

國立臺灣大學管理學院會計學研究所



碩士論文

Department of Accountancy
College of Management
National Taiwan University
Master Thesis

設置審計委員會對盈餘宣告資訊內涵影響之探討

An Empirical Examination of the effect of Audit Committee on
the Informativeness of Earnings Announcement

郭潤宗

Run-Zong Kuo

指導教授：葉疏 博士

王全三 博士

Advisors: Shu Yeh, Ph.D.

Chuan-San Wang, Ph.D.

中華民國 105 年 7 月

July, 2016

國立臺灣大學 (碩) 博士學位論文
口試委員會審定書

設置審計委員會對盈餘宣告資訊內涵影響之探討

An Empirical Examination of the effect of Audit Committee on the
Informativeness of Earnings Announcement

本論文係郭潤宗君 (R03722027) 在國立臺灣大學會計學
系、所完成之碩 (博) 士學位論文，於民國 105 年 7 月 15 日承
下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

葉

陸

王令之

(簽名)

(指導教授)

王道

許文瑞

系主任、所長

(簽名)

(是否須簽章依各院系所規定)

誌謝



本論文得以完成，首先要感謝 葉疏老師和 王全三老師的指導。葉疏老師在論文的方向、架構乃至實際撰寫論文的過程皆給予我許多幫助和提點，感謝 葉老師總是用心解答我的問題，葉老師嚴謹認真的治學態度也是我的模範。王全三老師不但在論文的方向、研究的基本觀念上給予我許多重要的意見和指導，也樂於與我討論人生規劃，感謝 王老師願意選擇我作為您的學生。此外，也非常感謝口試委員 許文馨老師和 王瑄老師十分仔細地閱讀本論文，並提供許多寶貴的建議，使得本論文的內容更加完備。

其次，要感謝求學過程中所有遇到的老師、朋友，不論是大學或研究所、法律系或會計系，若沒有大家的幫助與體諒，我求學的過程也無法如此順遂。

最後，要感謝家人的支持與包容，讓我能無後顧之憂地完成學業。

郭潤宗 謹誌於

民國 105 年 8 月

中文摘要



本研究主要探討從監察人制度轉換成審計委員會制度之公司，其盈餘資訊內涵是否提升。本研究參照 Wild (1996)之研究設計，以盈餘宣告期間之股票報酬變異衡量盈餘資訊內涵，並比較：(1)採用審計委員會之公司前、後期間之盈餘報告於盈餘宣告期間之股票報酬變異；(2)採用審計委員會之公司前、後期間之盈餘報告於盈餘宣告期間之股票報酬變異，相對於維持監察人制度之公司二期間盈餘報告於盈餘宣告期間之股票報酬變異之變化。(3)最後以多元迴歸模型控制其他可能影響盈餘宣告期間股票報酬變異之因素。

實證結果發現：(1)採用審計委員會後期間之盈餘報告於盈餘宣告期間之股票報酬變異，並未顯著大於採用審計委員會前一期間之盈餘報告於盈餘宣告期間之股票報酬變異；(2)採用審計委員會之公司前、後期間之盈餘報告於盈餘宣告期間短窗期之股票報酬變異變化，並未顯著大於同期間維持監察人制度之公司二期間盈餘報告於盈餘宣告期間短窗期之股票報酬變異之變化；(3)其餘影響盈餘宣告期間股票報酬變異之因素並未影響本研究發現之現象。此發現顯示採用審計委員會制度之公司未能因而提升盈餘資訊內涵。

關鍵字：審計委員會、監察人、盈餘資訊內涵

ABSTRACT



This study examines whether firms that are allowed to switch to the audit committee from the supervisors can improve the informativeness of earnings. Following Wild (1996), this study uses stock returns variability to measure the informativeness of earnings, then compares: (1) the stock returns variability to the release of earnings reports for firms that switch to the audit committee between adoption and post-adoption periods, and (2) the stock returns variability to the release of earnings reports for firms that switch to the audit committee between adoption and post-adoption periods, relative to the corresponding change for a matched samples that retain the supervisors. Finally, this study considers the impact of audit committee formation after simultaneously controlling for the joint effects of other determinants of stock returns variability at earnings report dates.

