

穩健會計對於企業股權融資的影響：臺灣實證研究

李建然* 劉正義**

摘要：Myers and Majluf (1984)主張，資訊不對稱性的問題會影響公司發行股權的融資決策。在文獻上已經證明穩健會計，可以降低公司管理當局與外部股東之間的資訊不對稱性。本文主要目的在探討穩健會計，對於台灣上市（櫃）公司股權融資決策的影響，所謂股權融資決策是指股權的發行規模。另外，本文亦分析不同的市場條件下，公司財務會計的穩健性與股權融資決策之間的關係。公司財務會計的穩健性，分別採用市場面的指標和應計項目面的指標加以衡量。實證結果支持本文的主張，公司財務會計的穩健性較高，公司的股權發行規模較大。經營風險較高的公司，公司的財務會計的穩健性與股權發行規模為顯著正相關。總括而言，穩健會計可以減低公司與外部投資人之間的資訊不對稱性問題，並且影響公司的股權融資決策。

關鍵詞：穩健會計、融資決策、資本結構、逆選擇

* 國立臺北大學會計學系教授

** 東吳大學會計學系兼任助理教授

The Effect of Accounting Conservatism on Equity Financing Decisions: Empirical Study in Taiwan

Jan-Zan Lee^{*} Cheng-Yi Liu^{**}

Abstract: Myers and Majluf (1984) argue that the asymmetrical information influences financing decisions on equity issues of companies. The literature already verified that conservative accounting could reduce the asymmetrical information between companies and outside investors. This article investigates how accounting conservatism affects the financing decisions about the average size of equity issuance of listed and the over-the-counter companies in Taiwan. Additionally, we analyses the relations between public equity issuance and conservative accounting, which measured by both market and accrual based methods, under different market conditions. Our findings are fundamentally proving the proposition that companies with higher accounting conservative are able to make larger equity issuance. In the mean time, there is a significantly positive relation between conservative accounting and the average size of equity issuance in the sample of companies with higher risks. Taken all together, conservative accounting mitigates the information asymmetry between companies and outside investors and affects companies' financing decisions on equity issuance.

Keywords: conservatism, financial decisions, capital structure, adverse selection

^{*} Professor, Department of Accountancy, National Taipei University

^{**} Adjunct Assistant Professor, Department of Accountancy, Soochow University

Submitted April 2011
Accepted June 2014
After 3 rounds of review

壹、緒論

本文探討穩健會計對於公司股權發行規模的影響性；所謂公司股權發行規模是指公司股權資金的比率。財務會計準則觀念聲明書第二號（FASB No.2 *Statement of Concepts*），將穩健原則（conservatism）定義為「公司的財務會計和財務數字的揭露，必須適當反應公司所面臨的不確定性和風險因素」¹，即公司會計應避免高估盈餘與資產，或低估費損與負債，而影響報表使用者的決策判斷。

另外，在財務會計準則的同號聲明書中，認為穩健原則是指應合宜的考慮對於公司有利，或不利的會計估計的發生的機率。若兩者發生機率相當，則公司自應採用對於公司不利的報導。相對的，若不利的會計估計發生率極低，則應採取發生機率較高會計估計報導，以合宜的反映企業中所存在的不確定性及風險。公司若是忽略不確定性及風險，對於經營績效採取過度樂觀或過度悲觀，影響的只是損失與盈餘認列的時間，並非金額。因為未合宜考慮所存在的風險，公司的財務報導可能會誤導投資人，進而傷害到投資人的權益。為了避免傷害到投資人的權益，公司應採取健康的態度，合宜地考慮所有不確定性風險並揭露公司的財務資訊，才能符合各方的利益²。

不過，近年以來，美國財務會計準則委員會（FASB）與國際會計準則委員會（IASB），批評穩健原則有違中立性，有可能造成財務狀況報導的偏誤，並且造成資訊的不對稱性。2006年FASB所發佈的財務會計觀念性架構中，有關財務報導所要求的資訊品質，僅定義為攸關性（relevance）與忠實表達（faithful representation）³，此舉使得學術界對於穩健會計的功能性有更熱烈的討論（Lafond and Roychowdhury, 2008; Ahmed and Duellman, 2007; Zhang, 2008; Wittenberg-Moerman, 2008）。

隨著經濟交易的複雜，金融監理法規更為嚴格，債權人與股東法律意識的日趨高漲，使得公司的關係人（包括債權人、股東、員工與供應商）對於穩健會計對所提供的財務資訊都更為依賴。例如：Watts (2003)指出：由於負債契約償付的不對稱性，即債權人無法參與公司盈餘分配，但是在公司有損失時，可能要承受部分的損

¹ 參閱SFAC No. 2 內容：(1)There is a place for a convention such as conservatism-meaning prudence-in financial accounting and reporting, because business and economic activities are surrounded by uncertainty (SFAC 2.92); (2)Conservatism is a prudent reaction to uncertainty to try to ensure that uncertainties and risks inherent in business situations are adequately considered (SFAC 2.95).

² 參閱 SFAC No. 2 內容：(1)if two estimates of amounts to be received or paid in the future are about equally likely, conservatism dictates using the less optimistic estimate; however, if two amounts are not equally likely, conservatism does not necessarily dictate using the more pessimistic amount rather than the more likely one (SFAC 2.95)。 (2)whether overly conservative or unconservative, usually influences the timing of earnings or losses rather than their aggregate amount (SFAC 2.96). (3)Prudent reporting based on a healthy skepticism builds confidence in the results and, in the long run, best serves all of the divergent interests that are represented by the Board's constituents (SFAC 2.97).

³ 參閱 FASB 與 IASB 共同發佈的財務會計觀念性架構（QC7-QC47）。

失，使債權人只關心公司淨資產或盈餘分配下界的衡量數字（lower bonded），以便監督公司償債的能力。

理論上將穩健會計分成幾個範疇進行研究，包括降低負債成本（Ahmed, Billings, Morton, and Stanford-Harris, 2002; Zhang, 2008）、提升投資計劃的效率性（Watts, 2003; Ball and Shivakumar, 2005），作為公司治理機制（Ahmed and Duellman, 2007; Lafond and Roychowdhury, 2008; Chi, Liu, and Wang, 2009），以及穩健會計的盈餘資訊具有價值攸關性（Kim and Kross, 2005; Jenkins, Kane, and Velury, 2009; Bandyopadhyay, Chen, Huang, and Jha, 2010; Hsu, O'Hanlon, and Peasnell, 2011）。

雖然穩健會計具有上述的功能，但是追究其原因，還是應歸因於穩健會計「損失/利得認列不對稱性」（asymmetric verifiability）的屬性。由於這個屬性，降低了經理人操縱盈餘、誇耀本身經營績效的能力，使得經理人無法獲得不當的薪資報酬。同時，因為無法操作盈餘，經理人必須投入更多的努力，才能獲得卓越的經營績效。因此，穩健會計不但降低了代理成本，減低經理人與投資人之間的資訊不對稱的問題，並可增加公司和股東的價值（Lafond and Watts, 2008）。

另外，Myers and Majluf (1984)指出由於資訊不對稱性所產生的逆選擇，很可能使管理階層拒絕發行股權和放棄有價值得投資計劃。在其他的股權融資的文獻顯示，由於經理人資訊上的優勢，造成投資人高估或低估公司價值。公司為了招募較多的資金，往往會選在公司價值被高估的情況下宣告發行股權。在公司股權宣告發行後，投資人會逐漸獲得公司的經營資訊，公司的股價也會因此下跌；資訊不對稱問題愈嚴重的公司，公司股價下跌的幅度會愈大。反之，資訊不對稱問題較小的公司，公司股價下跌會較小，（Lucas and McDonald, 1990; Jung, Kim, and Stulz, 1996）。由上述文獻可知，資訊不對稱性的問題是造成發行股權公司的股價下跌、公司價值被低估的原因，而公司價值被低估即為發行股權的成本。

公司有較低的股權融資成本，顯示公司採用股權融資是有利的融資方式，公司的股權融資規模會因此較大。因為穩健會計的盈餘屬性，具有降低經理人操縱盈餘，誤導投資人對於公司價值判斷的能力。所以採用穩健會計的公司，投資人較能正確的評估公司的價值，可降低公司價值被低估的程度，使公司有較低的股權融資成本。而在有較低的股權融資成本下，公司也較有能力以發行股權的方式滿足資金需求，進而增加公司的股權資金比率。因此，公司財務會計的穩健性與股權資金比率的關係為一個值得深究的問題，這也是本文的研究動機。

本文欲探討財務會計的穩健性與公司採取股權融資決策關係，首要的研究目的在探討穩健會計與公司股權發行規模的關係。其次，公司營業與獲利的不確定性，是產生資訊不對稱性問題的來源之一。因此本文以營業與獲利的不確定性代理公司的經營風險，檢視不同的經營風險下，穩健會計對於公司股權發行規模的解釋能力。最後，由於低股票報酬的公司，相對於高股票報酬的公司，前者有較大資訊不對稱性的問題。為了降低資訊不對稱性問題，取得較低的股權融資成本，低股票報酬的

公司應對穩健會計的需求較大。因此，本文欲觀察較低的股票報酬條件下，穩健會計對於公司股權發行規模的解釋能力。

本文以 2002 年至 2009 年，我國普通股上市櫃公司為研究對象。在研究的設計上，參考 Khan and Watts (2009) 以及王貞靜、潘虹華與戚務君 (2012) 以 *C_Score* 作為穩健性的衡量指標。不過，考量 *C_Score* 與公司特性之間的內生性 (endogeneity) 問題，因此，以前三期的 *C_Score* 作為公司穩健性的衡量變數，探討公司穩健會計與當期股權發行規模的關係。另外，採用 Givoly and Hayn (2000) 的非營業應計項目 (*CON_GH*) 作為公司會計穩健性的衡量變數進行強韌性測試。最後，為控制樣本選擇與公司負債政策對於股權發行規模的影響，本文採用 Wooldridge (2002) 以迴歸的方式估計當期負債金額的期望值，作為當期負債政策 (*NDEBT*) 的工具變數 (*IV*)，然後加入股權發行規模的迴歸模型中，復以 Hausmen 檢定 (Hausmen, 1978) 判斷最小平方方法 (OLS) 的股權發行規模模型，其係數估計是否具有的一致性 (consistent)。研究的結果顯示：(1) 公司財務會計的穩健性愈高，公司的股權發行規模愈大。(2) 經營風險較大的公司，相對於經營風險較小的公司，前者財務會計的穩健性對於公司股權規模的影響較高。(3) 股票報酬較低的公司，財務會計的穩健性對於股權規模的影響並不顯著。

本研究的邊際貢獻有以下四點，第一，將穩健會計與企業融資選擇相關文獻做連結，從資訊的面向探討穩健會計促進融資契約效率的功能，分析採用股權融資的公司，公司財務會計的穩健性與股權發行規模的關係。第二，本文研究結果可以作為我國穩健會計降低經理人與投資人間資訊問題的證據，以充實現有文獻。第三，本文對穩健性的衡量 (*C_Score* 與 *CON_GH*)，同時考慮公司在橫斷面及時間序列對於會計穩健性需求的差異，其經濟意義不同於僅用 Basu (1997) 之盈餘報酬模型所表示穩健性的意涵。最後，會計準則制定的權責單位 (IASB 與 FASB) 認為穩健原則可能導致財務資訊的不對稱性，而本文的研究結果提供學界、企業界與準則制訂單位作為決策參考。

