>	0.143	0.879	0.379
<i>NEG × RET × CIVILLAW × Lev</i>	0.589	2.641***	0.008
N	5,049		
R ²	0.088		
adj. R ²	0.083		
F	17.217		

顯著性表示如下

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

第三節 跨國非條件穩健差異

由以下表 10 可看出， β_0 均顯著為正 3.982， β_2 0.003 亦顯著為正。 β_0 代表樣本公司在於不同國家法系制度管制 (regulation) 差異所帶來的非條件穩健 (資產負債表穩健)， β_{2j} 則代表樣本公司本身裁量權進行會計選擇所造成的非條件穩健。實證結果表示不同法系國家 IPO 非條件式穩健程度確實存在差異，成文法國家由於制度環境的管制的差異造成其資產價值低估，而本身會計選擇亦進一步使資產價值低估，也就是其非條件穩健程度較非成文法國家來得高。此實證結果，中國與台灣（成文法國家）非條件穩健程度高於香港（非成文法國家）。此說明制度環境的管制對會計穩健程度是具有一定的影響。

表 10 非條件穩健跨國分析之迴歸結果（2011~2015）迴歸式

$$P_t = \beta_0 + \beta_{0j} \times CIVILLAW + \beta_1 \times NI \times CIVILLAW + \beta_2 \times BV \times CIVILLAW + \varepsilon$$

年底股價			
	係數	T值	P值
<i>Intercept</i> β_0	3.758	3.982	0.000***
$CIVILLAW \times \beta_{0j}$	22.901	20.903	0.000***
$NI \times \beta_1$	-3.797E-6	-0.054	0.957
$NI \times CIVILLAW \times \beta_{1j}$	2.267	21.240	0.000***
$BV \times \beta_2$	6.624E-7	0.003	0.997
$BV \times CIVILLAW \times \beta_{2j}$	-0.003	-11.672	0.000***
<i>N</i>		6,498	
<i>R</i> ²		0.139	
<i>adj.</i> <i>R</i> ²		0.138	
<i>F</i>		208.842	

p-values in parentheses * p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

第四節 檢視 IPO 公司前後是否隨時間經過而導致穩健程度的變化

下表資料為檢視 IPO 公司前後是否隨時間經過而導致穩健程度的變化，以C-Score 值作為穩健性之衡量，而以 IPO 前之虛擬變數來探討 IPO 時間點所帶來的影響，結果顯示，中國 IPO 樣本數 IPO 前 (t) 對於穩健性(C-Score)有顯著（係數 = 0.114，T 值 = 35.43，P 值 = 0.000）影響；達 1% 顯著水準。台灣 IPO 樣本數 IPO 前 (t) 對於穩健性(C-Score)有顯著(係數 = 0.406，T 值 = 4.76，P 值 = 0.000) 影響；香港 IPO 樣本數 IPO 前 (t) 對於穩健性 (C-Score) 有顯著（係數 = 0.429，T 值 = 6.05，P 值 = 0.000）影響；兩岸三地均顯示出 IPO 前之盈餘穩健性相較於 IPO 後之盈餘穩健更為穩健。特別是中國的調整後 adj. R² 達 0.2708 解釋力最高最明顯，也是最能表達此現象。此驗證符合預期方向，並驗證了假說二。

表 11 IPO 公司前後隨時間經過而導致穩健程度的變化

$$C_t = \beta_0 + \beta_{It} + \varepsilon_t$$

	係數	T值	P值
中國	Intercept	-0.116	0.000***
	IPO 前	0.114	0.000***
	N	3,378	
	R ²	0.2711	
	adj. R ²	0.2708	
	F	1,255.33	
	係數	T值	P值
	Intercept	0.290	0.000***
	IPO 前	0.406	0.000***
	N	1,482	
台灣	R ²	0.0151	
	adj. R ²	0.0144	
	F	22.68	
	係數	T值	P值
	Intercept	0.336	0.000***
	IPO 前	0.429	0.000***
	N	1,584	
	R ²	0.0226	
	adj. R ²	0.0220	
	F	36.61	

