

財務困難公司之資訊透明度研究

薛敏正* 李雅琳**

摘要：本研究旨在探討財務困難公司之資訊揭露行為。以財團法人證券暨期貨市場發展基金會建置之「資訊揭露評鑑系統」中的「年報指標」作為公司資訊透明度之替代變數，分析與討論財務危機與正常公司之資訊透明度。以 2003 年列入全額交割之上市（櫃）公司為樣本另加入財務危機前後各一年之數據，就年報評鑑指標中之評分結果，採單變量與多變量迴歸分析，觀察與分析財務困難公司之資訊揭露情形。實證結果發現除董事會及股權結構資訊外，在整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊、自願性資訊等方面均顯示財務危機公司的資訊揭露程度較正常公司低。另項重要的發現是資訊揭露數據區分之等級愈多時，愈容易觀察出財務危機公司與正常公司間之資訊透明度差異。

關鍵詞：財務困難、資訊透明度、資訊揭露評鑑系統

* 台北大學會計學系副教授

** 財團法人中華民國會計研究發展基金會研究員

作者感謝匿名審查委員的細心指正與寶貴意見，文中若尚有任何錯誤，當屬作者之責。

收稿日：2006 年 8 月

接受日：2007 年 5 月

An Empirical Study on Information Transparency of Financially Distressed Firms

Min-Jeng Shiue* Ya-Ling Li**

Abstract: The purpose of this study is to examine whether the transparency of information disclosure by distress firms is lower than that by non-distress firms. Annual report index data from IDTRS (Information Disclosure and Transparency Ranking System) are used as the proxy of the firms' information transparency. Research samples including distress and non-distress firms are collected from the public trading securities in Taiwan stock market between 2002 and 2004. Both univariate and multivariate regressions are used to examine our hypothesis. Research findings moderately support our argument that distress firms disclose less information than non-distress firms. Finally, it is found that the smaller the measure of the interval is, the better the discriminative ability to investigate information disclosure differences between distress and non-distress firms is.

Keywords: financial distress, information transparency, information disclosure and transparency ranking system

* Associate Professor, National Taipei University

** Researcher, Accounting Research and Development Foundation

壹、前言

公司治理與資訊透明度為近年來非常熱門的兩項重要議題。公司治理之基本精神在於資訊必須及時、可靠、透明，因此企業資訊透明度與公司治理間存在著相當密切的關係。陳依蘋在 2002 年所舉辦之「企業如何提昇透明度與企業價值」研討會中指出¹，企業必須加強資訊揭露之原因在於企業之研發、聲譽與員工等無形資產之表現高過於有形資產，以致於市值與帳面值差異愈來愈大；再者，根據 1992 年 Kaplan 所發展的平衡計分卡可知，評估一家企業的價值除按財務面的績效衡量外，非財務性績效指標也非常重要；此外，過去的研究通常僅針對股東權益加以探討，但現今所有的利害關係人—員工、上下游廠商，甚至對社會面、環境面的關懷等也成為關注的焦點。由此可知現有的財務資訊已無法充分滿足投資人與利害關係人之需求，公司須透過揭露更多的資訊，才能使市場真正瞭解公司價值的所在。

在不完美資訊及交易成本的影響下，經理人的自利動機可能與委託人間的利益不一致，因此管理者極可能做出不利於資金提供者、或損及公司價值之決策。國內多數企業的經營體系，其董事會係由家族成員或控制股東所組成，控制股東可利用金字塔結構與交叉持股方式來強化其控制權，使得控制權（表決權）與所有權（公司股權持股比率）偏離程度加劇，讓控制股東得以較低的成本享有較高的控制權，藉以分散自身應承擔的營運風險。尤其當公司營運發生危機時，控制股東僅就所有權部分承擔損失，毋需對資金提供者負擔全部的責任，並可將剩餘損失留給小股東和債權人。此種存在於控制股東與小股東、債權人間的代理問題，源自於資訊的不對稱，故本研究之目的即欲探討國內企業面臨財務危機時資訊揭露之狀況，是否存在嚴重的資訊不對稱問題？

當公司遭遇財務危機時，資訊揭露行為會有何改變？根據 Lori (2003) 所作的研究發現，公司在財務困難初期大體上會自願地增加資訊揭露數量，以降低市場對公司之不確定性，避免資金成本的增加，惟只有能由財務困難狀況回復到正常狀態之公司，才會持續增加揭露

¹ 鄭惠之，2002，「企業如何提昇透明度與企業價值」研討會報導，會計研究月刊，第 203 期（10 月）：97-103。

的數量，向市場傳遞他們已回復正常營運之訊息。因此可知當公司陷入財務危機、無法回復正常營運時，會有較強的動機隱藏該狀況，以避免市場不再提供資金給公司週轉，而提高公司倒閉的可能性。不過當公司一味地隱瞞可能無法繼續經營之情況，相對地亦必須承擔被控訴的風險，根據證券投資人及期貨交易人保護中心於2006年5月公佈之團體訴訟案件中²，求償金額已累積高達235億元。故管理階層面臨企業失敗時，是否僅一味地減少資訊揭露，從事隱藏財務狀況不佳之行動，抑或會考量未來可能面對之訴訟風險而增加資訊揭露，使得自身在面對揭露不足之指控時可提出強力答辯、減少賠償金額、甚至增加勝訴可能性，為本研究觀察之重點。該研究結果顯示財務危機公司之資訊揭露程度確實較正常公司低，且財務危機公司可能在財務狀況不佳前，即已從事減少資訊揭露之動作。本研究另將揭露品質按區分等級方式轉換，實證結果發現區分之等級愈多，愈可觀察出財務危機公司之資訊透明度較正常公司低。

本研究之主要特色或貢獻可就以下三方面說明：1. 國內過去有關資訊揭露之研究，多探討對股價之影響及與企業價值、公司治理間之關係，較少針對財務困難公司之資訊揭露狀況進行研究，本研究可填補此類文獻之缺漏。2. 財團法人證券暨期貨市場發展基金會所建置之資訊揭露評鑑系統，並未公佈受評公司之原始資訊揭露評鑑分數，僅公佈受評公司之評鑑等級，因此國內研究一般係按該評鑑等級進行分析，但此分析因屬簡化之資訊，可能會流失部分重要訊息，故本研究率先對資訊揭露評鑑系統第一屆至第三屆之年報指標進行比較，觀察其差異，並按該年報指標自行評估樣本公司三年度資訊揭露之變化。3. 目前國內外雖已發展出相當多的財務危機預測模型，但顯少研究針對資訊揭露與財務狀況間之關係進行探討。依據本研究之實證結果發現財務困難公司之資訊透明度確實較正常公司低，故藉由觀察資訊揭露之變化，似乎亦可作為公司是否具有財務危機之警訊，因此建議主管或監督機關亦應留意公司資訊揭露之變化，作為一偵測危機公司之預警機制，尤其當公司由透明度較高變為透明度較低時應特別注意。此外，因資訊透明度不佳之公司具有較高的潛在風險，故建議投資人審慎參考證基會所公佈之公司透明度訊息。

² 證券投資人及期貨交易人保護中心，網站 <http://www.sfipc.org.tw/main.asp>。

本文除首節為前言外，第貳節為相關文獻探討及資訊揭露評鑑系統之介紹，第參節為研究方法，第肆節為實證研究結果與分析，最後第伍節為結論與建議。

貳、文獻探討及資訊揭露評鑑系統介紹

本單元內容主要分為兩部分，一為相關文獻探討，另一為介紹國內外重要資訊揭露評鑑系統。相關文獻之討論又可分為二方面，首先探討代理問題與資訊揭露，其次為財務困難公司之定義及其資訊揭露策略。

一、文獻探討

(一)代理問題與資訊揭露

Jensen and Meckling (1976) 指出在管理權與所有權分離的制度下，經理人與外部股東及債權人間會存在代理關係，即一位或若干代理人 (Principle) 聘用代理人 (Agent)，代表他們從事某種活動的一種契約關係，其中包括授與代理人某些決策權。基於此項關係，市場上衍生出資訊不對稱問題，例如財務報表的編製者或稱管理者，其擁有較多與公司有關的資訊，也較瞭解公司的實際狀況，但外部股東及債權人並未在公司任職，無法像管理階層如此瞭解公司，屬於資訊弱勢者。

經濟學家認為解決資訊不對稱問題的方法，主要在設法彌補交易雙方資訊的差異，因此可透過增加資訊揭露的方式降低交易雙方資訊不對稱的問題。惟資訊揭露之質與量應如何掌握呢？Fama and Laffer (1971) 指出，當揭露資訊的邊際成本等於邊際效益時，則達到最適資訊揭露。由於資訊揭露的成本與效益會影響資訊揭露者的動機及行為，故公司在權衡自身效益與成本後所決定的資訊揭露程度，未必會與社會整體最適資訊揭露程度相符，故資訊揭露須有強制性規範，但管理當局在制定規範管制時也須考量公司之相關成本，才能落實提升社會整體價值之目的。

(二)財務困難公司之定義與資訊揭露策略

1.財務困難公司之定義

有關財務困難或危機之定義，早自 Beaver (1966) 即提出，以「發生銀行退票、透支、未支付特別股股利、債券違約以及法院宣告破產等」作為財務危機的定義。之後，Altman (1968) 及 Ohlson (1980) 則將「申請破產、被接管和重整之公司」視為財務困難公司。DeAngelo (1986) 及 DeAngelo et al. (1994) 以「至少連續三年發生虧損且股利減少之公司」定義企業有財務危機狀況。

國內研究者陳肇榮 (1983)，將企業之失敗分為三階段：(1)財務危機階段：企業發生資金不足、周轉困難、債務拖延；(2)財務失調階段：企業發生暫時周轉不靈、支票退票、債務違約；(3)破產倒閉階段：企業發生負債大於資產、失去償債能力。此外，有學者將財務危機公司定義為依據「台灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 49 條、第 50 條之規定，變更交易方法為全額交割股或停止買賣之公司 (林嬋娟、洪櫻芬和薛敏正，1997；林宓穎，2002 等)。另亦有學者僅依「台灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 49 條之規定，將變更交易方法為全額交割股之公司作為研究樣本³，列為財務危機公司 (廖彩梅，2003；薛敏正與林嬋娟，2004)。

本研究的主要目的係觀察財務困難公司之資訊揭露與正常公司之差異，而國內過去研究多以「台灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 49 條變更交易方法為全額交割股之公司，作為困難公司之定義，因此本研究亦採用此定義。