本文除緒論外共分伍節，第貳節為文獻探討，第為研究設計，以說明研究假說、實證模型、實證變數、資料來源、研究期間與研究方法等。第肆節為實證結果分析。第伍節為研究結論與建議。

貳、文獻探討

一、穩健會計的文獻

由於穩健會計「損失/利得認列的不對稱性」，使得企業盈餘、保留盈餘的數字較不會被高估，可以降低經理人或其他關係人不當的薪資報酬，使公司以盈餘為基礎的薪資報酬契約更為合理 (Watts, 2003)。在較不會高估盈餘之情況下，文獻指出

穩健會計有助於降低經理人以支付股利或其他的方式侵害債權人的債權價值(Watts, 2003)。Ahmed et al. (2002)指出穩健會計較不會高估盈餘與資產的價值，債權人可將穩健的財務數字與債權契約相連接，抑制公司過度的股利發放政策。另外，由於公司過度發放的股利的風險降低，債權人會降低對於資金的報酬的要求。因此主張有較嚴重股利政策支付的公司，公司的財務會計穩健性愈高，公司負債成本較低。Zhang (2008)認為穩健會計所提供的是淨資產與盈餘分配的下界的衡量數字，有利於債權人對於借款人財務狀況的監督，增加對於債權的保障。在借款人財務狀況較透明之情況下，債權人承受借款人違約的風險因而降低，債權人可能因此降低對於資金報酬的要求。在臺灣的實證研究亦指出，穩健會計有助於降低公司的負債資金成本(王貞靜等人，2012)。

Ball and Shivakumar (2005)採用 Basu (1997)的盈餘反應損失的及時性作為財務報表品質的代理變數，探討英國上市公司，未上市公司之間財務報表品質的差異性。雖然，上市和未上市公司所適用的會計準則大致相同。不過，在公司規模、股東的人數以及融資方式的差異，使得投資人對於未上市公司的財務報表品質的要求，明顯低於上市公司。另外，公司的經理人可利用認列應計項目的裁量權，反應投資人對於財務報表品質的要求。經實證顯示，未上市公司的財務報表品質明顯低於上市公司的財務報表品質。在臺灣的相關實證研究，許文馨與詹凌菁（2008）指出在董監事薪酬為損益表淨損益的一定比率時，董監事將缺乏誘因提升財務報表品質。另外，高蘭芬、陳怡凱與陳美蓮（2011）也指出，在債權人與經理人，以及控制股東與外部股東之間存在代理問題時，公司財務數字的穩健性會較高。

由於董事會負有監督經理人經營決策的責任，而公司的會計為評估經理人經營績效的重要的資訊來源。採用穩健會計的公司，可以節制經理人發佈過分樂觀的財務資訊，進而增加公司價值。因此，Ahmed and Duellman (2007)檢測公司董事會的特徵與公司會計穩健性之間的關係，研究結果顯示，董事會公司治理機制的強度與公司會計的穩健性為正相關。換言之，穩健會計可以幫助董事會降低公司治理的問題。

另外，Ball (2001)指出由於穩健會計的盈餘認列損失的速度比認列盈餘快。為避免經理人在任期內認列損失，降低任內經營績效。穩健會計能使經理人在事前剔除淨變現價值為負的投資計劃；Ball and Shivakumar (2005)認為穩健會計認列損失的速度較快的屬性，有助於管理階層及時檢視損失的原因，並且採取更正的行動，故穩健會計能在事後促進經理人管理現有的投資計劃，避免產生投資損失。由於穩健會計具有事前與事後監督經理人，提升投資計劃效率的功能，因此 Ahmed and Duellman (2011)檢測穩健會計與公司未來的獲利性的關係。實證結果顯示，會計較穩健性的公司，公司未來的獲利性較高。

Lafond and Roychowdhury (2008)以經理人的持股做為公司治理問題的代理變數。認為經理人的持股愈大，顯示經理人與其他的股東的利益愈一致，公司的代理問題

愈小。反之，經理人的持股愈小，公司的代理問題愈大。由於穩健會計具有低估盈餘，以及認列損失的速度比認列盈餘速度快的屬性，因此探討穩健會計與經理人持股的關係。實證結果顯示，當經理人持股降低時，公司的股東對於穩健會計的需求愈高。Chi et al. (2009)也證實公司在代理問題較嚴重時，公司對於穩健會計需求較大。換言之，在公司具有代理問題，穩健會計可作為公司治理的機制。

由於穩健會計對於利得的認列有較高的標準，因此經理人較無法以私有資訊高估盈餘。在經理人較無法操縱公司的經營績效時，公司監督經理人的代理成本會較低。同時，在經理人致力於經營公司的本務後，將能增加公司的現金流量與價值。因此，Lafond and Watts (2008)主張穩健會計具有降低經理人高估經營績效的能力，使公司有較低的代理成本，並且增加公司的現金流量與價值。另外，穩健會計可解決資訊不對稱問題，公司財務會計的穩健性會隨著資訊不對稱性而改變。在資訊不對稱問題愈嚴重時，公司的財務報表會愈穩健。

Jenkins et al. (2009)指出在景氣衰退時，市場上普遍存在著對於公司不利的風險因素，基於穩健會計「損失/利得認列得不對稱性」的屬性，公司揭露財務資訊時，必須適當反應這些不利的風險因素對於公司盈餘的影響，故條件性的穩健盈餘⁴對於壞消息有較多的資訊性，有助於降低投資者的資訊風險，進而幫助投資人評估契約所增加的下緣暴露部位（downside exposure）⁵，增加當期盈餘的價值攸關性；即公司處於不利的情況時，具穩健特質的公司，當期盈餘價值的攸關性較高。

Hsu et al. (2011)證實，相較於非條件性的穩健性指標，在財務困難公司之間，條件性的穩健性指標與營運績效間有較高的關聯性。由於公司的股價為未來現金流量的現值，相關研究便以穩健性的當期盈餘與下一期現金流量的關係，探討採用穩健會計的公司，當期盈餘是否能預測下一期的現金流量。研究結果顯示，穩健性的當期盈餘與公司下一期的現金流量資訊具有攸關性（Kim and Kross, 2005; Bandyopadhyay et al., 2010）。

由上述文獻可知，因為穩健會計較不會高估盈餘與資產，有利於資金的供給者控制以盈餘為基礎的股利政策、薪資報酬契約以及貸款契約下緣風險，以降低資金供給者所承受的違約風險。在較低的違約風險下，資金的需求者也可獲得較低使用資金的成本。其次，穩健性為公司會計系統的重要特徵，公司的管理階層可利用穩健會計做為公司治理機制，降低代理成本，進而提升公司的價值。最後，穩健會計

⁴ 根據 Ball and Shivakumar (2005)和 Beaver and Rayan (2005)將穩健原則區分為條件穩健（conditional conservatism）和非條件穩健（unconditional conservatism）。前者與市場消息有關，認列處理取決於市場好壞消息的變化，屬於事後的穩健；後者為公司會計政策，會計政策的選擇與市場消息無關，屬於事前的穩健；例如，公司無形資產的研發支出，公司將其費用化（屬於非條件性的穩健，事前的穩健），若市場有不利的消息，則資產負債表上並無相關資產金額可供沖減，故及時性較低；相反的，公司將無形資產的研發支出资本化，若市場有不利的消息，公司就可認列資產減損，及時性較高，在認列壞消息比好消息的速度快下，條件性的穩健盈餘在壞消息時有較多的資訊性。

⁵ 在壞消息比好消息認列速度快之情況下，條件穩健盈餘有較多的及時性，可以提供盈餘分配與資產淨值下界的衡量數字，可以幫助投資人適時更新對公司獲利性的預期與投資風險的評估。

所提供的當期盈餘，包含較多不利於盈餘認列的壞消息，降低了公司未來下修盈餘的風險。因此，由穩健會計所產生的盈餘資訊，有利於報表使用者對公司未來的評價。

二、股權融資的文獻

Myers and Majluf (1984)指出由於資本市場上的資訊不對稱性產生的逆選擇，使投資人往往低估公司的價值，以作為承擔不確定性風險的貼水。因此，為了避免公司價值被低估造成股東的財富損失。公司的管理階層很可能會拒絕發行股權和放棄有價值的投資計劃。

Lucas and McDonald (1990)探討在經理人與投資者人之間的資訊不對稱性，對於公司採用發行股權融資決策的影響以及公司在股權發行宣告時，由公司股票價格的行為，歸結出公司發行股權的時間選擇行為。研究結果顯示，由於公司的經理具有資訊上的優勢。造成投資人對於公司的當期評價，可能會發生高估或低估公司價值的情況。直到投資人獲得相關訊息後，對於公司的股價才會有所修正。一般而言，價值被投資人高估的公司，在資訊揭露後，公司的股價會下跌。反之，價值被低估的公司，在資訊揭露後，公司的股價會上漲。根據前述資訊問題與公司股價之間的模式，若公司必須以發行股權的方式，滿足對於資金的需求，價值被投資人高估的公司應立即發行股權，避免將來股價向下修正，獲得較少的資金。反之，價值被投資人低估的公司應延遲發行股權，直到公司價值被低估的原因消失，等待將來股價向上修正，以籌得較多的資金，此即為發行股權的時間選擇行為。

由發行股權的時間選擇行為可知，價值被高估的公司，應立即發行股權籌措資金。而價值被低估的公司應延遲發行股權，等待將來股價向上修正。因此，公司普遍會在公司價值被高估時宣告發行股權。因為宣告發行股權時，公司普遍高估本身的價值，所以在公司宣告發行股權後，公司的股價可能會下跌。另外，由發行股權的時間選擇行為，可解釋為何在股票市場的股價上漲後，市場上股權發行數量會有明顯增加。Choe, Masulis, and Nanda (1993)的研究也支持在經濟繁榮時、公司股票價格較好時，公司的股票發行頻率會明顯增加。在股票價格上漲後，公司的資訊不對稱的問題較小，投資人對於公司價值低估的情況較低，使公司擁有較低的股權融資成本。在較低的股權發行成本下，公司股權發行規模與前期股票價格呈顯著正相關（Chang, Dasgupta, and Hilary, 2009）。

Jung et al. (1996)指出公司的經理人，有可能以發行股權所獲得的資金，從事有價值的投資計劃，以求得公司未來的成長。另外，公司的經理人，亦有可能以發行股權所獲得的資金，從事不具價值的投資計畫，以滿足個人私利，造成股東權益的損失。經理人為不具有價值的投資計畫而發行股權，投資人會將此股權的發行視為預期之外的股權融資行為，並將其視為壞消息。反之，經理人為具有價值的投資計畫而發行股權，投資人會將此股權的發行視為預期之內的股權融資行為，並將其視為好消息。由實證結果顯示，經理人從事投資人預期之內的股權融資行為，在公司

股票價格在宣告發行股權後，股票價格下跌程度較小，公司價值被低估的程度較小。反之，經理人從事投資人預期之外的股權融資行為，將使公司股票價格下跌程度較大，公司的價值被低估的程度較大。

由上述的文獻可知，公司宣告股權發行後，公司股價下跌，而令公司價值被低估的主因為資訊的不對稱性。為了降低公司股價被低估的程度，公司發行股票應選在經濟繁榮、股票市場上漲，或公司股價較高等時機之後。因為在這些時機之後，公司的股價被投資人低估的程度較小，公司因此有較高的價值。另外，若能降低資訊不對稱的問題，使公司的股權融資成為投資人預期內的股權融資行為，亦可避免公司股價被低估，增加公司的價值。因此，如何降低資訊不對稱的問題，降低公司股價被低估，是公司從事股權融資行為的根本之道。