p-values in parentheses * p < 0.1 , ** p < 0.05 , *** p < 0.01

第五節 盈餘管理綜合指標之衡量

從以下表 12 看出兩岸三地 IPO 前比 IPO 後對盈餘管理綜合指標指數是愈大，表示整體的盈餘管理情況愈嚴重。IPO 前對盈餘管理指標兩岸三地分別是中國 2.5、香港 2.0、台灣 1.5，IPO 後對盈餘管理指標中國 2.75、香港 1.75、台灣 1.5，在三地之中發現中國對盈餘管理是三地之冠，IPO 後指標更明顯達到 2.75。香港 IPO 後盈餘管理綜合指標 1.75 比 IPO 前指數 2.0 小。代表香港在 IPO 前公司是有做盈餘操作。台灣盈餘管理綜合指標 IPO 前與 IPO 後指標都一致是 1.5 也就是台灣公司 IPO 前後並沒有對此特別進行盈餘管理，兩岸三地之中台灣 IPO 前及 IPO 後盈餘管理綜合指標都是最小，依據以下數字說明台灣 IPO 公司股權較為分散國家，對投資者保護都比中國和香港較好，以及執法較為嚴格的國定，就此數字觀之，中國似乎仍有一些差距，仍需有改善的空間。

從前面 C-Score 值中國 = -0.08，台灣 = 0.44，香港 = 0.46 所以此驗證了。

會計盈餘穩健性愈低其對盈餘管理愈高。中國（C-Score = -0.08 EM5 = 2.5），台灣（C-Score = 0.44 EM5 = 1.5）香港（C-Score = 0.46 EM5 = 2）三地之中香港和台灣數值較接近，其會計穩健性都比中國高，盈餘管理都低於中國。所以中國較會對會計盈餘穩健性愈低其對盈餘管理愈高。

表 12 兩岸三地盈餘管理之比較—IPO前

$$EM5_t = [Rank(-EM1) + Rank(-EM2) + Rank(EM3) + Rank(EM4)] / 4$$

		盈餘平穩		裁決性盈餘	
		EM1 $\sigma(\text{Profit}) / \sigma(\text{CFO})$ (-)	EM2 $\rho(\Delta\text{ACC}, \Delta\text{CFO})$ (-)	EM3 $ \text{ACC} / \text{CFO} $ (+)	EM4 $\#\text{SmProfit} / \#\text{SmLoss}$ (+)
中國	0.3977197	-0.904	0.3884174	無限大	2.5
	3	3	1	3	3
香港	0.5308911	-0.897	0.5578493	2.5	2
	2	2	3	1	2
台灣	0.5769766	-0.687	0.5016118	5	1.5
	1	1	2	2	1

表 13 兩岸三地盈餘管理之比較—IPO 後

$$EM5_t = [Rank(-EM1) + Rank(-EM2) + Rank(EM3) + Rank(EM4)] / 4$$

		盈餘平穩		裁決性盈餘	
		EM1 $\sigma(\text{Profit}) / \sigma(\text{CFO})$ (-)	EM2 $\rho(\Delta\text{ACC}, \Delta\text{CFO})$ (-)	EM3 $ \text{ACC} / \text{CFO} $ (+)	EM4 $\#\text{SmProfit} / \#\text{SmLoss}$ (+)
中國	0.5019956	-0.952	0.6972175	9.25	2.75
	3	3	2	3	3
香港	0.7275528	-0.890	0.7226119	2.875	1.75
	1	2	3	1	2
台灣	0.6283638	-0.832	0.483891	3	1.5
	2	1	1	2	1

表 14 IPO 前與 IPO 後比較

盈餘管理綜合指標	IPO 前	IPO 後
中國	2.5	2.75
香港	2	1.75
台灣	1.5	1.5

第六節 台灣實施 IFRS 前後首次公開發行公司 IPO 會計穩健性

本研究針對盈餘平穩化之衡量發現三地中，台灣 IPO 公司的會計盈餘管理指標最低，其穩健性相對較好。從而進行研究是否因為 IFRS 實施原因。從以下表的數字顯示在 2014~2015 是顯著 0.0132，但其他年度並未顯著，台灣強致實施 IFRS 是在 2013 年，顯然是受 IFRS 實施影響，對非常損益前稅後淨利，有極大的影響，此驗證了假說三。