2. 資訊揭露策略

³ 依《台灣證券交易所股份有限公司營業細則》(2003 年 4 月 1 日修訂) 第 49 條之規定，上市公司有下列情事之一者，得對其上市之有價證券報請主管機關核准變更原有可融資融券之交易方式為全額交割交易方式：(1)依公司法第 211 條規定，公司虧損達實收資本額二分之一，或公司資產顯有不足以抵償其所負之債務時，依破產法之程式和解或聲請破產尚未經法院裁定者；(2)依公司法第 282 條規定，公開發行股票或公司債之公司，因財務困難暫停營業或有停業之虞者，該公司董事會、大股東及主要債權人聲請法院准予重整之事宜，經法院裁定准予重整者；(3)最近期財務報告顯示淨值低於實收資本額二分之一者；(4)有銀行退票或拒絕往來之情事者；(5)未於營業年度終結後六個月內召開股東會完畢者；(6)年度或半年度之財務報告經簽證會計師出具保留意見者；(7)違反上市公司重大訊息查證暨公開相關章則規定，經通知補行辦理公開程式，未依法辦理且情節重大者；(8)上市公司退票且經證交所知悉者。財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心《證券商營業處所買賣有價證券營業規則》(2003 年 3 月 26 日修訂) 第 12 條亦有類似之規定。

當公司在面臨營運虧損、財務困境時，通常比一般公司有較強的動機掩飾財務狀況不佳之窘境或意圖創造公司前景看好之假像。Miller (2002) 以連續四年盈餘持續增加公司與第一年及第二年盈餘增加，但到第三年及第四年時盈餘下降之公司進行實證分析，探討公司盈餘變化與揭露程度間的關係。研究結果發現，在第一年及第二年時，此二組樣本之揭露數量皆增加，但在第三年及第四年時，盈餘下降公司的揭露數量減少。顯示長期而言，當公司之盈餘持續增加時，管理者會透過各種管道提高資訊揭露的數量。另外，比較這二組樣本的長、短期預測狀況。實證發現，盈餘持續增加的公司，會傾向提供有關公司未來長期發展的預測趨勢，而盈餘將下降公司僅提供短期預測。顯示當公司目前之績效較佳，但未來之盈餘將下降，則管理者會把資訊揭露重心放在短期的預測，聚焦在盈餘的增加而忽略該盈餘已接近高點的訊息，避免觸及未來營運績效不佳等議題。

近年國內陸續爆發博達、訊碟、皇統、太電等做假帳、掏空公司資產等重大舞弊案，皆有資訊揭露不實之問題。關於資訊揭露不足、虛偽所帶來之成本中，Elliott and Jacobson (1994) 提到可能會引發訴訟糾紛。依證券投資人及期貨交易人保護中心於 2006 年 5 月公佈所受理的團體訴訟案件中，「財報不實」佔 23 件、「公開說明書不實」佔 10 件、「操縱股價」有 12 件、「內線交易」有 9 件；其中資訊揭露不實之案件共有 33 件，佔所受理案件的六成。在求償金額部分，已累積高達 235 億元，其中太電 80 億排名第一，博達 58 億位居第二，訊碟 26 億名列第三。因此，財務危機公司在經營困頓時，雖會有意圖從事減少資訊揭露以掩飾未來可能無法繼續經營之情況，但企業亦可能會考量因資訊不透明所產生的訴訟風險，進而充分揭露資訊，使得經營者在面對揭露不足之指控時可提出證據答辯，增加勝訴可能性及減少賠償金額。

二、國內外資訊揭露評鑑系統

目前有關公司資訊揭露透明度的衡量，在國外主要有標準普爾 (Standard & Poor's) 及里昂證券 (Credit Lyonnais Securities Asia) 等專業機構⁴。

⁴ 其他相關之資訊透明度評等機構有：香港會計師公會主辦之「最佳公司管治資料

標準普爾共建構 98 個衡量指標⁵，分為三大類以衡量公司資訊透明度。根據標準普爾於 2002 年所作的調查，我國在財務透明度與資訊揭露 (Financial Transparency and Information Disclosure) 得分狀況較佳，顯示在年報的表達上較透明，惟在所有權與投資者關係 (Ownership Structure and Investor Relations)、董事會及管理者結構與運作過程 (Board and Management Structure and Process) 等二大類，卻有待改善。

里昂證券在透明度部分⁶，共設有 10 項指標，分別為：財務目標的揭露、即時發布年報、即時發布半年報、即時發布季報、迅速揭露經營成果，且在宣佈前無事先洩露、立即揭露重大資訊、立即更新網站上的公告、明確及有資訊內涵的成果揭露、根據國際一般公認會計原則來編製財務報表、投資者有管道能夠接觸到高階管理者等。根據 2005 年里昂證券與亞洲公司治理協會 (ACGA) 所共同發表之「2005 年亞洲公司治理報告 (CG Watch 2005)」中⁷，新加坡與香港蟬聯前二名，台灣排名第五，顯示我國在公司治理制度上仍有相當大的努力空間。

我國關於上市 (櫃) 公司資訊透明度之衡量，係以台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證基會所建置之資訊揭露評鑑系統為主⁸，自 2003 年開始實施。該評鑑系統主要按「資訊揭露相關法規遵循情形、資訊揭露時效性、預測性財務資訊之揭露、年報之資訊揭露、企業網站之資訊揭露」等五大部分進行評分。根據張淑貞 (2005) 採用證基會之第一屆資訊揭露評鑑分數作為衡量公司透明度之依據時發現，僅有年報之鑑別度較大，因此本研究以「年報指標」作為判斷標準，自行衡量樣本公司之資訊透明度。

披露大獎」(Best Corporate Governance Disclosure Awards)、日本東京證交所之「上市公司表揚制度」、亞洲財務長雜誌 (CFO Asia) 與 Enterprise.com 合辦的「年度亞洲最佳年報」(Best Annual Reports in Asia) 評比 (Ranking) 等。

⁵ Standard and Poor's，網站 <http://www.standardandpoors.com>。

⁶ Credit Lyonnais Securities Asia，網站 <https://www.clsa.com>。

⁷ 可參考亞洲公司治理協會，網站 <http://www.acga-asia.org>。

⁸ 財團法人證券暨期貨市場發展基金會建置之「資訊揭露評鑑制度」，網站 <http://www.sfi.org.tw/EDIS/>。

參、研究方法

本單元分別說明研究假說、樣本蒐集及整理、變數定義、模型設計。

一、研究假說

最近幾年政府一直在積極推動公司治理，其中提升資訊揭露透明度即為重點項目之一。Miller (2002) 的研究指出盈餘持續成長與衰退公司之資訊揭露策略並不相同，當公司之盈餘持續成長時，管理當局會傾向提高資訊揭露的數量，且較重視與長期發展有關之預測資訊，反觀盈餘下滑公司則多強調與揭露短期預測資訊。Lori (2003) 發展了一套指標衡量資訊揭露的品質，研究公司進入財務危機階段資訊揭露狀況之變化，利用該指標探討在 1990 年至 1995 年間 136 家財務困難公司的揭露行為，並進一步將樣本區分為破產公司與重整成功公司加以比較分析。實證結果顯示，在財務困難初期，這些公司大體上會增加揭露的數量，因為財務危機易導致公司債的技術性違約及會計師可能發布繼續經營能力有疑慮之查核報告，使市場對公司之不確定性提高，進而增加資金成本，因此財務危機公司會自願性地增加揭露數量，以降低市場對公司的不確定性；然而並非所有危機公司均會持續地增加揭露數量，實證發現，只有當公司能由財務困難回復到正常公司時，才會持續增加揭露的數量，因為重整成功公司的管理者會試圖向市場傳遞他們已回復正常營運之訊息。國內學者楊明璋 (2003) 針對收到會計師出具繼續經營不確定性意見之企業的資訊揭露行為進行探討，發現當公司發生財務困難時，企業會傾向減少訊息揭露，以免過度曝光，造成如“自我預言理論 (Self-Fulfilling Prophecy)” 所言之失敗。另外，亦發現當公司財務愈困窘時，越會規避強制性揭露。

綜合上述研究可知，當公司一開始步入財務困境時，傾向增加或減少資訊揭露的程度雖未有一致結論，但其經營狀況及盈餘若係呈現持續下降之趨勢時，管理者會傾向減少資訊揭露。另一方面，國內重整成功的案例相當稀少，因此本研究臆測，企業面臨財務危機時與正常公司之資訊揭露策略並不相同，且財務困難公司之資訊揭露程度較低，故建立假說如下：

H₁：財務困難公司之資訊揭露程度低於正常公司

二、樣本蒐集及整理

本研究按「台灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 49 條之規定，選自 2003 年上市（櫃）公司變更交易方法為全額交割股之公司作為樣本，且將 2002 年及 2004 年亦納入研究期間，以觀察資訊揭露之變化，並採 1 配 3 之配對方法，以相同年度、產業及資產規模相似（差距標準在±30%內）之正常公司為配對樣本。

在本研究期間，按定義共有 28 家上市（櫃）公司於 2003 年列為全額交割股，但有 11 家公司分別於 2003 年、2004 年下市或下櫃，無法取得年報等相關資料，另有 2 家公司無法找到適合的配對公司，因此這 13 家公司均予以排除，故本研究之樣本共有 15 家財務危機公司，每家危機公司並配對 3 家正常公司。

三、變數定義

有關因變數及自變數之衡量，分述如下：

（一）因變數之衡量

本研究以資訊揭露評鑑系統之年報指標作為評分基準，探討財務危機公司與正常公司之資訊揭露狀況。該系統自 2003 年實施至 2005 年已三屆，每年指標均會參考國外相關資訊揭露評鑑指標及配合國內市場環境、法令規定，進行適度調整（詳細年報指標內容可參見附錄 1）。有關年報之整體資訊，按揭露內容可分為財務及營運透明度、董事會及股權結構二大資訊，另外亦可依是否為法令規定應揭露之內容，分為強制性資訊及自願性資訊；有關指標數的變化詳列於表 1。

表 1 年報揭露指標數

指標數	第一屆 (2002 年年報)	第二屆 (2003 年年報)	第三屆 (2004 年年報)
整體資訊	29	43	48
(1)財務及營運資訊	19	27	31
(2)董事會及股權結構資訊	10	16	17
(1)強制性資訊	27	32	32
(2)自願性資訊	2	11	16

該資訊揭露評鑑系統之公佈標準係按各公司的得分數，第一屆及第二屆時分為三等級，公佈排名前三分之一之上市（櫃）公司名單，第三屆時依評鑑成績高低區分為 A+級、A 級、B 級、C 級以及 C-級等五等級，但為使受評公司有所準備，C-級暫以從缺方式處理外，分別公佈其他四個等級之上市（櫃）公司名單。此外，為鼓勵受評公司主動提供自願性資訊，第三屆時按自願性揭露資訊得分排名前十分之一的公司增列「自願性揭露資訊較透明公司」名單。由於證基會未將受評公司之得分公開，故無法知悉各公司在年報資訊之得分狀況，因此本研究因變數—揭露品質之衡量，係按證基會所建置之年報指標，自行對各企業之年報進行評估。此外，證基會因考量不同產業採用相同標準會有不適用之問題，故在分數計算上，係採用百分比方式計算，亦即將「不適用」的情形排除後，按（得分項目／適用總項目）計算其所得分數，以解決產業差異及規模差異。由於 2002 年、2003 年、2004 年三個年度指標總數並不相同，故本研究乃參酌前述證基會之評鑑得分數轉換方式，衡量樣本公司各年之相對資訊揭露程度。