參、研究設計

一、研究假說

穩健會計「損失/利得認列不對稱性」(asymmetric verifiability)的屬性，賦有降低代理成本，提升公司治理，增加投資效率的功能，具有資訊品質的攸關性。由於公司會計系統為公司相關資訊的重要來源，公司董事會可根據相關資訊評估經理人經營績效或建議經營策略。一個不會高估公司盈餘與資產、低估公司負債與費損的穩健會計系統，將有利於董事會節制經理人操縱盈餘資訊或採用不當的投資決策，可降低代理成本，提升公司治理功能。在美國FASB的財務會計準則觀念聲明書中，定義穩健原則為公司的財務會計和財務數字的揭露，必須適當反應公司所面臨的不確定性和風險因素；唯有在合宜的考慮公司相關的不確定性與風險後，所揭露的財務會計資訊才能符合各方的利益。Lafond and Watts (2008)即主張穩健會計「損失/利得認列不對稱性」的屬性，可以降低經理人操縱盈餘的動機，降低資訊不對稱性產生的代理成本，進而增加公司與股東的價值。也由於穩健會計「損失/利得認列不對稱性」，使得公司的盈餘數字，包含較多未來不利的經營的資訊，有助於投資人瞭解在不利經營情況時公司的下緣風險(downside exposure)，降低投資人的資訊風險，以正確評估公司的未來價值(Jenkins et al., 2009; Hsu et al., 2011; Kim and Kross, 2005; Bandyopadhyay et al., 2010)。因為穩健會計的盈餘資訊具有價值的攸關性，投資人較能正確的評估公司的價值，降低投資損失的風險，因而投資人也願意降低風險貼水，所以公司股價將較不會被投資人低估。

Myers and Majluf (1984)指出公司股價被投資人低估所造成原有股東的財富損失即為股權融資成本，而公司的經理人為避免股東財富損失，很可能會放棄發行股權。因此，經理人在採取股權融資時會考慮股權融資成本。許多文獻證實資訊不對稱性愈大，股權融資成本亦愈大(Lucas and McDonald, 1990; Jung et al., 1996)。公

司的股權融資成本愈低，將有利於公司採用股權融資，而公司股權融資規模也應較大。反之，公司的股權融資成本愈高，愈不利於公司採用股權融資，所以公司股權融資規模也應較小。

如前所述，穩健會計有助於投資人較正確的評估公司價值，公司股價較不會為投資人低估，公司因此有較低的股權融資成本，而有較低的股權融資成本，將有利於公司採行股權融資政策，公司的股權發行規模也應較大。因此，提出假說H1。

H1：財務會計較穩健的公司，相較於財務會計較不穩健的公司，其股權發行規模較大。

公司營業與獲利之不確定性顯示公司的經營風險，就經營風險較低的公司而言，公司營業與獲利的不確定性低，投資人正確的評估公司價值的能力高，對於公司價值低估的程度會較小，其股權融資成本較低（公司股價較高）。反之，就經營風險較高的公司而言，因公司營業與獲利的不確定性較高，投資人正確的評估公司價值的能力較低，因而有較高的投資損失風險，故投資人會要求較高的風險貼水，公司股價也較會被低估，其股權融資成本較高（公司股價較低）。

如前文所述，穩健會計具有降低股權融資成本的功能。由於高經營風險的公司有較高的股權融資成本（公司股價較低），公司為了提高股價，較可能使用穩健會計。相對的，低經營風險的公司，有較低的股權融資成本（公司股價較高），公司採用穩健會計的需求較小。故可知高經營風險的公司，相對於低經營風險的公司，前者的財務報表會較穩健。

由於高經營風險公司的財務會計會較穩健，投資人愈能正確評估（愈不會低估）公司價值。因此高經營風險的公司，公司股權融資成本較低，而較低的股權融資成本，將有利於公司採用股權融資政策，因此應有較大的股權發行規模。基於以上的分析，提出假說H2。

H2：高經營風險較的公司，相較於低經營風險的公司，其財務會計的穩健性對於股權發行規模的影響較高。

另外，公司發行股權時，通常會考慮避免因資訊不對稱性而產生股權融資成本，而使得發行價格過低，公司經理人欲降低股權融資成本，往往選擇在經濟繁榮、股票市場上漲，公司股價表現較好的時間後發行股權。因為，公司股價報酬較高時，顯示公司與投資人之間的資訊不對稱問題較小，因此投資人對於公司價值低估的程度較小，亦即公司此時發行股權將有較低的股權融資成本（公司股價較高）。反之，股價報酬較低時，可能表示公司與投資人間可能存在較嚴重的資訊不對稱問題，投資人無法藉由公司的財務資訊驗證公司的經營績效，投資人正確評估公司價值的能力較低，由於存在較高的投資損失風險，投資人可能要求較高的風險貼水，故公司的股價較會被低估，其股權融資成本因此較高（公司股價較低），而不利於籌集資金。

亦如前所述，由於穩健會計具有降低股權融資成本的功能，高股票報酬的公司已有較低的股權融資成本（公司股價高），故較不需要採用穩健會計以降低股權融資成本，也較不影響公司籌資規模。相對的，低股票報酬的公司有較高的股權融資成本（公司股價低估），為了降低股權融資成本，提高公司股價，公司較需要採用較為穩健的會計。因此，公司採取股權融資時，低股票報酬的公司為了避免投資人低估公司價值，財務報表會較為穩健，促使投資人較能正確評估（較不會低估）公司價值，有利於公司以發行股權籌集資金，股權發行規模也會較大。基於以上的分析，提出假說H3。

H3：股票報酬較低的公司，相較於股票報酬較高的公司，其財務會計的穩健性對於股權發行規模的影響較高。

二、實證模型與變數衡量

本文的研究的步驟為：首先將說明公司會計穩健性的衡量，繼而參考 Givoly and Hayn (2000)、Chang et al. (2009)建立實證模型，以測試公司會計的穩健性對於股權的發行規模的影響。另外，就經營風險大小、股票報酬的優劣等不同經濟情況下，探討穩健會計對於股權發行規模的解釋能力。本文綜合相關文獻之定義提出以下實證模型。

(一)穩健性的衡量

本文分別採用市場面（Khan and Watts, 2009）和應計項目面（Givoly and Hayn, 2000）的指標，衡量公司的穩健性。

1. 市場面的指標

Khan and Watts (2009)考慮了橫斷面與時間序列面公司財務會計穩健性的差異。本文以 Basu (1997)的模式為本，選取了影響穩健性的企業特性因素：市值對帳面價值比、規模與槓桿比率，發展出穩健性衡量變數 C_Score 。本文參考 Khan and Watts (2009)，首先以式(1)從橫斷面、時間序列面估計公司穩健性。

$$\begin{aligned} E_{it}/P_{it-1} = & \beta_{1,t} + \beta_{2,t} D_{i,t} + R_{i,t} (u_{1,t} + u_{2,t} SIZE_{i,t} + u_{3,t} MB_{i,t} + u_{4,t} LEV_{i,t}) + R_{i,t} D_{i,t} (\lambda_{1,t} \\ & + \lambda_{2,t} SIZE_{i,t} + \lambda_{3,t} MB_{i,t} + \lambda_{4,t} LEV_{i,t}) + (\delta_1 SIZE_{i,t} + \delta_2 MB_{i,t} + \delta_3 LEV_{i,t} \\ & + \delta_4 D_{i,t} SIZE_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} MB_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

式(1)中 E_{it} 為企業 i 於財務年度 t 繼續營業部門稅後淨利， $P_{i,t-1}$ 為財務年度 t 年的股權期初市值。 R_{it} 為財務年度 t 年結束4個月後的12個月股票報酬（annual returns compounded）。如果 $R_{it} < 0$ ，則 D_{it} 為1，否則為0。 $\lambda_{1,t}$ 、 $\lambda_{2,t}$ 、 $\lambda_{3,t}$ 、 $\lambda_{4,t}$ 為企業會計穩健性的參數值。 $SIZE_{i,t}$ 以公司市值取自然對數衡量企業規模， $MB_{i,t}$ 為市值對帳面價值比，

$LEV_{i,t}$ 企業為長期負債加上短期負債以期初股權市值平減， $\varepsilon_{i,t}$ 為誤差項。以式(1)估計每年橫斷面資料，蒐集每年之估計係數 $\hat{\lambda}_{1,t}$ 、 $\hat{\lambda}_{2,t}$ 、 $\hat{\lambda}_{3,t}$ 與 $\hat{\lambda}_{4,t}$ 。其次，以 $SIZE_{i,t}$ 為企業規模， $MB_{i,t}$ 為市值對帳面價值比、 $LEV_{i,t}$ 企業總負債比率等企業特性變數，以式(2)計算 C_Score ，求得企業會計穩健性係數， C_Score 愈高表示企業會計愈穩健。

$$C_Score = \hat{\lambda}_{1,t} + \hat{\lambda}_{2,t} SIZE_{i,t} + \hat{\lambda}_{3,t} MB_{i,t} + \hat{\lambda}_{4,t} LEV_{i,t} \quad (2)$$

由於 Khan and Watts (2009) 表示 C_Score 可以衡量公司未來三年的會計政策的穩健性，為避免 C_Score 與公司融資政策產生內生性的問題，本文以前三年 C_Score 作為公司市場面穩健性的指標。

2. 應計項目面的指標

管理當局可利用應計項目具體表示公司穩健的會計政策。因為，就長期而言，應計項目具有迴轉的現象，累計應計項目應趨近於零。但是，當公司採取穩健性的會計政策，在快速認列損失，延後認列利得下，公司的應計項目將因此較小，盈餘亦較為保守。本文參考 Givoly and Hayn (2000)，以 CON_GH 作為衡量會計穩健性的指標，方法是將累積非營業應計項目 (accumulated nonoperating accruals, NOP_ACC)，再乘上負號，如式(3)。因為 NOP_ACC 的組成項目，其性質為一般公認會計原則所賦予管理當局的裁量權，乘上負號後， CON_GH 值愈大表示公司穩健性愈高。

$$CON_GH = \left[\left(\sum_{i=t-2}^{i=t+2} \frac{NOP_ACC_i}{TA_i} \right) / 5 \right] \times (-1) \quad (3)$$

其中，非營業應計項目數 (NOP_ACC_i) = (本期淨利+折舊費用-來自企業活動之現金流量) - (應收帳款的變動數+存貨的變動數+預付費用的變動數-應付帳款的變動數-應付所得稅的變動數)，而 TA_i 為第 i 年公司總資產。

(二)變數定義

本文以 C_Score 和 CON_GH 做為公司穩健性的代理變數，探討公司穩健性對於公司的股權發行規模的影響性。茲將模型中依變數、研究變數與控制變數定義說明如下：

1. 股權發行規模模型相關變數

(1)依變數

a. 股權發行規模 ($Esize$)

本文定義為企業 i ， t 年發行股權規模，本文依 Chang et al. (2009) 定義股權發行規模， $Esize_{i,t}$ = 企業 i,t 年股權發行的增額/企業 i,t 年期初總資產帳面價值。

(2)研究變數

a. 公司會計的穩健性

本文分別以市場面穩健性的指標 C_Score (Khan and Watts, 2009)和應計項目穩健性的指標 CON_GH (Givoly and Hayn, 2000)，衡量公司會計的穩健性。

(3)控制變數

a. 股票持有報酬 (RET_{t-1})