表 15 台灣 IFRS 實施前後

$$\Delta X_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1,t} DUM_i (1, 2, 3, 4, 5) + \beta_{2,t} \Delta X_{i,t-1} + \beta_{3,t} DR + \beta_{4,t} \Delta X_{i,t-1} DR + \varepsilon_{i,t}$$

	(1) 2011 , 2012	(2) 2012 , 2013	(3) 2013 , 2014	(4) 2014 , 2015	(5) 2015 , 2011
	deltax	deltax	deltax	deltax	deltax
Intercept	-0.0076 -0.20 (0.844)	0.0062 0.57 (0.567)	0.0109 1.62 (0.106)	-0.0088 -1.34 (0.180)	0.0115 0.27 (0.790)
<i>deltaxt1</i>	1.0948*** 3.99 (0.000)	1.0841*** 13.40 (0.000)	1.0081*** 18.58 (0.000)	1.0818*** 19.39 (0.000)	1.0821*** 3.60 (0.000)
<i>DR</i>	-0.4348*** -5.79 (0.000)	0.0115 0.52 (0.604)	-0.0199* -1.68 (0.094)	-0.0084 -0.76 (0.445)	-0.3760*** -5.53 (0.000)
<i>DRdeltaxt1</i>	-3.4845*** -10.96 (0.000)	-0.2527** -2.15 (0.032)	-0.1801** -2.56 (0.011)	-0.2073*** -2.89 (0.004)	-3.3457*** -9.91 (0.000)
<i>DUMi</i>	0.0210 0.53 (0.599)	-0.0041 -0.39 (0.699)	0.0057 0.90 (0.369)	0.0132** 2.29 (0.023)	-0.0276 -0.71 (0.475)
N	555	590	603	609	569
R ²	0.306	0.446	0.691	0.712	0.301
adj. R ²	0.301	0.443	0.689	0.710	0.296
F	60.6442	117.9101	334.9879	373.7707	60.6769

伍、結論與建議

一、研究結論

分析兩岸三地 IPO 前與 IPO 後會計盈餘穩健性程度的變化，其實證結果可提供給兩岸三地新股上市投資人與法人做為投資決策與公司經營參考之用。台灣、中國大陸與香港實證總結可歸納下列：

台灣、中國大陸與香港在 IPO 前與 IPO 後分別比較其會計穩健程度。實證結果發現，IPO 前比 IPO 後具有較高會計穩健程度。

1. 兩岸三地 IPO 公司，盈餘穩健性越高，在確認壞消息和好消息能及時反應速度，經過 Khan and Watts (2009) 方法實證結果發現三地中的香港 CSCORE 值最高是最穩健，其在確認壞消息及時性較強。大規模公司傾向及時報導好消息，所以盈餘穩健性並未隨著公司規模的提高而增加。高成長的公司（以 MB 衡量）報導好消息的及時性較低。

台灣和中國大陸實證結果是報導好消息的及時性較強，可能是因為成方法國家和非成文法國家的差別，在於不同國家法系制度管制 (regulation) 差異所帶來的穩健差異（資產負債表穩健），從跨國本身裁量性會計選擇所造成的非條件穩健。實證結果表示不同法系國家 IPO 非條件式穩健程度確實存在差異，成文法國家由於制度環境的管制的差異，造成其資產價值低估，而本身會計選擇亦進一步使資產價值低估，也就是其非條件穩健程度較非成文法國家來得高。中國與台灣（成文法國家）非條件穩健程度高於香港（非成文法國家）。此說明制度環境的管制對會計穩健程度是據有一定的影響。所以 IPO 公司其營運中心的所在地。而受當地制度的管制對會計穩健程度是有所不同。