Empirical results indicate that: (1) the stock returns variability to the release of earnings reports for firms that switch to the audit committee during post-adoption periods are not significantly greater than pre-adoption period, and (2) the change of short-window stock returns variability to the release of earnings reports for firms that switch to the audit committee between adoption and post-adoption periods, is not significantly greater than the corresponding change for a matched samples that retain the supervisors, and (3) other determinants of stock returns variability at earnings report dates do not influence this study's findings. These findings indicate that firms can not improve the informativeness of earnings after they switch from the supervisors to the audit committee.

Keywords: audit committee, supervisors, the informativeness of earnings

目錄



口試委員會審定書	#
誌謝	I
中文摘要	II
ABSTRACT	III
目錄	IV
圖表目錄	V
第壹章 緒論.....	1
第一節 研究背景及問題.....	1
第二節 研究動機與目的.....	2
第三節 研究架構.....	3
第貳章 文獻回顧與假說發展	4
第一節 審計委員會.....	4
第二節 盈餘品質與盈餘資訊內涵.....	5
第三節 審計委員會與盈餘資訊內涵.....	9
第四節 假說發展.....	10
第參章 研究方法.....	14
第一節 研究設計與變數衡量.....	14
第二節 樣本選取與資料來源.....	18
第肆章 實證結果與分析	21
第一節 設置前後盈餘宣告期間股價反應之比較.....	21
第二節 測試組與控制組設置當期及後一期之比較.....	28
第三節 控制其他影響盈餘宣告期間股價反應之因素.....	31
第伍章 結論與建議	37
第一節 研究結論.....	37
第二節 研究限制與建議.....	38
參考文獻	39

圖表目錄



圖 1	設置審計委員會當期、後一期、後二期平均股票報酬變異指標	23
圖 2	設置審計委員會前一期、當期、後一期平均股票報酬變異指標	25
表 1	各年度自願設置審計委員會之情形	19
表 2	上市櫃公司自願設置審計委員會之情形	19
表 3	自願設置審計委員會公司之產業分佈	20
表 4	設置審計委員會當期、後一期平均股票報酬變異指標	22
表 5	設置審計委員會當期及以後平均累積股票報酬變異指標	24
表 6	設置審計委員會前後平均累積股票報酬變異指標	27
表 7	測試組與控制組平均累積股票報酬變異指標	29
表 8	測試組與控制組累積股票報酬變異指標平均變動	30
表 9	短、長窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸式之敘述性統計量	32
表 10	短窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸式之皮爾森相關係數矩陣	33
表 11	長窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸式之皮爾森相關係數矩陣	34
表 12	短窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸之實證結果	35
表 13	長窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸之實證結果	36



第壹章 緒論

本研究之緒論分為三部分，第一部分為研究背景及問題，主要介紹我國審計委員會制度之沿革，並提出本研究要探討的問題。第二部分探討研究動機與目的，儘管國外已有許多文獻證明公司設置審計委員會可提升財務報導品質，惟我國採用董事會與監察人並列之雙軌制已久，引進單軌制下的審計委員會加以取代可否如同國外提升財報品質仍有爭議，值得深究。第三部分則為本篇研究之架構。

第一節 研究背景及問題

我國公司治理模式早期受到日本商法影響，採董事會與監察人平行之雙軌制(亦有稱並列制、分立制)，由監察人負責公司業務執行之監督及公司會計之審計，與英美全由董事會負責公司業務之經營及監督的單軌制(亦有稱單層制、一元制)不同。惟早期監察人效能不彰，隨著 1997 年亞洲金融危機接連發生多起上市公司弊案，出現廢除監察人、引進英美單軌制之聲浪。至 2004 年爆發博達案，有關主管機關遂決定加速修訂證券交易法，促使國會於 2006 年通過證券交易法第 14 條之 1 至 14 條之 4，正式引進獨立董事及審計委員會(劉連煜，2010)。