為前一期股票報酬率，古永嘉、鄭敏聰與游佳鈴 (2005)、Hovakimian, Opler, and Titman (2001)、Kayhan and Titman (2007)、Chang et al. (2009)等認為股票價格會影響企業資本結構，因此將其列為控制變數。本文定義股票持有報酬以 t 年第 5 個月至 $t+1$ 年第 4 月止共 12 個月加總而成。

b. 獲利能力 (ROA_{t-1})

為前一期的獲利能力，DeAngelo and Masulis (1980)、詹家昌與徐民欣 (2003)的研究顯示獲利性與負債比率有關。因此，本文將 ROA_{t-1} 列為控制變數。

c. 成長性 (MB_{t-1})

為前一期成長性，在 Skinner (1993)的資產替代效果、Jensen and Meckling (1976)的代理理論指出在成長性企業會影響融資政策。因此，參考 Fama and French (2002)、詹家昌與徐民欣 (2003)，以企業市值/股東權益總額衡量公司成長性。

d. 實體資產比率 ($TANGI_{t-1}$)

為前一期的實體資產比率，本文將企業廠房、設備、財產的淨值對資產帳面價值的比率定義為淨實體資產比率。由 Shyam-Sunder and Myers (1999)、Hovakimian et al. (2001)、Chang et al. (2009)的研究顯示實體資產比率與企業負債比率有關，因此列為控制變數。

e. 規模 ($SIZE_{t-1}$)

為前一期的規模，Titman and Wessels (1988)、認為企業規模與負債水準有關。本文參考 Chang et al. (2009)以企業當期總資產取對數衡量企業規模，並將其作為控制變數。

f. 非負債稅盾 (NDT_{t-1})

DeAngelo and Masulis (1980)研究指出企業最適資本結構會受公司稅、個人所得稅與非負債稅盾的影響，本文因此將前一期非負債稅盾列為控制變數。並參考 Titman and Wessels (1988)、詹家昌與徐民欣 (2003)與古永嘉等人 (2005)的研究，以折舊費用/總資產衡量之。

g. 獨特性 ($RNDR_{t-1}$)

為公司前一期獨特性，Titman (1984)研究認為企業的產品愈獨特，企業生產設備的流動性較低。Titman and Wessels (1988)和 Hovakimian et al. (2001)均以研究發展費用/銷貨收入衡量獨特性，本文採相同定義。

h. 股利支付率 ($DIVDR_{t-1}$)

本文以公司前一期現金股利對總資產的比率做為前一期公司股利政策的衡量變數 (Chang et al., 2009)。由於公司現金股利的發放與公司採取負債政策為正相關 (Shyam-Sunder and Myers, 1999)，故將其列為控制變數。

i. 目標與實際負債比率的離差 ($DEVTGT_{t-1}$)

為公司前一期最適負債比率與實際負債比率差異。根據 Hovakimian et al. (2001) 的研究，公司會找出使公司價值達到最大化的資本結構。本文將目標與實際負債比率的離差 ($DEVTGT_{t-1}$) 列為控制變數。衡量方式為：

$$DEVTGT_{i,t-1} = Tgt_{i,t} - Debt_{i,t-1}$$

其中，

$Tgt_{i,t-1}$ = 企業 i 於 $t-1$ 年之目標負債率。

$Debt_{i,t-1}$ = 企業 i 於 $t-1$ 年之總負債對於總資產比率。

j. 股票週轉率 ($TURN_{t-1}$)

為公司前一期股票週轉率，Chang et al. (2009) 以股票週轉率捕捉企業清償負債能力。因為公司可出售股票獲得資金，彌補資金需求。因此，股票週轉率可能與公司資金需求有關，本文將其列為控制變數。

k. 稅率 (TAX_{t-1})

為企業 $t-1$ 期稅率，衡量方式為當期所得稅費用/銷貨收入。Modigliani and Miller (1963) 的研究顯示，因為負債利息費用具有抵稅的利益，可提高公司價值。故稅率與企業負債的意願具有正向關係，本文將其列為控制變數。

l. 信用風險 ($TCRI_{t-1}$)

為企業前一期信用風險，企業信用評等愈佳，可以取得更多的負債 (Faulkender and Petersen, 2006; Chang et al., 2009)。本文參考林美鳳、金成隆與林良楓 (2009) 以台灣經濟新報社 (TEJ) 的台灣企業信用風險指標 (Taiwan Corporate Credit Risk Index)，以 $TCRI_{t-1}$ 做為企業負債評等的代理變數。該項指標數值愈大表示該企業信用風險愈大，企業信用評等愈差。

m. 股票報酬的變異性 ($STDRET_{t-1}$)

為前一期股票報酬的變異性，以個別公司每年的股票報酬的標準差代理股票報酬的變異性 (Chang et al., 2009)，作為公司的營運風險的替代變數。

n. 營業與獲利之不確定性 (VOL_{t-1})

為前一期營業與獲利之不確定性，本文以資產報酬率的標準差代理公司營業與獲利之不確定性，此一不確定性可代表公司的經營風險 (Chang et al., 2009)；並且與公司負債有關 (Myers and Majluf, 1984)，故本文將其列為控制變數。

o. 產業的虛擬變數 ($Indu$)

公司 i 產業別的虛擬變數；若電子科技產業為 1，否則為 0。依據古永嘉等人 (2005) 的研究，我國電子資訊產業較常以普通股作為融資來源，故本文將其列為控制變數。

2. 股權發行規模第一階段迴歸模型相關變數

本文考慮樣本選擇與公司負債政策對於發行股權規模的影響，股權發行規模第一階段迴歸模型，除下列所示的自變數外，尚包含：前一期公司研發支出 (RND_{t-1})、前一期成長性 (MB_{t-1})、前一期稅率 (TAX_{t-1})、前一期信用風險 ($TCRI_{t-1}$) 與前一期實體資產比率 ($TANGI_{t-1}$) 等因素。

(1) 依變數

a. 負債發行規模 ($NDEBT$)

相關文獻 (Hovakimian et al., 2001; Chang et al., 2009) 以公司 i, t 年負債發行的增額平減期初的總資產，作為公司負債政策的代理變數。 $NDEBT = [長期負債發行 + 長期負債增加 (減少) + 流動負債的增加 (減少)] / 期初總資產$ ，本文亦以此作為公司負債政策的代理變數。

(2) 自變數

a. 資本支出率 (AFI_{t-1})

為前一期資本支出率，Shyam-Sunder and Myers (1999) 認為公司的資本支出會增加公司的財務缺口，亦會影響企業負債水準。衡量方式為 t 年資本支出/總資產。其中， t 年資本支出 = (t 年固定資產帳面價值 - t 年固定資產重估增值) - ($t-1$ 年固定資產帳面價值 - $t-1$ 年固定資產重估增值)。

b. 過去計劃性的投資支出 ($PRINV_{t-1}$)

Chang et al. (2009) 研究認為公司過去的投資支出會影響公司當期的融資行為，故本文以過去三年平均資本支出率與去年資本支出的乘積，衡量公司過去計劃性的投資支出。本文並將其列為影響公司融資模型的相關變數。

c. 現金水位 ($CASH_{t-1}$)

為前一期現金水位，現金與有價證券為公司最具流動性的資產，對於公司的股權融資的選擇會有所影響。Chang et al. (2009) 亦以此為影響公司融資行為的相關變數。 $CASH_{t-1} = (現金 + 有價證券 / 總資產)$ 。

d. 實際的現金流量 ($CFOA_{t-1}$)

為前一期現金流量，Shyam-Sunder and Myers (1999) 指出，企業活動現金流量與公司融資需求呈反向關係。故本文將其列為相關變數。 $CFOA_{t-1} = 企業活動的現金流量 / 總資產$ 。

e. 流動資金比率 (WC_{t-1})

為前一期流動資金比率，流動資金比率 Shyam-Sunder and Myers (1999)、Chang et al. (2009) 的研究顯示，流動資金會影響公司的舉債。參考前述研究， $WC_{t-1} = (流動資產 - 流動負債) / 總資產$ 。

f. 過去計劃性的現金流量 ($PCCF_{t-1}$)

Chang et al. (2009)研究認為公司過去計劃性現金流量會影響公司當期的融資行為，故本文以前三年平均企業活動現金流量成長率乘上去年企業活動的現金流量，以衡量公司過去計劃性的現金流量。本文並將其列為公司影響公司融資行為的相關變數。

(三)實證模型

本文研究目的在探討公司的穩健性對於股權發行規模的影響，由於研究樣本來自「台灣經濟新報社 (TEJ)」的普通股上市櫃公司，研究樣本具有非隨機樣本的特性。另外，公司當期股權發行規模會受公司的負債政策的影響，為控制樣本選擇與公司負債對於股權發行規模的影響。本文首先，參考文獻 (Shyam-Sunder and Myers, 1999; Chang et al., 2009)，蒐集影響當期負債水準的相關變數和影響股權發行模型觀察不到的因素，如式(4)。根據 Wooldridge (2002)主張在一般公平的條件下，以迴歸模型估計的期望值作為工具變數，會是一個有效的估計值。因此，第一階段以式(4)的 OLS 模型估計當期負債水準（當期負債發行的增額/期初總資產），作為當期公司負債政策 (NDEBT) 的工具變數 (IV)。第二階段的股權發行模型，以最小平方法加入式(4)所得的 IV，探討公司穩健會計的特性對於公司發行股權規模的影響。

其次，本文以 Hausman 統計量檢定未使用工具變數公司股權發行是否具有內生性的問題，並設定虛無假設為：未使用工具變數的公司股權發行模型，可得到具一致性的係數估計值。對立假設為以工具變數所表示的迴歸模型，可得到具有一致性係數估計值。若 Hausman 統計量不顯著大於 0，表示未使用工具變數的股權發行模型，可得到具一致性的係數估計值。若 Hausman 統計量顯著大於 0，以工具變數所表示股權發行的迴歸模型，可得到具有一致性係數估計值 (Hausman, 1978)。實證模型如下：

$$NDEBT_{i,t} = a_0 + a_1 Rnd_{t-1} + a_2 MB_{t-1} + a_3 TAX_{t-1} + a_4 TCRI_{t-1} + a_5 PRINV_{t-1} + a_6 CASH_{t-1} + a_7 PCCF_{t-1} + a_8 AFI_{t-1} + a_9 CFOA_{t-1} + a_{10} WC_{t-1} + u \quad (4)$$

$$Esize = c_0 + c_1 C_Score_{i,t-3} + c_2 SumRET_{i,t} + c_3 DMB_{i,t} + c_4 DNDT_{i,t} + c_5 DTANGI_{i,t} + c_6 DROA_{i,t} + c_7 DSIZE_{i,t} + c_8 DDIVDR_{i,t} + c_9 DTAXR_{i,t} + c_{10} DTRICI_{i,t} + c_{11} DTURN_{i,t} + c_{12} DEVTGT_{i,t} + c_{13} INDU + c_{14} IV + \varepsilon_a \quad (5a)$$

$$Esize = a_0 + a_1 CON_GH_{t-1} + a_2 RET_{t-1} + a_3 TANGI_{t-1} + a_4 ROA_{t-1} + a_5 MB_{t-1} + a_6 NDT_{t-1} + a_7 SIZE_{t-1} + a_8 RNDR_{t-1} + a_9 TAX_{t-1} + a_{10} TCRI_{t-1} + a_{11} TURN_{t-1} + a_{12} DIVDR_{t-1} + a_{13} DEVTGT_{t-1} + a_{14} Indu + a_{15} STDRET_{t-1} + a_{16} Vol_{t-1} + a_{17} IV + \varepsilon_b \quad (5b)$$