本研究有關揭露分數之計算係採不加權方式計分，揭露分數每項一律以 1 分計算，有揭露者不論內容篇幅大小均給 1 分，未揭露者該項目不給分，若有不適用的情況，則以「不適用」排除。本研究以樣本公司之揭露品質「評鑑相對得分」衡量資訊揭露情形，評鑑相對得分愈高者，代表資訊揭露程度愈高。計算方式如下⁹：

$$\text{評鑑相對得分} = \frac{\text{原始總分}}{\text{適用指標總項目(各屆總採行指標項目 - 個別公司不適用項目)}}$$

由於證基會對於評鑑結果並未公佈受評公司之得分，而以區分等級方式公佈，因此本研究除按各揭露品質之原始評鑑相對得分進行實

⁹ 為確保分析結果之穩定性，本研究亦就評分結果進行信度分析。另委由一位研究生擔任評分員以系統選樣法之方式，自 180 家樣本挑選 18 家公司加以評分，隨機起點設為第 8 家公司，其後每隔 10 家公司都將列為樣本。在評分前，先由研究者對另一位評分員就每一項指標之定義及原則加以解釋，然後進行信度檢定。同時計算相互同意度與信度兩項指標，計算方式分別如下：相互同意度 = (2x相同分類數) ÷ (第一位評分員分類數 + 第二位評分員分類數)；信度 = (2x相互同意度) ÷ (1 + 相互同意度)。估算結果各類資訊品質之兩項信度指標均超過 98%，顯示本研究對各受評公司之年報進行評分結果具穩定性。

證外，另佐以採分級方式進行檢測。將揭露品質之「評鑑相對得分」區分為三等級、四等級、五等級，分別觀察危機公司與正常公司在不同等級下之揭露品質差異情形。當揭露品質區分為三等級時，即將各年度受評公司之「評鑑相對得分」分為三等分，得分數最高之前三分之一的公司設為 3，排名位於三分之一至三分之二的公司設為 2，排名在最後三分之一的公司設為 1。當揭露品質區分為四等級時，仿照三等級之作法，得分數最高之前四分之一的公司設為 4，其他依序為 3、2、1。當揭露品質區分為五等級時，亦仿照三等級之作法，得分最高之前五分之一之公司設為 5，其他依序為 4、3、2、1。

(二)自變數之衡量

本研究所採之實驗變數為財務危機公司或正常公司 (FAIL)，並以時間變數 (YEAR2002)、(YEAR2003) 作為區別揭露資訊之年度，其他控制變數為會計師查核意見 (AUDOP)、董事長或總經理的撤換 (CHGMGT)、負債比率 (LEV)、公司規模 (SIZE)。會計師查核意見係根據楊明璋 (2003) 的研究，發現收到繼續經營有疑慮意見之企業，其揭露程度顯著低於繼續經營無疑慮之企業。關於董事長或總經理的撤換變數，Clarkson et al. (1996) 發現管理階層的替換率與揭露行為有關。當公司想要擺脫營運狀況不佳公司的分類，可能會嘗試透過撤換高階主管並增加揭露，讓資本市場明瞭公司之改變。負債比率和公司的負債情形、債務合約有關，資產總額 (取對數值) 則與公司之規模有關，這兩項變數間接地影響公司之資訊透明度 (Gilson et al., 1990; Eng and Mak, 2003; Firth, 1979; Cooke, 1991)。

四、研究模型

為探討財務危機公司相對於正常公司之資訊揭露狀況，建立迴歸模型(1)如下所示：

$$DQ_t = \beta_0 + \beta_1(FAIL)_t + \beta_2(YEAR2002) + \beta_3(YEAR2003) + \beta_4(AUDOP)_t + \beta_5(CHGMGT)_t + \beta_6(LEV)_t + \beta_7(SIZE)_t + \varepsilon \dots (1)$$

DQ_t : 於第 t 年時資訊揭露之評鑑相對得分。
分別為整體資訊之評鑑相對得分、財務及營運資訊之評鑑相對得分、董事會及股權結構資訊之評鑑相對得分、

強制性資訊之評鑑相對得分、自願性資訊之評鑑相對得分等五大類評分結果。

- FAIL_t : 於第 t 年時，FAIL = 1，代表財務危機公司；FAIL = 0，代表正常公司。
- YEAR2002 : 該年度為 2002 年者為 1，否則為 0。
- YEAR2003 : 該年度為 2003 年者為 1，否則為 0。
- AUDOP_t : 於第 t 年所收到之會計師查核意見類型。否定意見或無法表示意見為 2；保留意見為 1；繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0；其他修正式無保留意見或無保留意見為 -1。
- CHGMGT_t : 於第 t 年董事長或總經理被撤換者為 1，否則為 0。
- LEV_t : 於第 t 年底之負債比率，即以負債總額除以總資產。
- SIZE_t : 於第 t 年底之公司規模，以總資產取對數值。

本研究另對財務危機公司步入危機前之資訊揭露進行分析，另加入兩個交互影響變數 FAIL*YEAR2002 及 FAIL*YEAR2003，並以 Wald test 檢驗此二交互作用變數之係數值，測試是否有顯著差異。若二者係數有差異，代表公司列為全額交割股之當年度與前一年度，資訊揭露程度是有明顯變化；若二者係數無差異，代表公司列為全額交割股之當年度與前一年度，資訊揭露程度無太大不同。驗證公司是否早在列為全額交割股之前一年即減少資訊揭露，以避免投資人及利害關係人發現公司營運狀況不佳。建立迴歸模型(2)如下所示：

$$DQ_t = \beta_0 + \beta_1(FAIL)_t + \beta_2(YEAR2002) + \beta_3(YEAR2003) + \beta_4(AUDOP)_t + \beta_5(CHGMGT)_t + \beta_6(LEV)_t + \beta_7(SIZE)_t + \beta_8(FAIL * YEAR2002) + \beta_9(FAIL * YEAR2003) + \varepsilon \dots (2)$$

FAIL*YEAR2002：FAIL 與 YEAR2002 之交互作用變數。

FAIL*YEAR2003：FAIL 與 YEAR2003 之交互作用變數。

肆、實證研究結果與分析

一、敘述性統計與分析

(一)自變數之敘述性統計與單變量分析

表 2 之結果顯示，除公司規模 (SIZE) 之平均數差異及中位數差異，在 2004 年及 2002 年至 2004 年正常公司大於危機公司外，會計師

查核意見 (AUDOP)、董事長或總經理的撤換 (CHGMGT)、負債比率 (LEV) 等變數，平均數差異及中位數差異均顯示財務危機公司高於正常公司，代表危機公司較可能收到會計師出具無保留意見以外之意見、董事會或總經理撤換率較高、負債比率也較高。t test 及無母數檢定 Wilcoxon test 顯示在會計師查核意見 (AUDOP) 及負債比率 (LEV) 變數，二組樣本呈顯著差異。公司規模 (SIZE) 在 2002 年及 2003 年則未呈現顯著差異，與預期相符，因為本研究係以資產為主要之配對標準。

(二) 因變數之敘述性統計與單變量分析

從表 3 揭露品質之「評鑑相對得分」可觀察到，在平均數差異及中位數差異均呈負數，顯示財務危機公司之揭露品質均低於正常公司；此外，除財務危機公司在董事會及股權結構資訊之平均數由 2002 年的 0.548 增加到 2003 年的 0.574，再減少到 2004 年的 0.510 外，其他有關整體資訊、財務及營運資訊、董事會及股權結構資訊則是呈現逐年減少；不過以另一個角度區分為強制性資訊、自願性資訊時，二組樣本之評鑑相對得分卻是逐年增加的。t test 及無母數檢定 Wilcoxon test 顯示這二組樣本在整體資訊、財務及營運資訊及強制性資訊具顯著差異，而在董事會及股權結構資訊、自願性資訊，這二組樣本之差異性較不一致。

二、相關分析

本研究以 Pearson 積差相關係數的計算來檢測各變數間之相關性，分析結果列於表 4。由表中可發現各項資訊品質 (DQ) 與財務危機公司或正常公司 (FAIL)、會計師查核意見 (AUDOP)、負債比率 (LEV) 間呈反向關係，符合預期；在公司規模 (SIZE) 變數，除財務及營運資訊外，整體資訊、董事會及股權結構資訊、強制性資訊、自願性資訊均與公司規模呈正向關係，符合預期；惟關於董事長或總經理的撤換 (CHGMGT) 變數，先前之研究認為當董事長或總經理被撤換時，公司會有動機揭露該資訊，使證券市場瞭解公司的改變，以擺脫經營狀況不佳的印象，所以預期該符號應為正向關係，但在 Pearson 相關係數分析中，除董事會與股權結構資訊呈正向關係外，與其他資訊揭露品質均呈反向關係，與原始預期方向不符。

表 2 自變數敘述統計量與單變量分析¹

變數	財務危機公司 (Distressed Firms, F) (15 家×3 年=45 家)					正常公司 (Non-Distressed Firms, NF) (45 家×3 年=135 家)					t test ²	Wilcoxon test ^{2,3}
	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值	平均數差異 F-NF (P-value)	中位數差異 F-NF (P-value)
AUDOP-2002 年	-0.267	0.458	0	-1	0	-1	0	-1	-1	-1	0.733 (0.0001)***	1.000 (0.0001)***
2003 年	-0.267	0.458	0	-1	0	-1	0	-1	-1	-1	0.733 (0.0001)***	1.000 (0.0001)***
2004 年	0.000	0.756	0	-1	2	-1	0	-1	-1	-1	1.000 (0.0002)***	1.000 (0.0001)***
2002~2004 年	-0.178	0.576	0	-1	2	-1	0	-1	-1	-1	0.822 (0.0001)***	1.000 (0.0001)***
CHGMGT-2002 年	0.400	0.507	0	0	1	0.111	0.318	0	0	1	0.289 (0.053)*	0.000 (0.014)**
2003 年	0.333	0.488	0	0	1	0.156	0.367	0	0	1	0.177 (0.141)	0.000 (0.143)
2004 年	0.400	0.507	0	0	1	0.200	0.405	0	0	1	0.200 (0.126)	0.000 (0.127)
2002~2004 年	0.378	0.490	0	0	1	0.156	0.364	0	0	1	0.222 (0.007)***	0.000 (0.002)***
LEV-2002 年	0.778	0.099	0.785	0.573	0.939	0.401	0.156	0.393	0.107	0.710	0.377 (0.0001)***	0.392 (0.0001)***
2003 年	0.828	0.069	0.811	0.738	0.917	0.425	0.156	0.434	0.025	0.787	0.403 (0.0001)***	0.377 (0.0001)***
2004 年	0.911	0.270	0.883	0.463	1.695	0.439	0.167	0.405	0.040	0.785	0.472 (0.0001)***	0.478 (0.0001)***
2002~2004 年	0.839	0.176	0.811	0.463	1.695	0.422	0.159	0.412	0.025	0.789	0.417 (0.0001)***	0.399 (0.0001)***

表 2 自變數敘述統計量與單變量分析¹ (續)