依證券交易法規定，公開發行公司原則上得就審計委員會或監察人二者擇一設置，惟主管機關可視狀況要求公司設置審計委員會代替監察人。金管會初期鼓勵上市櫃公司自願設置審計委員會，直到 2013 年 1 月，金管會要求金融機構與實收資本額達新台幣 500 億元以上非屬金融業之上市櫃公司，須設置審計委員會。其後，金管會更於 2013 年底決定分階段要求上市櫃公司設置審計委員會，資本額在新台幣 100 億元以上者，應於 2015 年起設置審計委員會，資本額在新台幣 20 億元以上者則應於 2017 年起設置審計委員會。

是以在 2015 年以前，我國絕大多數之上市櫃公司得自行選擇設置審計委員會或維持監察人之設置，由於二者的職權重疊，且皆負責監督公司財務報表之允當表達，因此衍生一項值得探討的研究議題：自願由監察人轉換為審計委員會之上市櫃公司，可否提升其財務報表品質？

第二節 研究動機與目的



推動修法的主管機關及支持引進單軌制者認為，獨立董事較能秉持客觀及專業，且獨立董事充分參與決策，較能提供事前或事中之治理機能，故由獨立董事組成的審計委員會應較監察人更能發揮監督公司業務執行之功能，且國外學界已有許多文獻證明設置審計委員會對公司治理有正面的影響(Wild,1996; Klein,2002)。儘管如此，賴英照(2012)主張獨立董事、功能性委員會(審計委員會)係單軌制下，為制衡公司管理階層所發展出來的制度，其與雙軌制下監察人的功能本質上無異，單軌制或雙軌制之公司治理模式並無優劣之分。劉連煜(2010)亦認為應由公司自行決定採用獨立董事或監察人制度，主管機關不宜強制企業採用單軌制。

盈餘為財務報表中相當重要的資訊，若財務報表品質愈高，則盈餘提供投資人愈多攸關決策之資訊，使得盈餘資訊內涵愈豐富。由於審計委員會及監察人皆負責監督公司財務報表之允當表達，而盈餘資訊內涵之高低即反映財務報表品質之高低，認為審計委員會對公司業務之監督較有效者，應認為公司設置審計委員會後，財務報表使用者可以從盈餘中獲得更多資訊；而認為審計委員會與監察人之監督效果無異者，應認為公司設置審計委員會前後，財務報表使用者從盈餘中獲得的資訊不會有所改變。為釐清前述爭議，本研究欲從盈餘資訊內涵之角度切入，以盈餘資訊內涵之代理變數衡量審計委員會及監察人之功效，進而實證審計委員會及監察人是否有優劣之分。

第三節 研究架構



本篇研究內容共分為五章，其餘各章內容如下：

- 第壹章 緒論：簡介研究背景、提出研究問題，說明研究動機與欲達成之研究目的，概述本文之架構與內容。
- 第貳章 文獻回顧與假說發展：整理我國審計委員會的沿革、功能以及國內外相關研究文獻，建立假說。
- 第參章 研究方法：說明研究設計與變數衡量、資料來源及對樣本的描述。
- 第肆章 實證結果與分析：根據蒐集資料進行分析，並說明實證結果是否支持研究假說。
- 第伍章 結論與建議：彙總本研究之結果，說明研究限制並對未來研究提供建議。

第貳章 文獻回顧與假說發展



本章分為四部分，第一節介紹我國引進審計委員會之沿革及其功能，第二節整理國內外有關盈餘資訊內涵的相關文獻，第三節整理國內外探討審計委員會與盈餘資訊內涵的文獻，最後於第四節建立本研究之假說。

第一節 審計委員會

一、我國審計委員會制度之沿革

我國公司治理模式原先受日本商法影響，採董事會與監察人並行之雙軌制，惟1997年亞洲金融危機使得台灣多家大型企業發生財務弊案，使得監察人能否有效監督公司運作受到質疑，改革的聲浪促使台灣證券交易所與櫃檯買賣中心自2002年2月起修正上市櫃準則，要求初次上市櫃公司至少應設置二席以上獨立董事及三席以上監察人(或一席以上獨立監察人)，此為我國引進獨立董事制度之濫觴。2004年博達公司發生財報不實、管理階層掏空公司資產之弊案，為挽救投資大眾的信心，我國行政院隨後於2005年7月14日通過證券交易法部分條文修正草案，並送請立法院審議通過，2006年1月11日公布，不僅引進獨立董事制度，且規定審計委員會由全體獨立董事組成，公開發行公司可設置審計委員會取代監察人，但主管機關得視情況命令公司強制取代，單軌之董事會結構自此正式被引入我國。