本文參考 Chang et al. (2009)以資產報酬率的標準差，做為經營風險的代理變數。然後，分別以經營風險和股票報酬的中位數，將樣本區分為高經營風險與低經營風險、高股票報酬與低股票報酬等樣本，重新測試式(5a)和式(5b)，以瞭解在既定經

營風險和股票報酬的情況下，公司的穩健性是否對於股權發行規模有所影響。變數定義彙總如表 1。

表 1 變數定義彙總表

變數	定義
$Esize_{i,t}$	= 公司 i,t 年的股權發行規模。
$NDEBT$	= 公司 i,t 年負債發行規模。
C_Score_{t-n}	= 公司 $i, t-n$ 年會計穩健特性， $n=1,2,3...$ 。
CON_GH_{t-1}	= 前一期非企業應計項目衡量公司的穩健性。
$SumRETi,t$	= 為公司前三期累積股票持有報酬。
RET_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年股票持有報酬。
$TANGI_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年淨固定資產比率。
ROA_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年獲利能力。
MB_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年成長性。
NDT_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年非負債稅盾。
$SIZE_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的規模。
$RNDR_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的獨特性。
TAX_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年的所得稅費用率。
$TCRI_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的信用評等。
$TURN_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的股票週轉率。
$DIVDR_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的現金股利支付率。
$DEVTGT_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的實際負債比與最適負債率的離差。
$STDRET_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年的股票報酬變異性，作為營運環境不確定性的替代變數。
Vol_{t-1}	= 以公司 i 的資產報酬率的標準差代理公司的經營風險。
$Indu_{t-1}$	= 公司 i 產業別的虛擬變數，電子科技產業為 1，否則為 0。
$DNDT_{i,t}$	= 為公司當期非負債稅盾與前三期非負債稅盾的差額。
$DTANGI_{i,t}$	= 為公司當期淨固定資產比率與前三期淨固定資產比率差額。
$DROA_{i,t}$	= 為公司當期獲利性與前三期獲利性的差額。
$DSIZE_{i,t}$	= 為公司當期規模與前三期規模的差異。
$DDIVDR_{i,t}$	= 為公司當期股利政策與前三期股利政策的差額。
$DTAXR_{i,t}$	= 為公司當期稅率與前三期的差額。
$DTRCI_{i,t}$	= 為公司當期信用評等與前三期信用評等的差額。
$DTURN_{i,t}$	= 為公司當期股票週轉率與前三期股票週轉率的差異。
$DEVTGT_{i,t-3}$	= 為公司前三期目標負債率與實際負債率的離差。
$RNDR_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年研發費用/銷貨收入。
$PCCF_{t-1}$	= 前三年平均現金流量成長率×去年企業活動的現金流量。

表 1 變數定義彙總表 (續)

變數	定義
$PRINV_{t-1}$	= 為 $t-1$ 年公司計劃性的投資，衡量方式為前三年平均投資成長率×前一年資本支出。
$CASH_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年(現金+有價證券)/總資產。
AFI_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年資本投資/總資產。
$CFOA_{t-1}$	= 公司 $i, t-1$ 年營業活動現金流量/總資產。
WC_{t-1}	= 公司 $i, t-1$ 年流動資本/總資產。
IV	= 為衡量公司負債政策的工具變數。

三、樣本選擇與資料來源

本文研究變數資料均取自「台灣經濟新報社(TEJ)」，研究樣本蒐集期間為 2001 年至 2009 年普通股上市櫃公司。因為 2001 年 11 月我國公司法對於庫藏股持有出售的價格與期間有新的規定⁶。為衡量該法令規定對於公司完整年度股權發行規模的影響，故研究期間為 2002 年至 2009 年。財務資料取自一般產業財務資料模組中的上市(櫃)普通股。樣本公司之股價、市值與股票報酬率取自股票資料模組。

基於研究目的，本文依下列標準選擇研究樣本：(1)因為金融、保險、證券業行業的資產、負債性質特殊，故將金融保險、證券業排除在研究樣本外。(2)為了避免不同會計結帳年度混淆研究結果，本文的樣本公司排除非歷年制的企業。(3)剔除財務資料與股價資料有缺漏者的企業。(4)公用事業因受法令限制較大，其經營方式與一般產業迥然不同，故本文亦將公用事業研究樣本剔除。(5)為避免變數極端值對於研究結果的影響，本文對於所有研究變數均以 winsorized 處理所有變數中最小 1%與最大 99%的部份。本文全體樣本為 3,285 公司/年。產業分布如表 2。

肆、實證結果

一、敘述統計

表 3 為樣本公司的財務與股票報酬資料敘述統計量，列示各變數的平均數、標準差、四分位數與中位數等。樣本公司股權發行規模($Esize$)平均數及中位數為 0.048、0.022。增額負債發行規模($NDEBT$)平均數及中位數為 0.138 與 0.073。由數值顯

⁶ 參閱公司法第一百六十七條：「公司除依第一百五十八條、第一百六十七條之一、第一百八十六條及第三百十七條規定外，不得自將股份收回、收買或收為質物。但於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務。公司依前項但書、第一百八十六條規定，收回或收買之股份，應於六個月內，按市價將其出售，屆期未經出售者，視為公司未發行股份，並為變更登記。」此項法條於90年11月12日公佈。

示公司的資金來源，對外舉債所獲得的資金多於發行股權所獲得的金額。

依 Khan and Watts (2009) 所估計之市場面公司穩健性 (C_Score_{t-1}) 平均數為 0.284 略小於與李淑華與鄭哲惠 (2010) 的 0.292。以 Givoly and Hayn (2000) 的應計項目的穩健性指標 (CON_GH_{t-1}) 平均數為 0.010，與李淑華與鄭哲惠 (2010) 的 0.013 大致一致。公司股票持有報酬 (RET_{t-1}) 的平均數及中位數分別為 0.210 與 0.170，顯示股票市場的投資呈現正報酬。TEJ 公司的信用風險評等指標 ($TCRI_{t-1}$)，數值愈大表示信用評等愈差，由信用評等平均數為 5.346，中位數為 5，顯示大多數的公司被評估為中度信用風險的公司。股利支付率 ($DIVDR_{t-1}$) 平均數及中位數分別為 0.026 與 0.018。 $DEVTGT_{t-1}$ 為公司最適負債率與實際負債率的離差，平均數及中位數分別為 0.072 與 0.070，顯示大多數公司實際負債比率略低於最適負債比率。

表 2 實證觀測數產業分佈表

產業別	觀測數 (公司/年)	百分比 (%)	累積百分比 (%)
水泥產業	29	0.88	0.88
食品工業	103	3.14	4.02
塑膠工業	99	3.01	7.03
紡織工業	134	4.08	11.11
電機機械	232	7.06	18.17
電器電纜	54	1.64	19.82
化學生技醫療	209	6.30	26.18
玻璃陶瓷	21	0.64	26.82
造紙工業	31	0.94	27.76
鋼鐵工業	134	4.08	31.84
橡膠工業	48	1.46	33.30
汽車工業	23	0.70	34.00
電子工業	1,644	50.05	84.05
建材營造	126	3.84	87.88
航運	64	1.95	89.83
觀光	29	0.88	90.72
貿易百貨	60	1.83	92.54
其他	245	7.46	100.00
總計	3,285	100.00	100.00

表 3 樣本公司財務資料與報酬率資料敘述統計表 (N=3,285)

研究變數	平均值	標準差	Q1	中位數	Q3
依變數					
<i>Esize</i>	0.048	0.114	0.000	0.023	0.075
研究變數					
<i>C_Score_{t-1}</i>	0.284	1.972	-1.128	0.265	1.753
<i>CON_GH_{t-1}</i>	0.010	0.064	-0.013	0.009	0.014
控制變數					
<i>NDEBT</i>	0.138	1.083	0.000	0.073	0.198
<i>RET_{t-1}</i>	0.210	0.444	-0.082	0.170	0.476
<i>TANGI_{t-1}</i>	0.482	0.290	0.253	0.441	0.673
<i>ROA_{t-1}</i>	0.100	0.054	0.485	0.092	0.146
<i>LEV_{t-1}</i>	0.373	0.194	0.216	0.362	0.515
<i>MB_{t-1}</i>	1.558	1.081	0.886	1.256	1.918
<i>SIZE_{t-1}</i>	15.293	1.212	14.419	15.140	15.989
<i>NDT_{t-1}</i>	0.029	0.020	0.014	0.025	0.040
<i>AFI_{t-1}</i>	0.018	0.050	-0.005	0.002	0.033
<i>RNDR_{t-1}</i>	0.023	0.039	0.012	0.013	0.028
<i>TAX_{t-1}</i>	0.158	0.184	0.074	0.172	0.244
<i>TCRI_{t-1}</i>	5.346	1.352	5.000	5.000	6.000
<i>TURN_{t-1}</i>	223.905	186.071	79.171	174.029	326.595
<i>DIVDR_{t-1}</i>	0.026	0.028	0.038	0.018	0.001
<i>DEVTGT_{t-1}</i>	0.072	0.113	-0.009	0.070	0.153
<i>VOL_{t-1}</i>	0.043	0.792	-0.413	-0.029	0.457
<i>STDRET_{t-1}</i>	-0.073	0.759	-0.587	-0.120	0.362
<i>Indu</i>	0.500	0.500	0.000	1.000	1.000
<i>CASH_{t-1}</i>	0.171	0.135	0.071	0.133	0.235
<i>CFOA_{t-1}</i>	0.082	0.114	0.028	0.076	0.139
<i>WC_{t-1}</i>	0.260	0.183	0.130	0.248	0.385
<i>PRINV</i> (仟元)	29,860.34	30,3215.3	0.000	414.080	6,524.81
<i>PCCF</i> (仟元)	1,168,319	37,200	-46,470.33	24,978.9	29,821.78

1.本表為相關研究變數的平均數、標準差、第一四分位數(Q1)、中位數及第三四分位數(Q3)。

2.變數定義如表 1。

二、相關係數分析

表 4 為主要變數之 Pearson (左下角)與 Spearman (右上角)相關係數表，主要觀察

變數間相關性。前一期市場面公司穩健係數 (C_Score_{t-1}) 和前一期應計項目健性的指標 (CON_GH_{t-1}) 的 Pearson 相關係數 0.078 (Spearman 的相關係數為 0.172)；前一期公司應計項目穩健性指標 (CON_GH_{t-1}) 與淨固定資產比率 ($TANGI_{t-1}$) 的 Pearson 相關係數 -0.035 (Spearman 的相關係數為 -0.118)；前一期市場面公司穩健係數 (C_Score_{t-1}) 與淨固定資產比率 ($TANGI_{t-1}$) 的 Pearson 相關係數 -0.080 (Spearman 的相關係數為 -0.087) 為負相關。前一期應計項目的穩健性指標 (CON_GH_{t-1}) 與公司的信用評等 ($TCRI_{t-1}$) 的 Pearson 相關係數為 -0.116 (Spearman 的相關係數為 -0.308)；前一期市場面公司穩健係數 (C_Score_{t-1}) 與公司的信用評等 ($TCRI_{t-1}$) 的 Pearson 相關係數 -0.378 (Spearman 的相關係數為 -0.359)。前一期公司應計項目穩健性指標 (CON_GH_{t-1}) 與公司的股利政策 ($DIVDR_{t-1}$) 的 Pearson 相關係數 -0.063 (Spearman 的相關係數為 -0.260)；前一期市場面公司穩健係數 (C_Score_{t-1}) 與公司的股利政策 ($DIVDR_{t-1}$) 的 Pearson 相關係數為 -0.478 (Spearman 的相關係數為 -0.450)。