2. 檢視 IPO 前與 IPO 後會計盈餘穩健性比上市櫃後更為穩健，使用 Penman and Zhang (2002) 方法用 C-Score 值加入時間 T 因素，實證結果是中國大陸，台灣，香港三地都是 IPO 前比較穩定，本研究在通過 Leuz et al. (2003) 衡量各國國家層級的盈餘管理情況進行跨國比較方法，瞭解跨國盈餘管理指標進一步瞭解 IPO 前及 IPO 後是否進行盈餘管理，從實證的結果顯示 IPO 前與 IPO 後中國對盈餘管理綜合指標是最高的。而且是高出台灣和香港 1.25 倍以上，香港是 IPO 後比 IPO 前的管理指標較高，台灣在 IPO 前和 IPO 後都一樣的指標沒有變。代表在 IPO 前後並沒有特別進行盈餘管理。
3. 台灣實施 IFRS 前後首次公開發行公司 IPO 會計穩健性在下，發現在 2014 ~ 2015 是顯著，但其他年度並未顯著，但台灣強制實施 IFRS 是在 2013 年，顯然是受 IFRS 實施影響，對非常損益前稅後淨利，有極大的影響與 Ahmed et al. (2011)，研究發現，強制性 IFRS 實施之後，公司的盈餘品質變差，因為公司更會使用盈餘平穩化，以及更會採用積極性的會計政

策，有相同的呼應。

二、研究限制與建議

本研究在進行實證的過程中、受到搜集資料限制，未來研究者可採用更適合的方法或變數來衡量穩健程度，建構更簡明的穩健程度計算方式，及採用更精確的計量方法進行實證處理。本文用 C-Score 方法做為衡量的主軸。在中國方面可能因為制度上有別與其它地方，在使用此方法似乎未能達到其完全精確性。

1. 在兩岸三地的比較方法，本文使用了成文法與非成文法的國家，來使用條件式及非條件式的穩健衡量三地穩健，但因中國和台灣是成文法國家，此兩地在實質法治上有其一段落差，未來研究可考慮採用其它不同的分析方法來衡量穩健程度。
2. 本研究各地區的獨立樣本中，並無在細分各產業別及屬性，後續研究者可針對兩岸三地集中市場之特性，台灣市場可分為電子及非電子，中國大陸可分成國企或非國企，香港亦可分為服務業或非服務業，對兩岸三地新股上市公司進行更細微的驗證。
3. 本研究期間為涵蓋上市後最多 4 年、應將此歸類為中長期的研究，後續研究者可以將樣本期間再擴及十年之追蹤資料，做更深入的研究與探討。

參考文獻

- 王貞靜、潘虹華與戚務君，2012，以 C-Score 衡量會計穩健性在臺灣的適用性，
會計審計論叢，第 2 卷第 2 期：1-31。
- 吳大成，2002，會計穩健原則對會計盈餘影響：台灣上市公司財務報表表達是否愈來愈保守，國立成功大學會計學研究所。
- 李華龍，2008，我國 IPO 公司會計穩健之研究，國立成功大學會計研究所。
- 林佳穎，2006，我國財務報表穩健性特性及穩健原則攸關價值之研究，國立成功大學會計學研究所。
- 林美鳳、金成隆與林良楓，2009，股權結構、盈餘保守性和信用評等關係之研究，臺大管理論叢，第 20 卷第 1 期：289-329。
- 姜家訓與葉鴻銘，2007，債權人監督、公司治理、會計師公費依賴度與盈餘穩健性之關係，中華會計學刊，第 6 卷第 2 期：173-208。
- 凌寧，2013，基於香港市場的公允價值級次與會計穩健性的相關性研究，湖南大學會計研究所。
- 張子健與張幫正，2015，首次公開發行、盈餘穩健性與投資者交易行為，證券市場導報，第 3 期：32-39。
- 戚務君、廖益均與林嬪娟，2008，我國企業盈餘穩健特性之研究，會計學報，第 1 卷第 1 期：1-28。
- 許文馨與詹凌菁，2008，會計盈餘反應訊息時效性之不對稱與董監酬勞關係，中山管理評論，第 16 卷第 4 期：851-884。
- 羅松如，2008，財務報表穩健特性之研究：跨期間及亞洲四小龍證據，國立成功大學會計研究所。
- Ahmed, A. S., M. Neel, and D. Wang. 2011. Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? *Preliminary Evidence, Working Paper*.
- Anderson, R. C., S. Mansi, and D.M. Reeb. 2004. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37 : 315-342.
- Ball, R., A. Robin, and J. S. Wu. 2003. Incentives versus standards: Properties of accounting income in four east asian countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3) : 235-270.
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1-3) : 83-128