主管機關金管會從2006年開始發布強制設置獨立董事之適用範圍，至2011年止，金融業、實收資本額達新台幣100億元以上非屬金融業之上市櫃公司，皆應設置獨立董事，使得許多上市櫃公司採用設有獨立董事之董事會與監察人並存之治理形式。部分學者認為監察人與獨立董事並存，恐發生監督權責難以劃分而導致無效監督之結果(劉連煜，2010)，故提議若設置獨立董事應同時設置審計委員會以取代監察人，方能使權責相符、充分發揮獨立董事的功能。因此，金管會於2013年1月發布命令，將屬於2006年3月強制設置獨立董事範圍之公司列為首波強制設置審計委員會適用對象(金融業及實收資本額達新台幣500億元以上非屬金融業之上市櫃公司)。同年年底，金管會決定分階段要求上市櫃公司設置審計委員會：實

收資本額在新台幣 100 億元以上者，應於 2015 年起設置審計委員會，實收資本額在新台幣 20 億元以上者應於 2017 年起設置審計委員會。



二、 審計委員會之功能

依證券交易法第 14 條之 4，審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人，其中一人為召集人，且至少一人應具備會計或財務專長。依同法第 14 條之 5，審計委員會之職責如下：

1. 訂定或修正內部控制制度。
2. 內部控制制度有效性之考核。
3. 依第證券交易法第 36 條之 1 規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。
4. 涉及董事自身利害關係之事項。
5. 重大之資產或衍生性商品交易。
6. 重大之資金貸與、背書或提供保證。
7. 募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
8. 簽證會計師之委任、解任或報酬。
9. 財務、會計或內部稽核主管之任免。
10. 年度財務報告及半年度財務報告。
11. 其他公司或主管機關規定之重大事項。

由以上可知，審計委員會之運作主要在於確保公司財務報表之允當表達，以及公司內部控制之有效實施、法令遵循。

第二節 盈餘品質與盈餘資訊內涵

盈餘品質並無一致之定義與衡量方法，本節先引用學術界對盈餘品質的定義，再針對本研究欲使用之衡量標準——盈餘資訊內涵作較深入的介紹，最後則整理國內外與盈餘資訊內涵有關之實證研究文獻。



一、 盈餘品質

美國財務會計準則委員會(以下稱 FASB)發布之財務會計觀念公報第一號(Statement of Financial Accounting Concepts No.1)提出,「財務報導本身並非目的,其目的在於提供對商業或經濟決策有用之資訊。」而國際會計準則理事會(以下簡稱 IASB)於 2010 年所發布財務報導之觀念架構更明文指出:「一般用途財務報告提供有關報導個體之財務狀況之資訊,亦即有關個體之經濟資源與對報導個體之請求權之資訊。財務報告亦提供有關改變報導個體經濟資源與請求權之交易與其他事項影響之資訊。前述兩種資訊均對提供資源予個體之決策提供有用之投入。」由此可見,不論是 FASB 或 IASB,二大會計準則制定機構皆認為財務報導之目的,在於提供決策者針對報導個體作經濟決策時有用之資訊。

盈餘為財務報表中相當重要的資訊,且實務上資本市場參與者均十分關注公司盈餘的變化,則公司公布的盈餘「品質」如何?是否符合會計準則制定者的期待?係會計學界長久以來重要的研究問題。Dechow et al. (2010)認為可將盈餘品質定義為:「特定決策者作有關公司財務表現之決策時,愈高的盈餘品質可提供愈多攸關的資訊。」關於此定義,尤須注意盈餘品質係以盈餘是否攸關決策作為衡量標準,若欠缺決策背景而未依附於特定決策模型,「盈餘品質」本身並無任何意義。