變數	財務危機公司 (Distressed Firms, F) (15 家×3 年=45 家)					正常公司 (Non-Distressed Firms, NF) (45 家×3 年=135 家)					t test ² 平均數差異 F-NF (P-value)	Wilcoxon test ^{2,3} 中位數差異 F-NF (P-value)
	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值		
SIZE-2002 年	6.649	0.406	6.622	6.179	7.551	6.542	0.391	6.534	5.942	7.514	0.107 (0.369)	0.088 (0.213)
2003 年	6.579	0.414	6.518	5.941	7.497	6.579	0.386	6.492	5.996	7.551	0.000 (0.997)	0.026 (1.000)
2004 年	6.447	0.454	6.393	5.687	7.456	6.630	0.392	6.585	6.008	7.570	-0.183 (0.137)	-0.192 (0.050)**
2002~2004 年	6.558	0.424	6.495	5.687	7.551	6.584	0.389	6.538	5.942	7.570	-0.026 (0.710)	-0.043 (0.604)

1. AUDOP (會計師查核意見): 否定意見或無法表示意見為 2、保留意見為 1、繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0、其他修正式無保留意見或無保留意見為-1; CHGMGT (董事長或總經理的撤換): 董事長或總經理被撤換則為 1, 否則為 0; LEV (負債比率): 負債總額除以總資產; SIZE (公司規模): 總資產取對數值。

2. 括號內為檢定 p-value; ***: 表顯著水準達 1%; **: 表顯著水準達 5%; *: 表顯著水準達 10%, 採雙尾檢定。

表 3 因變數—揭露品質之「評鑑相對得分」敘述性統計^{1,2}

變數-DQ	財務危機公司 (Distressed Firms, F) (15 家×3 年=45 家)					正常公司 (Non-Distressed Firms, NF) (45 家×3 年=135 家)					t test ³ 平均數差異 F-NF	Wilcoxon test ^{3,4} 中位數差異 F-NF
	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值	(P-value)	(P-value)
整體資訊-2002 年	0.635	0.095	0.654	0.423	0.778	0.706	0.074	0.708	0.407	0.857	-0.071 (0.004)***	-0.054 (0.003)***
2003 年	0.534	0.053	0.541	0.405	0.605	0.586	0.069	0.585	0.350	0.692	-0.052 (0.009)***	-0.044 (0.006)***
2004 年	0.490	0.060	0.512	0.349	0.581	0.552	0.058	0.545	0.419	0.682	-0.062 (0.001)***	-0.033 (0.001)***
2002~2004 年	0.553	0.093	0.536	0.349	0.778	0.615	0.094	0.610	0.350	0.857	-0.074 (0.0001)***	-0.062 (0.0001)***
財務及營運-2002 年	0.661	0.093	0.667	0.421	0.778	0.725	0.070	0.722	0.556	0.895	-0.055 (0.024)**	-0.064 (0.007)***
2003 年	0.500	0.045	0.500	0.423	0.577	0.556	0.070	0.556	0.407	0.680	-0.056 (0.001)***	-0.056 (0.005)***
2004 年	0.457	0.061	0.452	0.333	0.567	0.517	0.063	0.500	0.379	0.621	-0.060 (0.002)***	-0.048 (0.003)***
2002~2004 年	0.540	0.112	0.500	0.333	0.778	0.600	0.113	0.581	0.379	0.895	-0.06 (0.002)***	-0.081 (0.002)***
董事會及股權結構 -2002 年	0.548	0.195	0.556	0.111	0.778	0.629	0.145	0.667	0.111	0.889	-0.081 (0.090)*	-0.111 (0.111)
2003 年	0.574	0.127	0.583	0.333	0.750	0.610	0.143	0.600	0.231	0.846	-0.036 (0.389)	-0.017 (0.456)
2004 年	0.510	0.115	0.538	0.308	0.692	0.588	0.110	0.600	0.357	0.846	-0.078 (0.022)**	-0.062 (0.062)*
2002~2004 年	0.544	0.149	0.538	0.111	0.778	0.609	0.133	0.600	0.111	0.889	-0.065 (0.007)***	-0.062 (0.010)***

表 3 因變數—揭露品質之「評鑑相對得分」敘述性統計^{1,2} (續)

變數-DQ	財務危機公司 (Distressed Firms, F) (15 家×3 年=45 家)					正常公司 (Non-Distressed Firms, NF) (45 家×3 年=135 家)					t test ³ 平均數差異 F-NF (P-value)	Wilcoxon test ^{3,4} 中位數差異 F-NF (P-value)
	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值		
強制性-2002 年	0.686	0.103	0.708	0.458	0.840	0.761	0.079	0.760	0.440	0.923	-0.075 (0.004)***	-0.052 (0.003)***
2003 年	0.699	0.069	0.690	0.536	0.793	0.773	0.087	0.800	0.452	0.903	-0.074 (0.004)***	-0.110 (0.001)***
2004 年	0.715	0.089	0.733	0.517	0.828	0.802	0.074	0.800	0.643	0.938	-0.087 (0.001)***	-0.067 (0.001)***
2002~2004 年	0.700	0.087	0.708	0.458	0.840	0.779	0.081	0.778	0.440	0.938	-0.079 (0.0001)***	-0.070 (0.0001)***
自願性-2002 年	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.011	0.075	0.000	0.000	0.500	-0.011 (0.323)	0.000 (0.590)
2003 年	0.007	0.029	0.000	0.000	0.111	0.020	0.060	0.000	0.000	0.300	-0.013 (0.272)	0.000 (0.510)
2004 年	0.019	0.033	0.000	0.000	0.077	0.047	0.075	0.000	0.000	0.357	-0.028 (0.058)*	0.000 (0.309)
2002~2004 年	0.009	0.026	0.000	0.000	0.111	0.026	0.071	0.000	0.000	0.500	-0.017 (0.020)**	0.000 (0.196)

1. DQ (揭露品質之評鑑相對得分): 計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目 (各屆總採行指標項目—個別公司不適用項目)】。
2. 2002 年、2003 年、2004 年整體資訊之指標數為分別為 29、43、48; 財務及營運資訊之指標數分別為 19、27、31; 董事會及股權結構資訊之指標數分別為 10、16、17; 強制性資訊之指標數分別為 27、32、32; 自願性資訊之指標數分別為 2、11、16。
3. 括號內為檢定 p-value; ***: 表顯著水準達 1%; **: 表顯著水準達 5%; *: 表顯著水準達 10%, 採雙尾檢定。
4. Wilcoxon two-sample test.

當 Pearson 相關係數值超過 0.7 時，代表此二項變數間具有較高的相關性。由表 4 中可發現財務危機公司或正常公司 (FAIL) 與會計師查核意見 (AUDOP)、負債比率 (LEV) 之間的係數較高，為避免實證結果偏誤，在後續單元中將估算膨脹係數 (Variance Inflation Factor, VIF) 以判斷是否有嚴重的共線性問題。

表 4 變數相關係數矩陣

Panel A 整體資訊 ^{1,2,7}						
	DQ	FAIL	AUDOP	CHGMGT	LEV	SIZE
DQ	1					
FAIL	-0.279 (0.0001)***	1				
AUDOP	-0.297 (0.0001)***	0.781 (0.0001)***	1			
CHGMGT	-0.058 (0.439)	0.236 (0.001)***	0.185 (0.013)**	1		
LEV	-0.282 (0.0001)***	0.743 (0.0001)***	0.610 (0.0001)***	0.160 (0.032)**	1	
SIZE	0.00009 (0.999)	-0.028 (0.710)	-0.031 (0.684)	0.019 (0.805)	0.062 (0.405)	1

Panel B 財務及營運資訊 ^{1,3,7}						
	DQ	FAIL	AUDOP	CHGMGT	LEV	SIZE
DQ	1					
FAIL	-0.226 (0.002)***	1				
AUDOP	-0.224 (0.003)***	0.781 (0.0001)***	1			
CHGMGT	-0.078 (0.298)	0.236 (0.001)***	0.185 (0.013)**	1		
LEV	-0.218 (0.003)***	0.743 (0.0001)***	0.610 (0.0001)***	0.160 (0.032)**	1	
SIZE	-0.053 (0.480)	-0.028 (0.710)	-0.031 (0.684)	0.019 (0.805)	0.062 (0.405)	1

表 4 變數相關係數矩陣 (續)

Panel C 董事會及股權結構資訊 ^{1,4,7}						
	DQ	FAIL	AUDOP	CHGMGT	LEV	SIZE
DQ	1					
FAIL	-0.202 (0.007)***	1				
AUDOP	-0.260 (0.0004)***	0.781 (0.0001)***	1			
CHGMGT	0.043 (0.563)	0.236 (0.001)***	0.185 (0.013)**	1		
LEV	-0.238 (0.001)***	0.743 (0.0001)***	0.610 (0.0001)***	0.160 (0.032)**	1	
SIZE	0.116 (0.121)	-0.028 (0.710)	-0.031 (0.684)	0.019 (0.805)	0.062 (0.405)	1
Panel D 強制性資訊 ^{1,5,7}						
	DQ	FAIL	AUDOP	CHGMGT	LEV	SIZE
DQ	1					
FAIL	-0.382 (0.0001)***	1				
AUDOP	-0.369 (0.0001)***	0.781 (0.0001)***	1			
CHGMGT	-0.014 (0.856)	0.236 (0.001)***	0.185 (0.013)**	1		
LEV	-0.287 (0.0001)***	0.743 (0.0001)***	0.610 (0.0001)***	0.160 (0.032)**	1	
SIZE	0.015 (0.837)	-0.028 (0.710)	-0.031 (0.684)	0.019 (0.805)	0.062 (0.405)	1
Panel E 自願性資訊 ^{1,6,7}						
	DQ	FAIL	AUDOP	CHGMGT	LEV	SIZE
DQ	1					
FAIL	-0.117 (0.117)	1				
AUDOP	-0.062 (0.409)	0.781 (0.0001)***	1			
CHGMGT	-0.037 (0.626)	0.236 (0.001)***	0.185 (0.013)**	1		
LEV	-0.044 (0.559)	0.743 (0.0001)***	0.610 (0.0001)***	0.160 (0.032)**	1	
SIZE	0.005 (0.943)	-0.028 (0.710)	-0.031 (0.684)	0.019 (0.805)	0.062 (0.405)	1

表 4 變數相關係數矩陣 (續)

1. DQ (揭露品質之評鑑相對得分): 計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目 (各屆總採行指標項目一個別公司不適用項目)】; AUDOP (會計師查核意見): 否定意見或無法表示意見為 2、保留意見為 1、繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0、其他修正式無保留意見或無保留意見為 -1; CHGMGT (董事長或總經理的撤換): 董事長或總經理被撤換則為 1, 否則為 0; LEV (負債比率): 負債總額除以總資產; SIZE (公司規模): 總資產取對數值。
2. 2002 年、2003 年、2004 年整體資訊之指標數為分別為 29、43、48。
3. 2002 年、2003 年、2004 年財務及營運資訊之指標數為分別為 19、27、31。
4. 2002 年、2003 年、2004 年董事會及股權結構資訊之指標數為分別為 10、16、17。
5. 2002 年、2003 年、2004 年強制性資訊之指標數為分別為 27、32、32。
6. 2002 年、2003 年、2004 年自願性資訊之指標數為分別為 2、11、16。
7. 變數相關係數矩陣, 括號內為檢定 p-value; ***: 表顯著水準達 1%, **: 表顯著水準達 5%, *: 表顯著水準達 10%。