由於變數構成項目的關係，使得前一期市場面公司穩健係數 (C_Score_{t-1}) 與公司的成長性 (MB_{t-1}) 的 Pearson 的相關係數達到 0.614 (Spearman 的相關係數 0.611)，以及前一期市場面公司穩健係數 (C_Score_{t-1}) 與公司的目標與實際負債比率的離差 ($DEVTGT_{t-1}$) 的 Pearson 的相關係數達到 -0.646 (Spearman 的相關係數為 -0.682)。其餘變數之間的相關係數均未達 0.5。因此，初步推斷自變數之間的共線性問題並不嚴重。

三、實證模型分析

本文分別以市場面穩健性的指標 C_Score (Khan and Watts, 2009) 和應計項目穩健性的指標 CON_GH (Givoly and Hayn, 2000)，在考慮 C_Score 與公司特性之間的內生性 (endogeneity) 問題，因此是以前三期的 C_Score 作為公司穩健性的衡量變數，故迴歸樣本為 2270 公司/年。應計項目穩健性的指標 CON_GH 的迴歸樣本，仍為 3285 公司/年。另外，本文亦從股東對於穩健會計的需求，探討經營風險、股票報酬等不同經濟情況下，公司的穩健性對發行股權的影響。

(一) 股權發行規模的實證結果

表 5 為公司當期負債規模的迴歸模型，如式(4)。式(4)中依變數為公司負債政策 ($NDEBT$)，由表 5 顯示實證結果，前一期計畫性投資支出 ($PREINV_{t-1}$) 的係數為 4.454，達到 1% 的顯著水準。前一期預期資本支出 (AFI_{t-1}) 的係數 0.063，達到 5% 的顯著水準。公司的獨特性 ($RNDR_{t-1}$) 的係數為 -0.002，達到 10% 的顯著水準。換言之，公司的獨特性愈高，公司資產的流動性愈低，愈不易對外舉債。前一期流動資金比率 (WC_{t-1}) 的係數為 -0.148，達到 1% 的顯著水準；即流動資金愈高，公司愈不需要對外舉債。以式(4)估計當期負債規模，作為當期負債政策的工具變數 (IV)，再將 IV 加入股權發行規模的迴歸模型，以分析樣本選擇與公司負債政策對於股權發行規模的影響性，如式(5a)和(5b)。

表 4 相關係數矩陣 (N=3,285)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
<i>CON_GH_{t-1}</i>		0.172	0.013	-0.118	-0.309	0.236	0.200	-0.074	0.064	0.067	-0.051	-0.304	0.013	-0.260	-0.132	0.034	-0.287	0.049
<i>C_Score_{t-1}</i>	0.078		0.040	-0.087	-0.008	0.611	-0.284	-0.011	0.034	0.393	-0.100	-0.359	0.125	-0.450	-0.682	0.260	0.005	-0.065
<i>RET_{t-1}</i>	-0.017	0.345		0.041	-0.003	0.130	0.032	-0.013	-0.035	-0.078	-0.028	0.040	0.039	0.103	-0.088	-0.093	-0.003	0.029
<i>TANGI_{t-1}</i>	-0.035	-0.080	0.036		-0.035	-0.298	0.057	0.725	0.010	-0.162	0.051	0.063	-0.175	0.147	0.013	-0.391	-0.053	0.028
<i>ROA_{t-1}</i>	-0.231	-0.027	-0.001	-0.027		0.025	-0.041	0.015	-0.006	0.026	0.036	0.029	0.025	0.012	0.012	0.098	0.682	0.020
<i>MB_{t-1}</i>	0.039	0.614	0.169	-0.271	0.025		-0.029	-0.047	0.228	0.330	-0.113	-0.361	0.308	-0.378	-0.334	0.370	0.370	-0.079
<i>SIZE_{t-1}</i>	0.163	-0.289	0.016	0.075	-0.041	-0.029		0.058	0.140	-0.156	-0.147	-0.439	0.184	0.029	-0.070	-0.087	-0.046	-0.005
<i>NDT_{t-1}</i>	-0.038	0.003	-0.013	0.673	0.004	-0.076	0.097		0.050	0.126	-0.005	-0.062	-0.001	0.067	0.018	-0.039	-0.006	-0.008
<i>9.AFI_{t-1}</i>	-0.006	0.030	-0.027	0.068	-0.011	0.141	0.131	0.080		0.101	-0.085	-0.184	0.113	-0.104	0.034	0.141	0.006	-0.037
<i>RNDR_{t-1}</i>	-0.026	0.383	-0.042	-0.205	0.020	0.285	-0.200	-0.007	0.001		-0.247	-0.178	0.224	-0.212	-0.184	0.488	0.019	-0.036
<i>TAX_{t-1}</i>	0.009	-0.078	-0.038	0.029	0.027	-0.093	-0.098	-0.028	-0.075	-0.128		0.071	-0.122	-0.035	0.171	-0.151	0.024	-0.021
<i>TCRI_{t-1}</i>	-0.116	-0.378	0.070	0.060	0.035	-0.300	-0.441	-0.077	-0.132	-0.056	0.053		-0.039	0.503	0.152	-0.068	0.026	0.017
<i>TURN_{t-1}</i>	-0.030	0.146	0.061	-0.139	0.022	0.245	0.126	0.053	0.087	0.131	-0.058	-0.019		0.070	-0.154	0.409	0.031	-0.136
<i>DIVDR_{t-1}</i>	-0.063	-0.478	0.108	0.138	0.013	-0.357	0.064	0.042	-0.016	-0.170	-0.008	0.412	0.072		0.194	-0.105	0.006	0.050
<i>DEVTGT_{t-1}</i>	-0.037	-0.646	-0.081	-0.004	0.032	-0.211	-0.096	-0.021	0.007	-0.119	0.122	0.143	-0.145	0.214		-0.144	0.012	0.076
<i>Indu</i>	-0.056	0.269	-0.087	-0.386	0.084	0.311	-0.082	0.023	0.111	0.352	-0.113	-0.079	0.361	-0.117	-0.130		0.111	-0.071
<i>Vol_{t-1}</i>	-0.217	-0.001	0.0003	-0.046	0.656	0.024	-0.041	-0.016	0.0004	0.009	0.015	0.023	0.023	-0.001	0.026	0.096		-0.002
<i>STDRET_{t-1}</i>	0.005	-0.066	0.031	0.025	0.028	-0.043	-0.013	-0.001	-0.019	0.008	-0.017	0.032	-0.111	0.051	0.082	-0.055	0.009	

1. 左下角（右上角）Pearson (Spearman)相關係數矩陣。

2. 變數定義如表 1。

表 5 股權發行規模第一階段模型 (N=3,285)

$$NDEBT = a_0 + a_1 RNDR_{t-1} + a_2 MB_{t-1} + a_3 TAX_{t-1} + a_4 TCRI_{t-1} + a_5 PREINV_{t-1} + a_6 CASH_{t-1} + a_7 PCCF_{t-1} + a_8 AFI_{t-1} + a_9 CFOA_{t-1} + a_{10} WC_{t-1} + u_4 \quad (4)$$

變數	係數	標準差	t 值
cons	0.059	0.016	3.68***
$RNDR_{t-1}$	-0.002	0.001	-1.90*
MB_{t-1}	0.015	0.004	3.20***
TAX_{t-1}	0.008	0.011	0.69
$TCRI_{t-1}$	-0.003	0.003	-1.01
$PREINV_{t-1}$	4.454	1.258	3.54***
$CASH_{t-1}$	0.082	0.105	0.78
$PCCF_{t-1}$	-0.003	0.003	-1.10
AFI_{t-1}	0.063	0.028	2.26**
$CFOA_{t-1}$	0.007	0.005	1.25
WC_{t-1}	-0.148	0.052	-2.81***
Adjusted R ²	0.035		
F-value	10.07***		

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, * 分別表示 10%、5%、1% 的顯著水準。

由於樣本選擇與公司的負債政策會影響公司股權發行規模，故本文以兩階段迴歸的方式，探討公司的穩健性對股權發行規模的影響，並且以 Hausman 檢定，判斷最小平方法 (OLS) 股權發行模型，其係數估計是否具有一致性 (consistent)。本文只列出係數估計具有一致性的迴歸結果。

本文以前三期市場面穩健性的指標 (C_Score_{t-3})，作為公司穩健的衡量變數，探討公司穩健性對於當期股權發行規模影響 (式(5a))，Hausman 統計量為 9.25 (達到 5% 的顯著水準)，顯示兩階段的股權發行模型，其係數具有一致性，表 6 為兩階段的股權發行模型的實證結果。其結果顯示 F 統計量為 11.84，模型的配適度達到 1% 的顯著水準。當期公司負債政策 (IV) 與公司股權發行規模為負相關，迴歸係數為 -0.100，達到 1% 的顯著水準。前三期市場面穩健性的指標 (C_Score_{t-3}) 為 0.001 (達到 10% 的顯著水準)，即公司的穩健性愈高，當期公司股權發行規模愈大。

另外，本文以前一期公司應計項目穩健性指標 (CON_GH_{t-1})，探討公司穩健性對股權發行規模的影響 (式(5b))，實證結果如表 7。Hausman 統計量為 3.58，未達顯著水準，顯示最小平方法 (OLS) 股權發行模型，其係數具有一致性，表 7 的為最小平方法 (OLS) 股權發行模型的實證結果。其結果顯示 F 統計量 6.94，模型的配適度達到 1% 的顯著水準。前一期公司應計項目穩健性指標 (CON_GH_{t-1}) 與當年

股權發行規模為正相關，迴歸係數為 0.023，達到 10%的顯著水準；即前一期公司的穩健性（ CON_GH_{t-1} ）愈高，當期公司股權發行規模愈大。當期公司負債政策（ $NDBT$ ）與公司股權發行規模關係並不顯著，迴歸係數為 0.0002。不過，兩種穩健性的指標的實證結果亦相當一致。

表 6 股權發行規模第二階段實證結果（ C_Score , $N=2,270$ ）

$$Esize_{i,t} = c_0 + c_1 C_Score_{i,t-3} + c_2 SumRET_{i,t} + c_3 DMB_{i,t} + c_4 DNDT_{i,t} + c_5 DTANGI_{i,t} + c_6 DROA_{i,t} + c_7 DSIZE_{i,t} + c_8 DDIVDR_{i,t} + c_9 DTAXR_{i,t} + c_{10} DTRICI_{i,t} + c_{11} DTURN_{i,t} + c_{12} DEVTGT_{i,t-3} + c_{13} INDU + c_{14} NDEBT(IV) + \varepsilon_d \quad (5a)$$

變數	係數	標準差	t 值
cons	-0.004	0.001	-2.20
$C_Score_{i,t-3}$	0.001	0.000	1.81*
$SumRET_{i,t}$	-0.000	0.001	-0.08
$DMB_{i,t}$	-0.065	0.098	-0.66
$DNDT_{i,t}$	-0.296	0.109	-2.71***
$DTANGI_{i,t}$	-0.007	0.010	-0.72
$DROA_{i,t}$	-0.006	0.007	-0.86
$DSIZE_{i,t}$	0.044	0.008	4.97***
$DDIVDR_{i,t}$	0.140	0.036	3.85***
$DTAXR_{i,t}$	0.001	0.000	2.99***
$DTRICI_{i,t}$	-0.003	0.001	-2.34**
$DTURN_{i,t}$	0.001	0.000	4.18***
$DEVTGT_{i,t-3}$	0.028	0.010	2.61***
$INDU$	-0.001	0.001	-0.78
$NDEBT(IV)$	(-0.100)	(0.038)	(-2.58***)
Adjusted R^2	0.0281		
F-value	11.84***		
Hausman test	9.25**		