二、 盈餘資訊內涵

基於資訊經濟學提出的決策模型,公司藉由財務報表定期將與自身財務表現有關的資訊傳遞給外部報表使用者,而外部報表使用者與資本市場在消化公司財務報表的資訊後會修正原先對於公司財務表現之預期,並根據修正後之結果作出決策。若公司發布的財務報表對投資人而言提供的資訊愈多、愈有用,則投資人對原先預期所做之修正也愈大,股價也因投資人採取行動而變化愈大,財務報表資訊與股價變化的關聯性亦愈強(Ball and Brown, 1968)。

國內外許多研究根據前述理論以投資人對盈餘反應的程度作為盈餘品質的代理變數,評估未預期盈餘是否與股票市場特性(如盈餘宣告日前後長窗期股票報酬、股票交易量變化)高度相關,以推論盈餘對於投資人而言是否有用。以下整理國內外有關之實證研究,國外之研究結果一致支持盈餘具有資訊內涵(Ball and Brown, 1968; Beaver et al., 1979; Liu and Thomas, 2000),惟各公司的盈餘品質仍有高低之

分。而雖然國內早期之研究成果多顯示盈餘不具資訊內涵(余尚武, 1986), 但隨著我國於 1980 年代建立財務會計準則委員會、資本市場漸趨成熟, 晚近實證研究的結論多與國外實證研究成果相似, 因此若以國內近期之資料進行實證研究, 則國外實證研究所使用之盈餘股價模型應可應用於我國資本市場之研究。

三、 國外相關研究

1. Ball and Brown (1968)

Ball and Brown (1968) 立基於效率市場假說, 檢視未預期盈餘變動方向與股價異常報酬的關聯性, 以實證年度盈餘是否具有資訊內涵。其以 1957 年至 1965 年美國之上市公司為研究樣本, 研究結果發現, 未預期盈餘變動與股價異常報酬有顯著的正向關係, 故推論年度盈餘應具資訊內涵。

2. Beaver et al. (1979)

Beaver et al. (1979) 延伸 Ball and Brown (1968) 之研究, 進一步探討未預期盈餘變動幅度與股票報酬間的關聯性。其以 1956 年至 1974 年於紐約證券交易所(以下稱 NYSE) 上市之 276 家公司作為研究樣本, 並依未預期盈餘變動幅度之大小, 將樣本分成 25 組再檢定各組盈餘誤差中位數與股價異常報酬中位數的相關性。研究結果發現, 盈餘誤差中位數與股價異常報酬中位數具有顯著的關聯性, 證明若不考慮未預期盈餘變動大小, 可能會丟失盈餘部分的資訊內涵。

3. Liu and Thomas (2000)

Liu and Thomas (2000) 為以盈餘反應係數作為盈餘品質衡量標準之研究。其多變量迴歸模型以異常股票報酬為被解釋變數, 未預期盈餘為主要解釋變數(該解釋變數的係數即為盈餘反應係數), 並以 1981 年至 1994 年美國之上市公司為樣本, 研究結果發現當未預期盈餘與未來盈餘預測修正的關聯性愈高時, 盈餘反應係數亦愈大且迴歸模型解釋力亦愈強。若未預期盈餘對於投資人而言具資訊內涵, 則投資人將據以修正對未來盈餘的預測, 故研究者認為盈餘反應係數可作為衡量盈餘資訊內涵的指標, 若盈餘反應係數愈大, 則可推論盈餘品質愈高。該研究的成果不但建立了一種衡量盈餘品質的標準, 亦顯示資本市場中個別公司的盈餘資訊內涵存在差異。



四、 國內相關研究

1. 余尚武(1986)

余尚武(1986)探討年度盈餘宣是否具有盈餘資訊內涵。研究範圍包括 1979 年至 1984 年在台灣證券交易所上市之 50 家公司，研究結果顯示年度盈餘宣告時，市場並未立即反映盈餘資訊而相應調整，因此推論台灣證券市場並不符合盈餘具資訊內涵及半強式效率資本市場之假設。