三、迴歸分析

(一) 測試假說一財務困難公司之資訊揭露程度低於正常公司

表 5 顯示在控制各項變數後, FAIL (財務危機公司為 1, 正常公司為 0) 與整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊、自願性資訊間呈現顯著之反向關係¹⁰, 這些發現符合本研究所設立之假說一財務困難公司之資訊揭露程度低於正常公司。惟 FAIL 與董事會及股權結構資訊間呈正向關係, 但並不顯著, 推測可能的原因為危機公司已陷入財務困頓, 並不會有發放員工分紅及董監酬勞的情事, 故在(1)公司年報是否揭露前十大取得員工分紅人士之姓名、職位及前十大分紅總股數?(2)公司年報是否揭露考慮配發員工紅利與董監酬勞後之設算每股盈餘?(3)公司年報是否揭露考慮配發員工分紅配股(以市價計算)後設算之每股盈餘?等三項指標中, 均屬於“不適用”項目, 按照本研究揭露程度之計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目 (各屆總採行指標項目一個別公司不適用項目)】, 危機公司計算揭露程度時之分母較正常公司為小, 且正常公司在此三項之得分普遍不佳, 故會發生財務危機公司之相對得分數高於正常公司之情況。另由表中可知, 所有變數之 VIF 值均小於 10, 顯示共線性之問題並不嚴重。

¹⁰ 於評估 2002 年、2003 年、2004 年財務困難公司與配對公司年報中有關自願性資訊時發現, 其得分數均非常低, 甚至出現相當多評分結果為零分之情形, 因此與自願性資訊揭露有關之實證結果較不穩定。

(二)危機公司被列為全額交割年度(2003年)與前一年度(2002年)資訊揭露之差異

表 5 中可看出財務困難公司之資訊揭露程度低於正常公司，即公司由正常公司惡化為財務困難公司時，資訊揭露之軌跡係呈現減少之狀態。據此，本研究嘗試進一步探討財務困難公司列為全額交割股前之資訊揭露變化，即是否在列為全額交割股之前，公司會有動機從事資訊揭露減少之動作，以隱藏公司列為全額交割股之可能性。

本研究將 FAIL*YEAR2002 及 FAIL*YEAR2003 之係數值以 Wald test 進行差異檢驗，表 6 中顯示此二變數並無顯著差異，但據表 5 之實證結果發現財務困難公司之資訊揭露程度會低於正常公司，因此可能的解釋是財務危機公司在更早之前即已從事減少資訊揭露之動作，並非在列為全額交割股之前一年才開始降低資訊揭露水準，但由於本研究之期間僅 2002 年至 2004 年三個年度，無法進一步觀察企業由正常公司進入財務危機時資訊揭露變化之時點及減少之資訊內涵¹¹。

(三)波爾松迴歸模式 (Poisson Regression Model) — 揭露品質以分級方式表示，是否可以區分財務危機公司與正常公司揭露品質之差異

由於證基會所建置之資訊揭露評鑑系統並未公佈各公司之得分，而將揭露品質以區分等級方式公佈，因此引發本研究將揭露品質區分為三等級、四等級與五等級，探討以分級方式是否能區分出財務危機公司與正常公司揭露品質之差異。由於在前述分析中，有關董事會及股權結構資訊之實證結果並無法支持困難公司之資訊揭露程度低於正常公司之假說，而受評公司在自願性資訊之得分均很低，無法區分等級，故本研究僅進一步檢測整體資訊、財務及營運資訊與強制性資訊。本研究採用廣泛運用於計數性資料分析的波爾松迴歸模式進行實證¹²，結果列於表 7。由表中可觀察出當分為三級時，揭露品質與 FAIL

¹¹ 本研究另對危機公司被列為全額交割年度(2003年)與其後年度(2004年)之資訊揭露差異進行實證，將 FAIL*YEAR2003 及 FAIL*YEAR2004 之係數值以 Wald test 檢驗，實證結果發現此二變數並無顯著差異，亦即財務困難公司被列為全額交割股當年與之後一年度，資訊揭露並無顯著變化。

¹² 在揭露品質以分級方式表示之情況下，該變數屬一非負數間斷變數，若以 Logit 或 Probit 模型將揭露品質分為“透明”與“不透明”二種特性，則可能會因過度

(財務危機公司為 1，正常公司為 0) 呈現負相關但不顯著，若分為四等級、五等級時則呈現顯著負相關，且分為五等級之相關性較強於四等級，代表揭露品質區分之等級愈精細時，愈可判斷出財務危機公司與正常公司資訊透明度之差異。

(四) 敏感性測試

本研究另進行四項敏感性測試，首先為改變會計師查核意見之衡量方法，其次為考量公司治理機制特性對研究結果之影響，再其次為拔靴法 (bootstrapping) 之穩定性測試，最後為自我選擇偏誤 (selfselection bias) 可能影響之驗證。分別說明如下：

1. 改變會計師查核意見 (AUDOP) 之衡量方法

本研究將會計師查核意見，分別按樣本公司收到會計師所出具之否定意見或無法表示意見設為 2，保留意見為 1，繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0，其他修正式無保留意見或無保留意見設為 -1。惟一般而言，通常僅將公司收到會計師出具繼續經營假設有疑慮以外之其他修正式無保留意見或無保留意見設為 0，其他為 1；因此本研究以此衡量方法重新對假說進行實證，實證結果列於表 8。表中顯示在改變會計師查核意見之衡量方法後，FAIL (財務危機公司為 1，正常公司為 0) 除與董事會及股權結構資訊間呈現正向關係，但不顯著外，與整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊、自願性資訊間呈顯著反向關係，此敏感性測試結果與先前之實證結果 (表 5) 一致，支持財務困難公司的資訊揭露程度低於正常公司之假說。

簡化分類而發生資訊喪失之現象，故本研究以波爾松迴歸模式進行分析。

表 5 多元迴歸分析結果—財務困難公司之資訊揭露程度是否低於正常公司^{1,2}

自變數	預期 方向	VIF	DQ-整體資訊		DQ-財務及營運資訊		DQ-董事會及 股權結構資訊		DQ-強制性資訊		DQ-自願性資訊	
			係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)
截距項	?	0.000	0.526	6.186 (0.000)***	0.595	7.965 (0.000)***	0.275	1.565 (0.120)	0.761	7.271 (0.000)***	0.048	1.113 (0.268)
FAIL	-	3.803	-0.042	-2.157 (0.032)**	-0.069	-3.602 (0.000)***	0.029	0.700 (0.485)	-0.043	-1.720 (0.087)*	-0.026	-2.616 (0.010)***
YEAR2002	?	1.384	0.149	11.897 (0.000)***	0.209	16.468 (0.000)***	0.032	1.336 (0.184)	-0.040	-2.724 (0.007)**	-0.031	-2.613 (0.010)***
YEAR2003	?	1.357	0.034	3.066 (0.003)***	0.041	3.511 (0.001)***	0.026	1.168 (0.244)	-0.028	-1.946 (0.053)*	-0.022	-1.974 (0.050)**
AUDOP	-	2.606	-0.026	-1.656 (0.100)*	-0.009	-0.675 (0.501)	-0.070	-2.587 (0.011)**	-0.042	-1.808 (0.072)*	0.005	0.675 (0.501)
CHGMGT	+	1.067	0.012	1.012 (0.313)	0.007	0.533 (0.595)	0.033	1.361 (0.175)	0.015	1.076 (0.283)	-0.004	-0.391 (0.696)
LEV	-	2.335	-0.004	-0.131 (0.896)	0.034	1.025 (0.307)	-0.103	-1.563 (0.120)	-0.012	-0.309 (0.758)	0.013	0.686 (0.493)
SIZE	+	1.018	0.0003	0.023 (0.982)	-0.016	-1.346 (0.180)	0.043	1.594 (0.113)	0.0003	0.017 (0.986)	-0.0006	-0.098 (0.922)
R ² (Adj)			0.509		0.653		0.079		0.166		0.022	
F 值 (p-value)			27.484 (0.000)		49.198 (0.000)		3.187 (0.003)		6.106 (0.000)		1.574 (0.146)	

表 5 多元迴歸分析結果—財務困難公司之資訊揭露程度是否低於正常公司^{1,2} (續)

1. DQ(揭露品質之評鑑相對得分):計算方式為【原始總分÷適用指標總項目(各屆總採行指標項目一個別公司不適用項目)];AUDOP(會計師查核意見):否定意見或無法表示意見為2、保留意見為1、繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為0、其他修正式無保留意見或無保留意見為-1;CHGMGT(董事長或總經理的撤換):董事長或總經理被撤換則為1,否則為0;LEV(負債比率):負債總額除以總資產;SIZE(公司規模):總資產取對數值。
2. 2002年、2003年、2004年整體資訊之指標數為分別為29、43、48;財務及營運資訊之指標數分別為19、27、31;董事會及股權結構資訊之指標數分別為10、16、17;強制性資訊之指標數分別為27、32、32;自願性資訊之指標數分別為2、11、16。
3. t值均依White(1980)之共變矩陣修正;括號內為檢定p-value,***:表顯著水準達1%,** :表顯著水準達5%,*:表顯著水準達10%,採雙尾檢定。

表 6 多元迴歸分析結果—財務危機公司被列為全額交割年度(2003年)與前一年度(2002年)之資訊揭露差異^{1,2}

自變數	預期方向	DQ-整體資訊		DQ-財務及營運資訊		DQ-董事會及股權結構資訊		DQ-強制性資訊		DQ-自願性資訊	
		係數	t值 ³ (p-value)	係數	t值 ³ (p-value)	係數	t值 ³ (p-value)	係數	t值 ³ (p-value)	係數	t值 ³ (p-value)
截距項	?	0.519	6.019 (0.000)***	0.597	7.938 (0.000)***	0.253	1.427 (0.155)	0.760	7.126 (0.000)***	0.062	1.306 (0.193)
FAIL	-	-0.036	-1.742 (0.083)*	-0.072	-3.153 (0.002)***	0.047	1.065 (0.289)	-0.042	-1.567 (0.119)	-0.042	-2.128 (0.035)**
YEAR2002	?	0.154	10.765 (0.000)***	0.209	14.548 (0.000)***	0.044	1.627 (0.106)	-0.039	-2.365 (0.019)**	-0.036	-2.263 (0.025)**
YEAR2003	?	0.033	2.461 (0.015)**	0.039	2.742 (0.007)***	0.024	0.911 (0.363)	-0.028	-1.638 (0.103)	-0.027	-1.831 (0.069)*
AUDOP	-	-0.027	-1.670 (0.097)*	-0.009	-0.625 (0.533)	-0.072	-2.603 (0.010)***	-0.042	-1.817 (0.071)*	0.008	0.958 (0.339)
CHGMGT	+	0.012	1.033 (0.303)	0.007	0.543 (0.588)	0.035	1.387 (0.167)	0.015	1.064 (0.288)	-0.004	-0.407 (0.684)