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, 分別表示 10%、5%、1%的顯著水準。

3. 括號內表示工具變數的迴歸係數、標準差與 t 值。

表 7 股權發行規模第二階段實證結果 (CON_GH, N=3,285)

$$Esize = a_0 + a_1 CON_GH_{t-1} + a_2 RET_{t-1} + a_3 TANGI_{t-1} + a_4 ROA_{t-1} + a_5 MB_{t-1} + a_6 SIZE_{t-1} + a_7 NDT_{t-1} + a_8 RNDR_{t-1} + a_9 TAX_{t-1} + a_{10} TCRI_{t-1} + a_{11} TURN_{t-1} + a_{12} DIVDR_{t-1} + a_{13} DEVTGT_{t-1} + a_{14} Indu + a_{15} STDRET_{t-1} + a_{16} Vol_{t-1} + a_{17} NDEB(IV) + \varepsilon_b \quad (5b)$$

變數	係數	標準差	t 值
cons	-0.003	0.016	-0.23
CON_GH _{t-1}	0.023	0.013	1.73*
RET _{t-1}	0.005	0.001	3.10***
TANGI _{t-1}	-0.009	0.004	-2.04**
ROA _{t-1}	0.000	0.000	0.99
MB _{t-1}	0.005	0.000	5.81***
SIZE _{t-1}	-0.000	0.000	-1.16
NDT _{t-1}	0.128	0.058	2.19**
RNDR _{t-1}	-0.003	0.002	-1.67*
TAX _{t-1}	-0.005	0.004	-1.13
TCRI _{t-1}	0.002	0.000	2.65***
TURN _{t-1}	0.001	0.000	2.11**
DIVDR _{t-1}	0.031	0.035	0.90
DEVTGT _{t-1}	-0.002	0.007	-0.38
INDU	-0.001	0.002	-0.76
VOL _{t-1}	-0.001	0.001	-0.79
STDRET _{t-1}	0.004	0.001	4.47***
NDEBT(IV)	0.000	0.000	0.37
Adjusted R ²	0.029		
F-value	6.94***		
Hausman test	3.58		

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, * 分別表示 10%、5%、1% 的顯著水準。

3. 括號內表示工具變數的迴歸係數、標準差與 t 值。

(二)不同經濟情況下，股權發行規模模型實證結果

本文以營業與獲利的不確定性 (VOL_{t-1}) 代理經營風險，以經營風險的中位數，將樣本區分為高經營風險與低經營風險。另外，以股票報酬的中位數，將樣本區分為高股票報酬與低股票報酬等樣本，分別執行式(5a)與(5b)，實證結果如表 8 與表 9。

1. 以高經營風險與低經營風險區分樣本的實證結果

由表 8 所示高經營風險樣本的 Hausman 統計量為 5.37，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 7.22，模型配適度達到 1% 的顯著水準，高經營風險的前三期市場面的穩健性（ C_Score_{t-3} ）迴歸係數為 0.002，達到 1% 的顯著水準。而低經營風險樣本的 Hausman 統計量為 2.63，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 7.18，模型配適度達到 1% 的顯著水準；低經營風險的前三期市場面的穩健性公司的穩健性（公司前三年的 C_Score ）迴歸係數 0.0001，未達到顯著水準。由上述的證據顯示，高經營風險公司相較於低經營風險公司，公司的穩健性對於股權規模的解釋力較高。

另由表 9 顯示高經營風險樣本的 Hausman 統計量為 5.77，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 6.40，模型配適度達到 1% 的顯著水準，高經營風險的前一期應計項目的穩健性（ CON_GH_{t-1} ）迴歸係數為 0.025，達到 10% 的顯著水準。低經營風險的樣本的 Hausman 統計量為 3.06，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 3.83，模型配適度達到 1% 的顯著水準，前一期應計項目的穩健性（ CON_GH_{t-1} ）的迴歸係數 0.012，未達到顯著水準。由上述證據顯示，高經營風險公司相較於低經營風險公司，前者財務會計之穩健性對於股權規模的解釋力較高。

2. 以高股票報酬與低股票報酬區分樣本的實證結果

本文以前三期市場面穩健性的指標（ C_Score_{t-3} ），探討高、低股票報酬的樣本，公司穩健性對於股權規模的影響。由表 10 所示高股票報酬樣本的 Hausman 統計量為 1.14，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 8.54，模型配適度達到 1% 的顯著水準，高股票報酬樣本，前三期市場面公司的穩健性（ C_Score_{t-3} ）迴歸係數為 0.001，未達顯著水準。低股票報酬樣本的 Hausman 統計量為 6.74，達到 10% 的顯著水準，顯示兩階段的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 7.05，模型配適度達到 1% 的顯著水準，低股票報酬的公司，前三期市場面穩健性的指標（ C_Score_{t-3} ）迴歸係數 0.001，未達顯著水準。

本文另以前一期應計項目穩健性的指標（ CON_GH_{t-1} ），探討高、低股票報酬的樣本，公司穩健性對於股權規模的影響。由表 11 所示高股票報酬樣本的 Hausman 統計量為 1.05，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 5.42，模型配適度達到 1% 的顯著水準。高股票報酬公司，前一期應計項目穩健性的指標（ CON_GH_{t-1} ）迴歸係數為 0.025，未達顯著水準。低股票報酬樣本的 Hausman 統計量為 3.70，未達顯著水準，故最小平方法（OLS）的股權發行模型，其係數具有一致性，F 統計量為 3.25，模型配適度達到 1% 的顯著水準，

低股票報酬公司的穩健性 (CON_GH) 迴歸係數為 0.018，未達顯著水準。

由表 10 與表 11 的實證結果顯示，無論在市場面的穩健性指標 (C_Score_{t-3}) 或應計項目穩健性的指標 (CON_GH_{t-1})，在低股票報酬的樣本中，公司的穩健性與股權的發行規模的關係並不顯著。究其原因可能在低股票報酬的公司，投資人已不看好公司未來的情況，若股東為降低資訊不對稱性，進一步要求公司採用穩健會計，只會讓公司的財務數字顯得更不理想，降低市場上投資人持有股票的意願。因此，股東對於穩健會計的需求並不高，公司財務報表的穩健性會較低。因此，在低股票報酬的公司，財務會計的穩健性，對於股權發行規模的解釋力並不顯著。

表 8 以高經營風險與低經營風險區分樣本的實證結果 (C_Score , $N=2,270$)

$Esize = c_0 + c_1 C_Score_{i,t-3} + c_2 SumRET_{i,t} + c_3 DMB_{i,t} + c_4 DNDT_{i,t} + c_5 DTANGI_{i,t} + c_6 DROA_{i,t} + c_7 DSIZE_{i,t} + c_8 DDIVDR_{i,t} + c_9 DTAXR_{i,t} + c_{10} DTRICI_{i,t} + c_{11} DTURN_{i,t} + c_{12} DEVTGT_{i,t-3} + c_{13} INDU + c_{14} NDEBT(IV) + \varepsilon_a$				
(5a)				
變數	高經營風險 (N=1,221)		經營風險低 (N=1,049)	
	係數	t 值	係數	t 值
cons	-0.006	-2.34**	-0.001	-0.77
$C_Score_{i,t-3}$	0.002	2.64***	0.0001	0.17
$SumRET_{i,t}$	0.002	1.45	-0.002	-1.20
$DMB_{i,t}$	-0.396	-3.03***	0.093	0.79
$DNDT_{i,t}$	-0.211	-1.39	-0.243	-1.84*
$DTANGI_{i,t}$	0.0002	0.01	-0.018	-1.34
$DROA_{i,t}$	-0.013	-1.18	0.009	0.91
$DSIZE_{i,t}$	0.032	6.40***	0.023	5.06***
$DDIVDR_{i,t}$	0.100	2.14**	0.116	2.61***
$DTAXR_{i,t}$	-0.007	-0.06	0.001	4.11***
$DTRICI_{i,t}$	-0.003	-1.73*	-0.003	-1.77*
$DTURN_{i,t}$	0.002	3.26***	0.001	2.46**
$DEVTGT_{i,t-3}$	0.046	2.94***	0.009	0.65
$INDU$	0.003	1.40	0.001	0.76
$NDEBT(IV)$	-0.035	-2.81***	-0.010	-0.96
Adjusted R^2	0.077		0.076	
F-value	7.22***		7.18***	
Hausman test	5.37		2.63	

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, * 分別表示 10%、5%、1% 的顯著水準。

3. 括號內表示工具變數的迴歸係數、標準差與 t 值。

表 9 以高經營風險與低經營風險區分樣本的實證結果 (CON_GH, N=3,285)

$$Esize = a_0 + a_1CON_GH_{t-1} + a_2RET_{t-1} + a_3TANGI_{t-1} + a_4ROA_{t-1} + a_5MB_{t-1} + a_6SIZE_{t-1} + a_7NDT_{t-1} + a_8RNDR_{t-1} + a_9TAX_{t-1} + a_{10}TCRI_{t-1} + a_{11}TURN_{t-1} + a_{12}DIVDR_{t-1} + a_{13}DEVTGT_{t-1} + a_{14}Indu + a_{15}STDRET_{t-1} + a_{16}Vol_{t-1} + a_{17}NDEB(IV) + \varepsilon_b \quad (5b)$$

變數	高經營風險 (N=1,649)		低經營風險 (N=1,636)	
	係數	t 值	係數	t 值
cons	-0.002	-0.11	-0.010	-0.45
CON_GH _{t-1}	0.025	1.64*	0.012	0.54
RET _{t-1}	0.003	1.18	0.008	3.02***
TANGI _{t-1}	-0.009	-1.62	-0.003	-0.43
ROA _{t-1}	0.006	0.41	0.020	1.08
MB _{t-1}	0.004	4.09***	0.006	4.20***
SIZE _{t-1}	-0.087	-0.77	-0.061	-0.51
NDT _{t-1}	0.132	1.68*	0.095	1.09
RNDR _{t-1}	-0.017	-0.59	-0.053	-1.47
TAX _{t-1}	-0.004	-0.77	-0.003	-0.52
TCRI _{t-1}	0.002	2.42**	0.002	1.71*
TURN _{t-1}	0.000	1.05	0.001	1.76*
DIVDR _{t-1}	0.026	0.56	0.010	0.19
DEVTGT _{t-1}	-0.336	-0.33	0.027	0.02
INDU	-0.004	-1.48	0.001	0.32
VOL _{t-1}	0.002	0.97	-0.003	-1.10
STDRET _{t-1}	0.003	2.65***	0.004	2.77***
NDEBT(IV)	0.052	6.81***	-0.000	-0.10
Adjusted R ²	0.052		0.028	
F-value	6.40***		3.83***	
Hausman test	5.77		3.06	

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, * 分別表示 10%、5%、1% 的顯著水準。

3. 括號內表示工具變數的迴歸係數、標準差與 t 值。

表 10 以高股票報酬與低股票報酬區分樣本的實證結果 (C_Score, N=2,270)

$$Esize = c_0 + c_1 C_Score_{i,t-3} + c_2 SumRET_{i,t} + c_3 DMB_{i,t} + c_4 DNDT_{i,t} + c_5 DTANGI_{i,t} + c_6 DROA_{i,t} + c_7 DSIZE_{i,t} + c_8 DDIVDR_{i,t} + c_9 DTAXR_{i,t} + c_{10} DTRICI_{i,t} + c_{11} DTURN_{i,t} + c_{12} DEVTGT_{i,t-3} + c_{13} INDU + c_{14} NDEBT(IV) + \varepsilon_a \quad (5a)$$