2. 陳志愷(1992)

陳志愷(1992)以我國 1982 至 1991 年之 67 家上市公司，共 603 個觀察值為研究樣本，探討年度盈餘與股價的關係。研究結果顯示多數樣本盈餘反應係數顯著大於零，故可推論整體而言我國上市公司年度盈餘具有資訊內涵，惟同期間個別公司的盈餘反應係數因受到其他因素(如經濟成長機會、盈餘預測準確度)的影響而有所差異，顯示我國資本市場中各個公司之盈餘資訊內涵亦存在差異。

3. 金成隆(1999)

金成隆(1999)以我國 1985 至 1996 年之上市公司，共 1,885 個觀察值為研究樣本，探討公司盈餘與股價的關聯性。研究結果顯示，從 1985 年至 1989 年(定義為非理性、成熟之期間)，盈餘與股價的關聯性甚低，但自 1991 年至 1996 年(定義為理性、成熟之期間)，盈餘與股價的關聯性顯著提高，應可推論隨著我國資本市場漸趨成熟，上市公司盈餘資訊內涵也普遍提升。

4. 黃雅瑋等(2006)

黃雅瑋等(2006)探討在資訊不對稱情形下，年度盈餘宣告對股票價格、成交量、買賣價差之影響，並檢測這些反應之間是否具有互動關係。其以國內 2000 年至 2002 年 120 家資訊電子業上市公司為研究樣本，共計 360 個觀察值。實證結果顯示公司宣告盈餘，在事件期中會增加買賣價差、成交量及累積異常報酬，且年度盈餘宣告對買賣價差、交易量與股票報酬之影響是同步決定的。從該研究結果應可推論我國電子業上市公司年度盈餘對投資人而言具有有用性。

第三節 審計委員會與盈餘資訊內涵



英美法系國家採用由董事會同時負責公司業務執行與監督之單軌制公司治理結構，並由董事會中的獨立董事組成各種功能性委員會以加強對管理階層之監督，其中由審計委員會負責監督財務報導作業之流程與內部控制，而美國已有研究發現，公司於董事會中設置審計委員會後，可顯著提升其盈餘資訊內涵(Wild, 1996)，惟亦有論者主張縮小董事會規模始可提升盈餘資訊內涵(Vafeas, 2000)。與英美法系國家不同，我國過去採董事會與監察人平行之雙軌制公司治理結構，直至近年始引進單軌制之公司治理結構，並容許多數公司於二種模式間自由選擇，部分研究者利用此種特殊環境比較二類模式下之盈餘資訊內涵是否存在差異，有些研究顯示由監察人轉換為審計委員會之公司可提升盈餘資訊內涵(許文馨，2014)，惟亦有研究得出相反的結論(李奕萱，2011)。

一、 國外相關研究

1. Wild (1996)

Wild (1996)以 1966 年至 1980 年美國的上市公司為研究樣本，研究自願設置審計委員會之公司，與設置審計委員會前相比，設置後之盈餘資訊內涵是否顯著提升。該研究以盈餘宣告日前後的股票報酬變異衡量盈餘之資訊內涵，研究結果顯示自願設置審計委員會的公司，設置後之盈餘資訊內涵與設置前相較，確實有顯著提高，故推論審計委員會可有效監督公司財務報導及審計作業之流程。惟該研究依 Kunitake (1981)針對美國上市公司進行問卷調查之結果蒐集自願設置審計委員之公司，因此該研究之可信度會受到問卷資訊正確性的影響。

2. Vafeas (2000)

Vafeas (2000)以 1990 年至 1994 年美國的上市公司為研究樣本，研究董事會中外部董事比例、董事會規模與盈餘資訊內涵之關聯。該研究以盈餘反應係數衡量盈餘資訊內涵，研究結果顯示董事會中外部董事比例與盈餘資訊內涵間並無關聯，惟董事會規模與盈餘資訊內涵間顯著負相關。研究者據以認為，欲加強董事會之監督功能，縮小董事會規模始為有效。此論點似與主張功能性委員會有效之通說不同。



二、 國內相關研究

1. 李奕萱(2011)