- Ball, R., and L. Shivakumar. 2006a. Earnings quality at initial public offerings: Managerial opportunism or public - firm conservatism? *Working Paper, University of Chicago and London Business School.*
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2006b. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research* 44 : 207-255.
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2008. Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3) : 324-349.
- Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1) : 1-51.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1) : 3-37.
- Beaver, W. H., and S. G. Ryan. 2005. Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies* 10 (2-3) : 269-309.
- Biddle, G. C., M. L. Z. Ma, and F. M. Song. 2011. Accounting conservatism and bankruptcy risk. *Working Paper, University of Hong Kong.*
- Bliss, J. H. 1924. *Management through Accounts*. New York, NY: The Ronald Press Co.
- Boulton, T. J., S. B. Smart, and C. J. Zutter. 2008. Earnings quality and international IPO underpricing. *Working paper.*
- Brochet, F., A. D. Jagolinzer, and E. J. Riedl. 2013. Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. *Contemporary Accounting Research* 30 (4) : 1373-1400.
- Brüggemann, U., J.-M. Hitz, and T. Sellhorn. 2013. Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: A review of extant evidence and suggestions for future research. *European Accounting Review* 22 (1) : 1-37.
- Chandra, U., C. Wasley, and Waymire. 2004. Income conservatism in the U. S. technology sector. *Working paper University of Rochester.*
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. S. Verdi. 2008. Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research* 46 (5) : 1085-1142 .
- Dechow, P. M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18 : 3-42

- DeFond M. L., M. Hung, S. Li, and Y. Li. 2015. Does mandatory IFRS adoption affect crash risk? *The Accounting Review* 90 : 265-300.
- Fama, E. F., and J. D. MacBeth. 1993. Risk, return and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy* 81 (3) : 607-636.
- Fama, E. F., and K. French. 2000. Forecasting profitability and earnings. *Journal of Business* 72 : 161-175
- Florou, and Kosi. 2013. Does mandatory IFRS adoption affect the credit ratings of foreign firms cross-listed in the U. S.? *Accounting Horizons* 27 (3) : 491-510.
- Florou, A., and P. Pope. 2012. Mandatory IFRS adoption and institutional investment decisions. *The Accounting Review* 87 (6) : 1993-2025.
- Hung, X. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76 (3) : 357-373.
- Khan, M., and R. L. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48 : 132-150.
- LaFond, R., and R. L. Watts. 2008. The information role of conservatism. *The Accounting Review* 83 (2) : 447-478.
- Lara, J. M. G., and A. Mora. 2002. Balance sheet versus earnings conservatism in europe. *European Accounting Review* 13 : 261-292.
- Leone, A. J., S. Rock, and M. Willenborg. 2007. Disclosure of intended Use of proceeds and underpricing in initial public offerings. *Journal of Accounting Research* 45 (1) : 111-153.
- Leuz, C., N. Dhananjay, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 : 505–527
- Li, S. 2010. Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the european union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review* 85 (2) : 607-636.
- Liu, W. C. 2008. An empirical study on the IPO price of companies offering in Hong Kong. *A Dissertatio Submitted for the Degree of Master at Soochow University*.
- Muller, V. O., M. L. Muresan, and I. A. Ienciu. 2011. International reactions to IASB/FASB's new approach towards the presentation of the statement of financial position. *International Academy of Business and Economics* 11 (1) : 1544-8037.