表 6 多元迴歸分析結果—財務危機公司被列為全額交割年度 (2003 年) 與前一年度 (2002 年) 之資訊揭露差異^{1,2} (續)

LEV	—	-0.006	-0.187 (0.852)	0.035	1.046 (0.297)	-0.108	-1.655 (0.099)*	-0.012	-0.317 (0.751)	0.015	0.775 (0.439)
SIZE	+	0.001	0.092 (0.926)	-0.016	-1.365 (0.174)	0.046	1.693 (0.092)*	0.0003	0.024 (0.981)	-0.002	-0.296 (0.768)
FAIL*YEAR2002	?	-0.017	-0.564 (0.573)	0.001	0.045 (0.964)	-0.049	-0.828 (0.409)	-0.002	-0.062 (0.951)	0.021	1.072 (0.285)
FAIL*YEAR2003	?	0.004	0.163 (0.871)	0.007	0.316 (0.752)	0.007	0.151 (0.880)	0.001	0.035 (0.972)	0.018	0.946 (0.345)
R ² (Adj)			0.505		0.649		0.074		0.157		0.014
F 值			21.266		37.843		2.595		4.695		1.290
(p-value)			(0.000)		(0.000)		(0.008)		(0.000)		(0.246)
Wald test			-0.021		-0.006		-0.057		-0.003		0.003
FAIL*YEAR2002			(0.032)		(0.030)		(0.065)		(0.037)		(0.017)
— FAIL*YEAR2003											
(Std. Err.)											
Chi-square			0.431		0.038		0.763		0.008		0.029
(p-value)			(0.512)		(0.845)		(0.382)		(0.930)		(0.865)

1. DQ (揭露品質之評鑑相對得分): 計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目 (各屆總採行指標項目—個別公司不適用項目)】; AUDOP (會計師查核意見): 否定意見或無法表示意見為 2、保留意見為 1、繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0、其他修正式無保留意見或無保留意見為 -1; CHGMGT (董事長或總經理的撤換): 董事長或總經理被撤換則為 1, 否則為 0; LEV (負債比率): 負債總額除以總資產; SIZE (公司規模): 總資產取對數值; FAIL*YEAR2002: 係財務危機公司且 2002 年度則為 1, 其他為 0; FAIL*YEAR2003: 係財務危機公司且 2003 年度則為 1, 其他為 0。

2. 2002 年、2003 年、2004 年整體資訊之指標數為分別為 29、43、48; 財務及營運資訊之指標數分別為 19、27、31; 董事會及股權結構資訊之指標數分別為 10、16、17; 強制性資訊之指標數分別為 27、32、32; 自願性資訊之指標數分別為 2、11、16。

3. t 值均依 White (1980) 之共變矩陣修正; 括號內為檢定 p-value, ***: 表顯著水準達 1%, **: 表顯著水準達 5%, *: 表顯著水準達 10%, 採雙尾檢定。

表 7 Poisson Regression Model 分析結果—整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊以區分等級方式^{1,2}

自變數	預期方向	DQ-整體資訊					DQ-財務及營運資訊					DQ-強制性資訊							
		三等級		四等級		五等級	三等級		四等級		五等級	三等級		四等級		五等級			
		係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)	係數	z 值 ³ (p-value)		
截距項	?	0.792	0.865	1.223	1.477	1.122	1.514	1.189	1.303	1.684	1.975	1.857	2.486	0.965	1.057	1.143	1.378	1.208	1.628
		(0.387)		(0.140)		(0.130)		(0.193)		(0.048)**		(0.013)**		(0.290)		(0.168)		(0.104)	
FAIL	-	-0.364	-1.399	-0.450	-1.876	-0.404	-1.868	-0.409	-1.595	-0.505	-2.059	-0.456	-2.143	-0.379	-1.454	-0.479	-1.959	-0.517	-2.340
		(0.162)		(0.061)*		(0.061)*		(0.111)		(0.040)**		(0.032)**		(0.146)		(0.050)**		(0.019)**	
YEAR2002	?	-0.004	-0.032	-0.046	-0.385	0.016	0.150	-0.002	-0.017	-0.013	-0.107	0.017	0.159	-0.041	-0.311	-0.044	-0.370	-0.002	-0.016
		(0.974)		(0.701)		(0.881)		(0.986)		(0.915)		(0.874)		(0.756)		(0.711)		(0.987)	
YEAR2003	?	0.002	0.012	-0.005	-0.046	0.005	0.043	-0.007	-0.057	-0.008	-0.071	0.026	0.243	-0.001	-0.004	-0.008	-0.067	-0.008	-0.077
		(0.991)		(0.963)		(0.966)		(0.955)		(0.943)		(0.808)		(0.997)		(0.946)		(0.939)	
AUDOP	-	-0.054	-0.246	-0.011	-0.057	-0.067	-0.364	0.020	0.093	0.006	0.027	-0.009	-0.052	-0.066	-0.299	0.004	0.020	0.007	0.035
		(0.806)		(0.955)		(0.716)		(0.926)		(0.978)		(0.959)		(0.765)		(0.984)		(0.972)	
HGMGT	+	0.061	0.450	0.042	0.347	0.059	0.536	0.109	0.825	0.104	0.844	0.078	0.720	0.049	0.362	0.014	0.111	0.070	0.636
		(0.652)		(0.729)		(0.592)		(0.410)		(0.399)		(0.472)		(0.718)		(0.912)		(0.525)	
LEV	-	0.048	0.146	0.015	0.052	-0.039	-0.145	0.128	0.394	0.082	0.270	0.079	0.298	0.027	0.083	-0.066	-0.219	-0.036	-0.133
		(0.884)		(0.956)		(0.885)		(0.694)		(0.787)		(0.766)		(0.934)		(0.827)		(0.894)	
SIZE	+	-0.016	-0.116	-0.036	-0.295	0.003	0.026	-0.072	-0.526	-0.117	-0.925	-0.109	-0.981	-0.037	-0.275	-0.015	-0.122	0.003	0.029
		(0.908)		(0.768)		(0.979)		(0.599)		(0.355)		(0.327)		(0.784)		(0.903)		(0.977)	
R ² (Adj)		0.096		0.106		0.109		0.068		0.095		0.092		0.126		0.136		0.136	

1. DQ (區分等級之揭露品質): 將「揭露品質之評鑑相對得分」區分為三等級時, 得分從最低到最高分別設 1、2、3, 區分為四等級時, 得分從最低到最高分別設 1、2、3、4, 區分為五等級時, 得分從最低到最高分別設 1、2、3、4、5; AUDOP (會計師查核意見): 否定意見或無法表示意見為 2、保留意見為 1、繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0、其他修正式無保留意見或無保留意見為 -1; CHGMGT (董事長或總經理的撤換): 董事長或總經理被撤換則為 1, 否則為 0; LEV (負債比率): 負債總額除以總資產; SIZE (公司規模): 總資產取對數值。

表 7 Poisson Regression Model 分析結果—整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊以區分等級方式^{1,2} (續)

2. 「揭露品質之評鑑相對得分」之計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目 (各屆總採行指標項目—個別公司不適用項目)】。2002 年、2003 年、2004 年整體資訊之指標數為分別為 29、43、48；財務及營運資訊之指標數分別為 19、27、31；強制性資訊之指標數分別為 27、32、32。
3. 括號內為檢定 p-value；***：表顯著水準達 1%，**：表顯著水準達 5%，*：表顯著水準達 10%，採雙尾檢定。

表 8 多元迴歸分析結果—改變會計師查核意見 (AUDOP) 之衡量方法^{1,2}

自變數	預期方向	DQ-整體資訊		DQ-財務及營運資訊		DQ-董事會及 股權結構資訊		DQ-強制性資訊		DQ-自願性資訊	
		係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)
截距項	?	0.550	6.564 (0.000)***	0.603	8.157 (0.000)***	0.341	1.980 (0.049)**	0.798	7.849 (0.000)***	0.044	1.012 (0.313)
FAIL	—	-0.058	-2.882 (0.005)***	-0.080	-4.214 (0.000)***	0.020	0.427 (0.670)	-0.071	-2.983 (0.003)***	-0.023	-2.321 (0.021)**
YEAR2002	?	0.151	11.918 (0.000)***	0.209	16.552 (0.000)***	0.036	1.475 (0.142)	-0.038	-2.502 (0.013)**	-0.031	-2.659 (0.009)***
YEAR2003	?	0.036	3.165 (0.002)***	0.041	3.567 (0.001)***	0.030	1.320 (0.189)	-0.026	-1.726 (0.086)*	-0.023	-2.016 (0.045)**
AUDOP	—	-0.005	-0.262 (0.794)	0.006	0.346 (0.730)	-0.063	-1.370 (0.172)	-0.005	-0.218 (0.828)	0.001	0.173 (0.863)
CHGMGT	+	0.012	1.022 (0.308)	0.006	0.520 (0.604)	0.036	1.463 (0.145)	0.015	1.076 (0.283)	-0.004	-0.397 (0.692)
LEV	—	-0.007	-0.207 (0.836)	0.033	0.990 (0.323)	-0.107	-1.610 (0.109)	-0.016	-0.410 (0.683)	0.013	0.714 (0.476)
SIZE	+	0.001	0.050 (0.960)	-0.015	-1.342 (0.181)	0.044	1.607 (0.110)	0.001	0.056 (0.955)	-0.001	-0.109 (0.914)

表 8 多元迴歸分析結果－改變會計師查核意見 (AUDOP) 之衡量方法^{1,2} (續)

R ² (Adj)	0.503	0.653	0.068	0.149	0.021
F 值	26.879	49.111	2.858	5.465	1.560
(p-value)	(0.000)	(0.000)	(0.008)	(0.000)	(0.150)

1. DQ(揭露品質之評鑑相對得分):計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目(各屆總採行指標項目－個別公司不適用項目)】;AUDOP(會計師查核意見):繼續經營假設有疑慮以外之其他修正式無保留意見或無保留意見設為 0,其他為 1;CHGMGT(董事長或總經理的撤換):董事長或總經理被撤換則為 1,否則為 0;LEV(負債比率):負債總額除以總資產;SIZE(公司規模):總資產取對數值。
2. 2002 年、2003 年、2004 年整體資訊之指標數為分別為 29、43、48;財務及營運資訊之指標數分別為 19、27、31;董事會及股權結構資訊之指標數分別為 10、16、17;強制性資訊之指標數分別為 27、32、32;自願性資訊之指標數分別為 2、11、16。
3. t 值均依 White (1980) 之共變矩陣修正;括號內為檢定 p-value,***:表顯著水準達 1%,** :表顯著水準達 5%,* :表顯著水準達 10%,採雙尾檢定。