2007 年以前已有部分上市櫃公司依照台灣證券交易所及櫃檯買賣中心發布之上市櫃公司治理守則自願設置審計委員會(下稱準審計委員會)。李奕萱(2011)以 1998 年至 2010 年設置準審計委員會及審計委員會之公司為樣本，按公司資產規模進行配對，從盈餘管理、損失認列時點及盈餘資訊內涵三個層面，探討(準)審計委員會與公司財務報表品質之關聯性。研究結果顯示，設置審計委員會或準審計委員會之財務報表品質不但未優於設置前，亦未優於未設置者。惟該研究將設置準審計委員會與審計委員會之公司合併觀察，可能係導致研究結果無法實證假說的原因。

2. 許文馨(2014)

許文馨(2014)以 2007 年至 2009 年我國非金融業上市櫃公司為樣本，探討從監察人制度轉換成審計委員會制度之公司，其盈餘品質是否提升。該研究主要以裁決性應計數、盈餘反應係數作為盈餘品質的代理變數，比較設置審計委員會的公司設置前、後期間之盈餘品質，相對於維持監察人制度之公司二時期的盈餘品質之變化，並以同年度、產業之公司相配對(權益市值與營業收入相近者)以控制樣本自我選擇偏誤的影響，實證結果發現設置審計委員會之公司盈餘管理幅度不但顯著下降，盈餘資訊內涵亦顯著提升。由於 2007 年至 2009 年我國僅有 27 家上市櫃公司自願設置審計委員會(排除金融業)，惟至 2014 年底我國自願設置審計委員會之上市櫃公司已成長近四倍達到 232 家(排除金融業)，實務變化甚大，故該研究之結果於近期之資本市場是否依然適用？似值得探究。

第四節 假說發展

我國自 2007 年開始允許上市櫃公司得設置審計委員會取代監察人，許多研究者利用此種特殊環境比較二種制度下之盈餘資訊內涵是否存在差異，惟並未得到一致之結論，且其他研究者多以異常裁決應計數衡量盈餘品質，較少以基於市場基礎觀點之衡量標準進行研究，故本研究欲從市場基礎之觀點出發，探討二種制度下之盈餘資訊內涵是否存在差異，以針對此議題提供更多實證檢驗。

本研究認為相較監察人，審計委員會更能夠有效監督公司財務報導流程之運作與內部控制，故本研究假設當公司以審計委員會替代監察人可提升其盈餘資訊內涵，投資人因資訊內涵增加，對於盈餘宣告的反應亦會增大。本節先從制度設計的觀點提出本研究認為審計委員會優於監察人之理由，接著再參考 Holthausen and Verrecchia (1988)提出之模型推導股價反應與盈餘資訊內涵之關係，最後正式提出本研究之假說。

一、 制度設計

本研究基於以下理由認為我國審計委員會之制度設計優於監察人，因此審計委員會相較監察人能更有效地確保公司財務報導之品質：

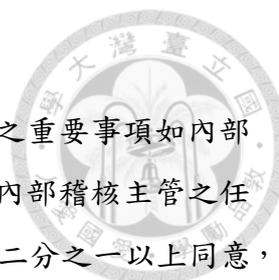
1. 獨立性

依證券交易法第 14 條之 4 第 2 項，審計委員會應由全體獨立董事組成，故審計委員會之成員皆不得與公司有直接或間接之利害關係。因公司治理單位獨立性之高低會影響股東與管理階層間之代理成本(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983)，且依國內外實證研究結果，若公司治理單位之獨立性愈高，則盈餘品質愈高(廖益興與楊清溪，2007；Carcello and Neal, 2000, 2003; Klein, 2002)、資訊透明度愈高(邱垂昌與莊清駿，2010)。是以本研究預期相較於監察人，審計委員會因其成員受法規要求而普遍具備較強之獨立性，對於財務報導流程之監督因而更為有效。