變數	高股票報酬(N=1,173)		低股票報酬(N=1,097)	
	係數	t 值	係數	t 值
cons	-0.003	-1.33	0.007	-2.87
$C_Score_{i,t-3}$	0.001	1.23	0.001	1.61
$SumRET_{i,t}$	0.004	2.44**	-0.002	-1.00
$DMB_{i,t}$	-0.112	-0.97	-0.270	-1.66*
$DNDT_{i,t}$	-0.170	-1.27	-0.362	-2.26*
$DTANGI_{i,t}$	-0.004	-0.35	-0.008	-0.48
$DROA_{i,t}$	-0.024	-2.55**	0.020	1.65*
$DSIZE_{i,t}$	0.026	5.85***	0.051	3.68***
$DDIVDR_{i,t}$	0.145	3.30***	0.090	1.70*
$DTAXR_{i,t}$	0.001	3.63***	-0.000	-0.26
$DTRICI_{i,t}$	-0.002	-1.40	-0.004	-2.02**
$DTURN_{i,t}$	0.002	3.53***	0.001	2.11**
$DEVTGT_{i,t-3}$	0.005	0.41	0.052	3.22***
$INDU$	-0.003	-1.23	-0.000	-0.23
$NDEBT(IV)$	-0.048	-4.17***	(-0.077)	(-1.46)
Adjusted R ²	0.083		0.036	
F-value	8.54***		7.05***	
Hausman test	1.14		6.74*	

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, * 分別表示 10%、5%、1% 的顯著水準。

3. 括號內表示工具變數的迴歸係數、標準差與 t 值。

表 11 以高股票報酬與低股票報酬區分樣本的實證結果 (CON_GH, N=3,285)

$$Esize = a_0 + a_1 CON_GH_{t-1} + a_2 RET_{t-1} + a_3 TANGI_{t-1} + a_4 ROA_{t-1} + a_5 MB_{t-1} + a_6 SIZE_{t-1} + a_7 NDT_{t-1} + a_8 RNDR_{t-1} + a_9 TAX_{t-1} + a_{10} TCRI_{t-1} + a_{11} TURN_{t-1} + a_{12} DIVDR_{t-1} + a_{13} DEVTGT_{t-1} + a_{14} Indu + a_{15} STDRET_{t-1} + a_{16} Vol_{t-1} + a_{17} NDEB(IV) + \varepsilon_b \quad (5b)$$

變數	高股票報酬 (N=1,635)		低股票報酬 (N=1,650)	
	係數	t 值	係數	t 值
cons	-0.000	-0.00	-0.020	-0.94
CON_GH _{t-1}	0.025	1.35	0.018	0.98
RET _{t-1}	0.002	0.66	0.012	2.64***
TANGI _{t-1}	-0.009	-1.37	-0.002	-0.44
ROA _{t-1}	0.019	1.08	0.003	0.23
MB _{t-1}	0.004	3.39***	0.007	5.44***
SIZE _{t-1}	-0.107	-0.88	0.016	0.15
NDT _{t-1}	0.152	1.70*	0.062	0.82
RNDR _{t-1}	-0.026	-0.69	-0.038	-1.36
TAX _{t-1}	-0.006	-0.92	-0.003	-0.63
TCRI _{t-1}	0.002	1.92*	0.002	2.60***
TURN _{t-1}	0.001	2.49**	0.000	0.69
DIVDR _{t-1}	0.054	0.94	0.013	0.31
DEVTGT _{t-1}	0.725	0.63	-1.062	-1.07
INDU	-0.000	-0.13	-0.001	-0.67
VOL _{t-1}	-0.003	-1.80*	0.001	0.82
STDRET _{t-1}	0.006	3.84***	0.002	1.76*
NDEBT(IV)	0.037	4.13***	-0.000	-0.08
Adjusted R ²	0.053		0.022	
F-value	5.42***		3.25***	
Hausman test	1.05		3.70	

1. 變數定義如表 1。

2. ***, **, * 分別表示 10%、5%、1% 的顯著水準。

3. 括號內表示工具變數的迴歸係數、標準差與 t 值。

伍、結論與建議

本文分別以市場面穩健性的指標 *C_Score* (Khan and Watts, 2009) 和應計項目穩健性的指標 *CON_GH* (Givoly and Hayn, 2000)，衡量公司會計的穩健性，探討公司會計的穩健性對於股權發行規模的影響。

穩健會計的盈餘對於損失與利得認列的不對稱性，具有降低經理人與投資人之間的資訊不對稱性的功能，而公司的資訊不對稱性與股權融資成本為正相關。因此，

穩健會計具有降低的股權融資成本的功能。由於財務會計的穩健性愈高，投資人將愈能預測公司未來價值。在投資人對於公司能夠較正確評價的情形下，對於公司價值低估程度將較小，公司也會享有較低的股權融資成本。具有較低的股權融資成本的公司，相對於有較高股權融資成本的公司，前者以發行股權作為融資的政策是較有利的，故因此也有較大的股權發行規模。因此，公司的財務會計較穩健的公司，公司股權發行規模亦較高。

由於穩健會計的盈餘，對於公司不利的經營情況有較多的資訊性，有利於投資人評估公司的價值，降低公司股權融資成本。因此，為了降低股權融資成本，高經營風險的公司，相對於低經營風險的公司，前者股東對於財務會計的穩健性有較大的需求。由於經理人可利用認列應計項目的裁量權，反映股東對於穩健會計的需求。因此，高經營風險的公司，財務會計的穩健性較高，而財務會計的穩健性有利於公司股權發行。因此，高經營風險的公司相對於低經營風險的公司，前者財務會計的穩健性對於公司股權發行規模的解釋能力較高。

另外，低股票報酬的公司相對於高股票報酬的公司，前者雖有較大的資訊問題，應有較大的動機採取穩健會計降低資訊問題，以求得較低的股權融資成本。不過，由於公司的股票報酬低，顯示投資人對於公司未來前景並不樂觀，若公司再採取穩健會計，只會讓公司的盈餘數字顯得更不理想，將更進一步降低投資人持有公司股票的意願。因此，低股票報酬的公司，公司採取穩健會計的需求並不高，公司財務會計的穩健性會較低，所以低股票報酬的公司，穩健會計對於股權發行規模的影響並不顯著。

在政策意涵上，本文主張公司可採取穩健會計，降低公司資訊不對稱性的問題，降低發行股權的成本。在較低的股權融資成本下，公司以發行股權的方式滿足資金需求是較有利的。同樣的，經營風險較大的公司，公司財務會計的穩健性，有利於公司採行股權融資彌補資金需求。因為公司財務會計的穩健性能夠影響公司的融資政策，所以公司在訂定財務資訊揭露政策時必須更為審慎。

本文研究以我國的一般性產業上市櫃公司為研究樣本，由於產業型態相異，不同的產業可能會有不同的融資選擇，未來研究可就特定產業進行分析。另外，總體經濟變數，例如：利率、匯率與租稅政策都與財務決策相關，未來研究皆可進一步分析其關係。

參考文獻

- 王貞靜、潘虹華與戚務君，2012，以C_Score衡量會計的穩健性在臺灣的適用性，會計審計論叢，第2卷第2期：1-31。
- 古永嘉、鄭敏聰與游佳鈴，2005，台灣資訊電子業上市公司融資決策順位之研究—Ordered-logistic迴歸模式之應用，輔仁管理評論，第12卷第3期：41-70。
- 李淑華與鄭哲惠，2010，穩健會計、現金持有與公司績效關係之研究，2010會計理論與實務研討會論文集：1785-1806。
- 林美鳳、金成隆與林良楓，2009，股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究，台大管理論叢，第20卷第1期：289-329。
- 高蘭芬、陳怡凱與陳美蓮，2011，代理問題與盈餘穩健性，會計評論，第52期：103-136。
- 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：851-883。
- 詹家昌與徐民欣，2003，檢定股利與負債的預測模式—抵換理論與融資順位理論，管理評論，第22卷第1期：25-52。
- Ahmed, A. S. and S. Duellman. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 43 (2-3): 411-437.
- Ahmed, A. S., and S. Duellman. 2011. Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting & Finance* 51 (3): 609-633.
- Ahmed, A., B. Billings, R. Morton, and M. Stanford-Harris. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77 (4): 867-890.
- Ball, R. 2001. Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Bookings-Wharton Papers on Financial Services* (2001): 127-169.
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 83-128.
- Bandyopadhyay, S., C. Chen, A. Huang, and R. Jha. 2010. Accounting conservatism and the temporal trends in current earnings' ability to predict future cash flows versus future earnings: Evidence on the trade-off between relevance and reliability. *Contemporary Accounting Research* 27 (2): 413-460.
- Basu, S. 1997. The conservatism principal 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.
- Chang, X., S. Dasgupta, and G. Hilary. 2009. The effect of auditor quality on financing decisions. *The Accounting Review* 84 (4): 1085-1117.
- Chi, W., C. Liu, and T. Wang. 2009. What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 5 (1): 47-59.
- Choe, H., R. W. Masulis, and V. Nanda. 1993. Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence. *Journal of Empirical Finance* 1 (1): 3-31.
- DeAngelo, H., and R. W. Masulis. 1980. Optimal capital structure under corporate personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8 (1): 3-29.
- Fama, E., and K. French. 2002. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies* 15 (1): 1-33.
- Faulkender, M., and M. A. Petersen. 2006. Does the source of capital affect capital structure? *Review of Financial Studies* 19 (1): 45-79.
- Givoly, D., and C. Hayn. 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics* 29 (3): 287-320.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (6): 1251-1271.
- Hovakimian, A., T. Opler, and S. Titman. 2001. The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (1): 1-24.
- Hsu, A., J. O'Hanlon, and K. Peasnell. 2011. Financial distress and the earnings-sensitivity-difference measure of conservatism. *Abacus* 47 (3): 284-314.
- Jenkins, D., G. Kane, and U. Velury. 2009. Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance & Accounting* 36 (9-10): 1041-1058.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jung, K., Y. Kim, and R. Stulz. 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics* 42 (2): 159-186.
- Kayhan A., and S. Titman. 2007. Firms' histories and their capital structure. *Journal of Financial Economics* 83 (1):1-32.
- 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 (2-3):

132-150.

- Kim, M., and W. Kross. 2005. The ability of earnings to predict future operating cash flows has been increasing - not decreasing. *Journal of Accounting Research* 43 (5): 753-780.
- LaFond, R., and R. Watts. 2008. The information role of conservatism. *The Accounting Review* 83 (2): 447-478.
- Lafond, R., and S. Roychowdhury. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 46 (1): 101-135.
- Lucas, D., and R. McDonald. 1990. Equity issues and stock price dynamics. *The Journal of Finance* 45 (4): 1019-1043.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review* 53 (3): 433-443.
- 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.
- Shyam-Sunder, L., and S. C. Myers. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51 (2): 219-244.
- Skinner, D. J. 1993. The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence. *Journal of Accounting and Economics* 16 (4): 407-445.
- Titman, S. 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics* 13 (1): 137-151.
- Titman, S., and R. Wessels. 1988. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance* 43 (1): 1-19.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (3): 207-221.
- Wittenberg-Moerman, R. 2008. The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: Evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics* 46 (2-3): 240-260.
- Wooldridge, J. M. 2002. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. London, England. MIT Press.
- Zhang, J. 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics* 45 (1): 27-54.