本研究另將會計師查核意見以設立多個虛擬變數之方式進行實證¹³，觀察按此衡量方式是否會改變先前之實證結果。研究結果仍支持假說一財務困難公司之資訊揭露程度低於正常公司。此外發現除繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見外，在否定意見、無法表示意見與保留意見下，均與揭露品質之評鑑相對得分呈現顯著負相關。推測原因為當公司之經營面臨很大的問題，且意圖隱藏該資訊，並未於財務報表中適當表達時，會計師易出具否定意見、無法表示意見或保留意見。

2. 增加額外控制變數，觀察在考量公司內部治理機制後，是否仍可區別出財務危機公司與正常公司資訊透明度之差異

由於公司內部治理機制可能亦會影響資訊揭露之程度，因此本研究另增加四項治理機制控制變數—董監事持股比率 (DIR)、董事長兼任總經理 (CEO)、管理者持股比率 (MR)、董事會規模 (SCALE)，以觀察是否仍可區別出財務危機公司與正常公司資訊透明度之不同¹⁴。

有關董監事持股比率係依據 Spence (1973) 提出之「訊號發射理論」，當董事會掌管企業大部分之股權時，由於本身利益與公司價值緊密結合，因此當投資人與債權人無法分辨公司優劣時，會主動發布資訊使市場對其有正面看法。此外，Daily and Dalton (1994) 認為破產企業較非破產企業傾向採用兼任制度。何里仁 (2004) 發現董事長兼任總經理與公司績效呈負相關。因此本研究預期當企業之董事長兼任總經理時，發生經營狀況不佳之機率較高，亦有較強之動機隱藏公司財務情形。另根據自我鞏固假說 (Entrenchment Hypothesis)，當管理者持股比率增加時，將有較高的動機來鞏固本身的職位，並進行特權消費 (Morck et al., 1988)。本研究認為將企業財務資訊私有化亦為管理者特權消費行為之一，因此預期當企業管理者持股比率較高，資訊揭露品質愈低。有關董事會規模變數，Jensen (1993) 指出當董事會規模變大時，易因溝通與程序之問題使董事會之運作變的無效率。廖文鳳

¹³ 將會計師查核意見以多個虛擬變數表達，該變數定義為 AUDOP1 (否定意見或無法表示意見為 1，其他為 0)，AUDOP2 (保留意見為 1，其他為 0)，AUDOP3 (繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 1，其他為 0)。

¹⁴ 為節省論文篇幅，後兩項測試結果並未列表。

(2004) 發現董事會規模與財務資訊之預測價值呈顯著負相關，但與財務資訊之忠實允當表達呈顯著正相關。由此可知董事會規模之大小會影響公司之資訊揭露透明度，惟影響方向無法確定，因此在本研究中並不預期方向。

本研究在增加公司內部治理機制變數後，所建立之迴歸模型(3)列示如下：

$$\begin{aligned}
 DQ_t = & \beta_0 + \beta_1(FALL)_t + \beta_2(YEAR2002) + \beta_3(YEAR2003) \\
 & + \beta_4(AUDOP)_t + \beta_5(CHGMGT)_t + \beta_6(LEV)_t + \beta_7(SIZE)_t \\
 & + \beta_8(DIR)_t + \beta_9(CEO)_t + \beta_{10}(MR)_t + \beta_{11}(SCALE)_t + \varepsilon \dots\dots\dots(3)
 \end{aligned}$$

- DIR_t : 於第 t 年底之董監事持股比率，以董監事年底持股數除以公司普通股年底流通在外股數。
- CEO_t : 虛擬變數，於第 t 年董事長兼任總經理為 1，否則為 0。
- MR_t : 於第 t 年底之管理者持股比率，以經理人年底持股數除以公司普通股年底流通在外股數。
- SCALE_t : 於第 t 年之董事會成員人數。

實證結果列於表 9，自表中可觀察出在增加相關公司內部治理機制變數後，FAIL（財務危機公司為 1，正常公司為 0）除與董事會與股權結構資訊呈正向關係，但不顯著外，與整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊、自願性資訊間均呈顯著反向關係，此敏感性測試結果與先前之實證結果（表 5）相似。此外，董監事持股比率變數與資訊品質間均為正向關係，代表董監事之持股數愈大時，愈會增加資訊揭露程度，使投資人及債權人瞭解公司價值，以增加自身利益。在董事長兼任總經理變數與資訊品質間呈正向關係，此與預期方向不符，可能原因為當董事長兼任總經理時，權利集中度提高，可進一步消除資訊不對稱情形，提升經營效率（張明峰，1991）。有關管理者持股比率、董事會規模與資訊品質間呈反向關係，顯示經理人之持股比率愈高時，會傾向將公司資訊揭露私有化，以增加自身利益；董事會規模變大時，易因溝通與程序之問題使董事會運作變的無效率，而減少資訊揭露程度。

表 9 多元迴歸分析結果—增加有關公司內部治理機制變數^{1,2}

自變數	預期 方向	DQ-整體資訊		DQ-財務及營運資訊		DQ-董事會及 股權結構資訊		DQ-強制性資訊		DQ-自願性資訊	
		係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)	係數	t 值 ³ (p-value)
截距項	?	0.463	4.331 (0.000)***	0.498	4.929 (0.000)***	0.177	0.778 (0.438)	0.692	5.355 (0.000)***	0.029	0.354 (0.724)
FAIL	—	-0.044	-2.161 (0.032)**	-0.067	-3.319 (0.001)***	0.021	0.502 (0.616)	-0.045	-1.746 (0.083)*	-0.025	-2.364 (0.019)**
YEAR2002	?	0.146	11.759 (0.000)***	0.207	16.372 (0.000)***	0.026	1.081 (0.281)	-0.044	-3.057 (0.003)***	-0.031	-2.509 (0.013)**
YEAR2003	?	0.034	3.223 (0.002)***	0.040	3.576 (0.001)***	0.026	1.176 (0.241)	-0.028	-2.047 (0.042)**	-0.022	-1.950 (0.053)*
AUDOP	—	-0.030	-1.793 (0.075)*	-0.012	-0.847 (0.398)	-0.074	-2.574 (0.010)***	-0.046	-1.855 (0.065)*	0.004	0.540 (0.589)
CHGMGT	+	0.008	0.708 (0.480)	0.004	0.315 (0.753)	0.028	1.112 (0.268)	0.010	0.748 (0.455)	-0.004	-0.426 (0.670)
LEV	—	0.016	0.467 (0.641)	0.046	1.270 (0.206)	-0.074	-0.989 (0.324)	0.013	0.316 (0.753)	0.014	0.555 (0.580)
SIZE	+	0.007	0.407 (0.684)	-0.003	-0.197 (0.844)	0.056	1.553 (0.122)	0.007	0.339 (0.735)	0.002	0.137 (0.891)
DIR	+	0.001	1.580 (0.116)	0.001	2.060 (0.041)**	0.001	1.139 (0.256)	0.001	1.653 (0.1001)	0.000	0.461 (0.645)
CEO	—	0.036	2.831 (0.005)***	0.027	2.023 (0.045)**	0.040	1.538 (0.126)	0.041	2.662 (0.009)***	0.005	0.382 (0.702)

表 9 多元迴歸分析結果—增加有關公司內部治理機制變數^{1,2} (續)

MH	—	-0.009	-2.908 (0.004)***	-0.006	-1.930 (0.055)*	-0.015	-1.913 (0.058)*	-0.011	-3.009 (0.003)***	-0.001	-0.319 (0.750)
SCALE	?	-0.001	-0.418 (0.677)	-0.001	-0.745 (0.457)	-0.002	-0.677 (0.499)	-0.001	-0.330 (0.742)	-0.0004	-0.156 (0.876)
R ² (Adj)		0.538		0.665		0.099		0.214		0.0008	
F 值		19.952		33.234		2.789		5.440		1.013	
(p-value)		(0.000)		(0.000)		(0.002)		(0.000)		(0.437)	

1. DQ (揭露品質之評鑑相對得分): 計算方式為【原始總分 ÷ 適用指標總項目 (各屆總採行指標項目—個別公司不適用項目)】; AUDOP (會計師查核意見): 否定意見或無法表示意見為 2、保留意見為 1、繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見為 0、其他修正式無保留意見或無保留意見為 -1; CHGMGT (董事長或總經理的撤換): 董事長或總經理被撤換則為 1, 否則為 0; LEV (負債比率): 負債總額除以總資產; SIZE (公司規模): 總資產取對數值; DIR (董監事持股比率): 董監事年底之持股數除以公司普通股年底流通在外股數; CEO (董事長兼任總經理): 企業有董事長兼任總經理之情形設 1, 否則為 0; MR (管理者持股比率): 經理人年底之持股數除以公司普通股年底流通在外股數; SCALE (董事會規模): 董事會成員人數。
2. 2002 年、2003 年、2004 年整體資訊之指標數為分別為 29、43、48; 財務及營運資訊之指標數分別為 19、27、31; 董事會及股權結構資訊之指標數分別為 10、16、17; 強制性資訊之指標數分別為 27、32、32; 自願性資訊之指標數分別為 2、11、16。
3. t 值均依 White (1980) 之共變矩陣修正; 括號內為檢定 p-value, ***: 表顯著水準達 1%, **: 表顯著水準達 5%, *: 表顯著水準達 10%, 採雙尾檢定。

3. 拔靴法之穩定性測試

受限於財務困難公司之樣本家數偏少（2003 年僅有 15 家），故採 1 配 3 而非 1 配 1 或 1 配 2 的方式藉以增加配對量擴大樣本，惟若再提高配對樣本至 1 配 4 或更多家之配對樣本可能將造成部分財務困難公司無法或不易蒐集足夠之配對樣本。有關此項研究樣本偏少之限制，本研究另採拔靴法（Bootstrapping）之重複抽樣方式重新分析並與原結果比較（表 5），經重複抽樣 2000 次後分析發現，僅財務及營運資訊揭露項之分析結果較穩定。

4. 自我選擇偏誤的影響

迴歸模式(1)中之重要測試變數 FAIL，可能非為隨機變數，即公司是否步入財務困境會受到其他因素的影響，為考量此內生性問題可能的影響，本研究另採兩階段模式分析，第一階段乃另設一破產預測模式，模式中所採之預測變數包括流動比率、負債比率、總資產週轉率、稅後淨利率、資產報酬率、以及公司規模等，採 Probit 迴歸分析；第二階段則為模式(1)之估計。首先以 Hausman (1978) test 驗證模式中 FAIL 變數內生性的影響，結果顯示整體資訊等五種不同揭露品質之模型下檢定值界於-0.21 至-1.21 間，俱未達一般統計顯著水準（p 值界於 0.312 至 0.838 之間），即內生性問題並不嚴重，因而未進行後續之兩階段迴歸分析。