- Pae, J. 2007. Unexpected accruals and conditional accounting conservatism. *Journal of Business Finance and Accounting* 34 : 681-704.
- Pae, J., D. B. Thornton, and M. Welker. 2005. The link between earnings conservatism and the price-to book ratio. *Contemporary Accounting Research* 22 (3) : 693-717.
- Penman, S. H., and X. Zhang. 2002. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77 (2) : 237-264.
- Richardson, G., and S. Tinailar. 2004. Accounting based valuation models: What have we learned? *Accounting and Finance* 44 : 233-333.
- Sloan. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (3) : 289-315.
- Wang, C. 2014. Accounting standards harmonization and financial statement comparability: Evidence from transnational information transfer. *Journal of Accounting Research* 52 (4) : 955-992.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting part 1: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 : 207-221
- Wolk, H. I., M. G. Tearnye, and J. L. Dodd. 2001. *Accounting theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing.
- Xinrong Q. 2007. The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross-sectional evidence at the firm level. *The Accounting Review* 82 : 759-796

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五份。
12. 「會計與公司治理」聯絡人：項鼎綸先生
 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)

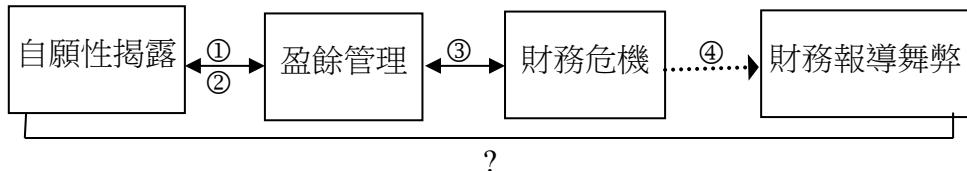
- (4) 採用縮寫時，應於該字第一次出現時說明，例如，在美國發行之存託憑證稱為 American Depository Receipts (簡稱 ADR)。一旦決定採用簡稱，必須前後一致，不可將全名及簡稱交換使用。
6. 公式或迴歸式之字型為 Times New Roman 13 號字，與前、後段內文距離各為 0.5 列，縮排 2 字元，各式編號以 (1)、(2)、.....排序，編號置右邊緣。
- 舉例如下：

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

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 (小數位數不超過4位)	-0.193 ** (0.050)	-0.268 *** (0.010)
GROWTH			1.000 (0.720)	-0.033
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-「管理私募公司債，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（林嬪娟、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)。
- 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)。
- 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。
- 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：

林嬪娟、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 :	Shun-Sheng Wu	(Feng Chia Accounting Education Fundation)
Editor :	Chuan-Chuan Huang	(Feng Chia University)
Executive Editor :	Guang-Zheng Chen	(Feng Chia University)
Editorial Board :	Han-Min Wang	(Feng Chia University)
	Kuang-Hua Wang	(Feng Chia University)
	Hsiang-Tsai Chiang	(Feng Chia University)
	Tsing-Zai Wu	(National Cheng Kung University)
	Sou-Shan Wu	(National Taiwan Normal University)
	Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)
	William Wei-Min Sheng	(National Taichung University of Science and Technology)
	Su-Ming Lin	(National Taiwan University)
	Yu-Chih Lin	(National Yunlin University of Science & Technology)
	Tin-Gji Lin	(Feng Chia University)
	Yi-Mien Lin	(National Chung Hsing University)
	Wei-Heng Lin	(National Taipei University of Business)
	Chan-Jane Lin	(National Taiwan University)
	Jiao-Neng Lin	(Feng Chia University)
	Nien-Su Shih	(Feng Chia University)
	Chen-En Ko	(National Taiwan University)
	Chia-Ying Ma	(Soochow University)
	Shen-Ho Chang	(Feng Chia University)
	Ruey-Dang Chang	(National Chung Hsing University)
	Chung-Yuan Hsu	(National Chengchi University)
	Yu-Cheng Chen	(National Chung Hsing University)
	Kuei-Tuan Chen	(Feng Chia University)
	Chunghuey Huang	(National Taipei University)
	Chyan-Long Jan	(Soochow University)
	Yu-Hsin Lu	(Feng Chia University)
	Tzy-Yih Hsiao	(Feng Chia University)
	Gene C. Lai	(Washington State University)
	Fujiing N. Shiue	(National Taipei 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>