伍、結論與建議

本研究主旨在探討財務困難公司，或稱被列入全額交易之上市（櫃）公司的資訊揭露透明度。經由與同產業規模相近之配對樣本比較結果可知，除董事會及股權結構資訊與 FAIL（財務危機公司為 1，正常公司為 0）間呈正向關係，但並不顯著外，整體資訊、財務及營運資訊、強制性資訊、自願性資訊與 FAIL 間呈現顯著之反向關係，這些發現反映出財務困難公司之資訊揭露程度確實較正常公司低，即研究假設大抵獲得支持。此外，本研究探討危機公司是否為避免市場發現其陷入財務困境，在列為全額交割股之前一年已有動機減少資訊揭露，結果發現資訊揭露程度並無顯著差異，但根據表 5 之研究發現，財務困難公司之資訊揭露程度會低於正常公司，因此推論危機公司可

能在更早之前已從事減少資訊揭露之行為，惟受限本研究期間，無法進一步觀察企業由正常公司轉為危機公司時資訊揭露減少之時點及變化。最後將整體資訊、財務及營運資訊及強制性資訊之「評鑑相對得分」改以虛擬變量分析，將揭露指標區分三等級、四等級、五等級，發現相對得分數區分之等級愈多，愈具有鑑別度，更容易觀察出財務危機公司之資訊透明度較正常公司低。

目前國內外已發展出許多財務危機預測模型，但按本研究之證實結果顯示資訊透明度亦可作為投資人與主管機關偵測困難公司之預警訊號。根據張瑞當與方俊儒（2006）之研究發現於證基會所建置之資訊揭露評鑑系統實施後，整體而言，企業盈餘管理的行為已顯著下降，且按本研究之實證結果，揭露品質於區分為四及五等級時，可以觀察出困難公司與正常公司資訊揭露之差異。目前證基會第三屆評鑑結果之公布，係以區分為 A+級、A 級、B 級、C 級、以及 C-級等五個等級，可觀察出揭露品質之差異，故建議主管或監督機關應留意證基會對上市（櫃）公司之評鑑結果，將公司揭露等級之變化作為一偵測危機公司之預警機制，尤其當公司由透明度較高變為透明度較低時應特別警覺，並且在資訊擴散機制部分亦應加強，使得投資大眾能及時獲得充分且完整之資訊，以防止內線交易的產生。另因資訊透明度不佳之公司具有較高的潛在風險，故投資人於進行投資決策前，可參考證基會所公布之結果，避免投資揭露狀況不佳之公司，以降低風險。

本研究主要限制有三。一為證基會所建置之年報指標並非針對財務危機公司所設計，故按該指標內容評估困難公司之資訊揭露程度，可能會有所缺漏或不足。二為現今用以衡量財務危機的方法仍不一致，若改以被列為全額交割股之外的方式進行分析，該結果未必會與本研究相符。此外，由於證基會所建置之資訊揭露評鑑制度自 92 年實施至 94 年已三屆，而本研究依據該年報指標進行評分，期間僅三個年度，因此研究期間過短觀察值偏少，雖於敏感性測試單元中採拔靴法進行額外測試，惟分析結果並不穩定，再者，亦無法觀察企業由正常營運情形轉入有財務困難狀況，其資訊揭露之變化情形，故建議未來研究，可嘗試拉長研究期間以增加研究樣本，並觀察正常公司轉入財務危機時資訊揭露之變化。

參考文獻

- 何里仁，2003，公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究，逢甲大學會計與財稅研究所未出版碩士論文。
- 亞洲公司治理協會，網站 <http://www.acga-asia.org>。
- 林宓穎，2002，上市公司財務危機預警模式之研究，國立政治大學財政研究所未出版碩士論文。
- 林嬋娟、洪櫻芬、薛敏正，1997，財務困難公司盈餘管理實證研究，管理學報，第 14 卷第 1 期：15-38。
- 張明峰，1991，股權結構對公司經營績效影響之研究，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 張淑貞，2005，資訊揭露評鑑系統與會計資訊價值攸關性之研究，國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班未出版碩士論文。
- 張瑞當、方俊儒，2006，資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響，會計評論，第 42 期：1-22。
- 陳肇榮，1983，運用財務比率預測財務危機之實證研究，國立政治大學企業管理研究所未出版博士論文。
- 楊明璋，2003，繼續經營不確定性企業的資訊揭露行為，國防大學國防管理學院國防財務資源管理研究所未出版碩士論文。
- 廖文鳳，2004，公司治理與財務資訊品質，逢甲大學會計與財稅研究所未出版碩士論文。
- 廖彩梅，2003，盈餘管理與財務困難預警關係之研究，東吳大學會計學系研究所未出版碩士論文。
- 鄭惠之，2002，企業如何提昇透明度與企業價值研討會報導，會計研究月刊，第 203 期：97-103。
- 薛敏正、林嬋娟，2004，盈餘管理偵測模式比較研究：以國內財務困難公司為例，中華會計學刊，第 5 卷第 1 期：105-130。
- 證券投資人及期貨交易人保護中心，網站 <http://www.sfiipc.org.tw/main.asp>。
- 財團法人證券暨期貨市場發展基金會建置之「資訊揭露評鑑制度」，網站 <http://www.sfi.org.tw/EDIS/>。
- Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the

- prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance* 23 (4): 589-609.
- Beaver, W. H. 1966. Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research* 4 (Supplement): 71-111.
- Clarkson, P., J. Guedes, and R. Thompson. 1996. On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (1): 69-84.
- Cooke, T. E. 1991. An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. *The International Journal of Accounting* 26 (3): 174-188.
- Credit Lyonnais Securities Asia, <https://www.clsa.com>.
- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1994. Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal* 15 (8): 643-654.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1/2): 113-143.
- DeAngelo, L. E. 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61 (3): 400-420.
- Elliott, R. K., and P. D. Jacobson. 1994. Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting Horizons* 8 (4): 80-96.
- Eng, L. L., and Y. T. Mak. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4): 325-345.
- Fama, E. F. and A. B. Laffer. 1971. Information and capital markets. *Journal of Business* 44 (3): 289-298.
- Firth, M. 1979. Impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research* 9 (Autumn): 273-280.
- Gilson, S. C., K. John, and L. H. P. Lang. 1990. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27 (2): 315-353.

- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (6):1251-1271.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Lori, Holder-Webb. 2003. Strategic use of disclosure policy in distressed firms, Working paper, University of Wisconsin-Madison.
- Miller, G. S. 2002. Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 173-204.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation : An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1/2): 293-315.
- Ohlson, J. A. 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research* 18 (1): 109-131.
- Spence, M. 1973. Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355-374.
- Standard & Poor's, <http://www.standardpoor.com>.
- White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48 (4): 817-838.

TAMKANG
UNIVERSITY

ACCOUNTING

附錄 1 年報資訊揭露評分表^{1,2,3}

評鑑指標	第	第	第
	一	二	三
	屆	屆	屆
(一)財務及營運透明度			
公司年報是否揭露重要會計政策？	Y	Y	Y
公司年報所使用的會計原則是否與國內一般公認會計原則一致？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露國內會計原則針對國際會計原則（或美國一般公認會計原則）所作的調節？（本指標係加分獎勵項目）			Y
公司年報是否揭露資產價值減損之會計處理？（本指標係加分獎勵項目）			Y
公司年報是否揭露固定資產折舊之方法及年限？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露資產負債評價科目提列方式的評估依據及基礎？（本指標係加分獎勵項目）	Y	Y	Y
公司年報是否揭露長短期投資互轉時之相關資訊？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露部門別的分析？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露簽證會計師事務所之名稱及查核報告為無保留（修正式無保留）意見？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露給付同一簽證會計師及其所屬會計師事務所關係企業之其他非審計公費的金額與性質？（本指標係加分獎勵項目）	Y	Y	Y
公司年報是否揭露關係企業組織圖及股權結構？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露關係企業之背書保證、資金貸與他人及從事衍生性商品交易資訊？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露關係人（含關係企業）交易資訊？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露經營團隊對公司營運之檢討？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露從總體經濟環境及公司所屬產業的趨勢概況討論？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露長短期業務發展計畫？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露研發投資之計畫（金額與進度）？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露未來研發計畫及預計投入之研發費用？			Y
公司年報是否揭露研發投資計畫及進度？（本指標係加分獎勵項目）			Y
公司年報是否揭露所製造的產品或提供服務之詳細情況？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露產銷量值及產品組合？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露具行業特殊性的關鍵比率？（本指標係加分獎勵項目）			Y
公司年報是否揭露具行業特殊性的關鍵績效指標（Key Performance Indicator, KPI）？（本指標係加分獎勵項目）			Y
公司年報是否揭露歷史績效指標（如股東權益報酬率、資產報酬率...等）？	Y	Y	Y

附錄 1 年報資訊揭露評分表^{1,2,3} (續)

公司年報是否揭露風險管理之政策？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露風險管理之組織架構？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	
公司年報是否揭露適用避險會計之目標與方法？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露員工產值(生產力)？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露員工之進修與訓練？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	
公司年報是否揭露與財務資訊透明有關人員，其取得主管機關指明之相關證照情形？(本指標係加分獎勵項目)		Y	
公司年報是否揭露員工行為或倫理守則之有無？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	
公司年報是否揭露工作環境與員工人身安全的保護措施？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	
公司年報是否揭露履行社會責任的描述？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	Y
(二)董事會及股權結構			
公司年報是否揭露董監事成員名單、學經歷、持有股數及加入董事會時間？	Y	Y	Y
公司年報對董監事相關資訊的揭露是否依其獨立性加以分類？	Y	Y	Y
公司年報對董監事相關資訊的揭露是否依其擔任公司職務與否加以分類？	Y	Y	Y
公司年報對董監事相關資訊的揭露是否依其兼任其他公司職務與否加以分類？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露董監事酬勞的細目與形式(不限金額)？	Y	Y	
公司年報是否揭露董事及監察人之報酬？			Y
公司年報是否揭露個別董監事酬勞的細目？(本指標係加分獎勵項目)			Y
公司年報是否揭露董監、經理人及大股東股權質押變動情形？	Y	Y	
公司年報是否揭露提供董監事之訓練？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露公司治理狀況之討論？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露前十大取得員工認股權人士之姓名及職位？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露前十大取得員工分紅人士之姓名、職位及前十大分紅總股數？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	
公司年報是否揭露經理人名單、持有股數及員工認股權持有數？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露考慮配發員工紅利與董監酬勞後之設算每股盈餘？	Y	Y	
公司年報是否揭露考慮配發員工分紅配股(以市價計算)後設算之每股盈餘？(本指標係加分獎勵項目)	Y	Y	
公司年報是否揭露持股超過 5% (其中金融控股公司及銀行是否揭露持股超過 1%) 的股東及其持有股數、比例？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露持股排名前十的股東及其持有股數、比例？	Y	Y	Y
公司年報是否揭露股東大會決議事項執行情形之檢討？	Y	Y	

附錄 1 年報資訊揭露評分表^{1,2,3} (續)

整體指標數	29 43 48
(1)財務及營運透明度指標數	19 27 31
(2)董事會及股權結構指標數	10 16 17
(1)強制性指標數	27 32 32
(2)自願性指標數	2 11 16

1. √：證基會所採取之評鑑標準。

2. 評鑑指標所述內容後若增加(本指標係加分獎勵項目)，代表該項目為自願性揭露指標。

3. 資料來源：本研究整理。