2. 會計或財務專長

依證券交易法第 14 條之 4 第 2 項，審計委員會中至少一人應具備會計或財務專長，而公司法則未對監察人有相同之要求。因財務報導流程對於參與者有較高之專業性要求，則公司治理單位成員若具備相關之專長應能更有效地發揮監督功能。國內外研究顯示，公司治理單位成員若具備會計或財務專長，可減少財務報表重編及內部控制缺失發生的機會(薛敏正等，2008；Abbott et al., 2004; Krishnan, 2005)。

DeZoort and Salterio (2001)亦發現當公司治理單位成員具備愈多財務報導相關知識，愈容易了解審計人員所作之判斷，並在外部審計人員與管理階層意見不同時支持外部審計人員之意見。是以本研究預期相較於監察人，審計委員會受法規要求而至少有一位成員具備會計或財務專長，對於財務報導流程之監督因而更為有效。



3. 事前、事中監督

證券交易法第 14 條之 5 第 1 項規定，與財務報導程序有關之重要事項如內部控制制度有效性之考核、簽證會計師之委(解)任或報酬、財會或內部稽核主管之任免、年度財務報告及半年度財務報告，應經審計委員會全體成員二分之一以上同意，並提董事會決議。而依公司法第 218 條、第 218 條之 1、第 218 條之 2 規定，監察人僅得於事後監督公司業務之執行，而無法在事前確保董事會之決定皆符合股東之利益(監察人不得兼任董事，僅得列席董事會陳述意見)。是以本研究預期相較於監察人，審計委員會得以在事前、事中影響公司財務報導之作業流程，對於財務報導流程之監督因而更為有效。

二、 股價反應模型

公司外部報表使用者在消化財務報表的資訊後，會修正原先對於公司財務表現之預期。若公司發布之財務報表品質愈高、提供愈多攸關公司價值之資訊，則報表使用者對原先預期所做的修正也愈大，反之亦然。

Holthausen and Verrecchia (1988)依照前述理論提出整合市場對資訊反應與資訊揭露品質關聯之經濟模型，有助我們了解設置審計委員會、盈餘品質與市場對盈餘宣告反應彼此之關聯性。Holthausen and Verrecchia (1988)模擬之市場包含一項單一風險性資產(公司)、一項資訊釋出(盈餘)以及一完全競爭、風險中性之造市者，該項釋出之資訊(盈餘)為單一風險性資產(公司)未知的清算價格(\tilde{u})提供消息，而 $\tilde{u} \sim N(m, v)$ 。當市場關閉且公司進行清算完畢後，公司之清算價值實現，故公司的所有人會得到 $u(\tilde{u} = u)$ 。完全競爭、風險中性之造市者於開市時(第 0 期)為公司設定之價格(p_0)如下：

$$p_0 = E[\tilde{u}] = m$$

第 1 期公布之盈餘報告(\tilde{y}_1)為公司真實清算價值提供消息，惟受到雜訊(\tilde{v}_1)干擾，故 $\tilde{y}_1 = \tilde{u} + \tilde{v}_1$ ，而 $\tilde{v}_1 \sim N(0, n_1)$ 。據此，公司於第 1 期盈餘宣告後價格(p_1)如下：

$$p_1 = E[\tilde{u} | \tilde{y}_1 = y_1] = m + \frac{v}{v + n_1} (y_1 - m)$$

而公司價格從第 0 期至第 1 期因盈餘宣告所造成之變化為 $\tilde{\delta}_1$ ：

$$\tilde{\delta}_1 = \tilde{p}_1 - p_0 = \frac{v}{v + n_1} (\tilde{y}_1 - m)$$



最終可推導出股價對盈餘宣告反應之變異數為 $\text{var}[\tilde{\delta}_1]$ ：

$$\text{var}[\tilde{\delta}_1] = \frac{v^2}{v + n_1}$$

由上式可知，股價反應隨著 v 增加而增加，隨著 n_1 增加而減少，其中 v 代表盈餘宣告前市場對公司清算價值之不確定，而 n_1 為盈餘雜訊之變異數，Holthausen and Verrecchia (1988)將 n_1 作為衡量資訊品質之標準。本研究預期相較於監察人，審計委員會對於財務報導流程之監督更為有效，因此當公司之監督機關由監察人轉換為審計委員會後，盈餘資訊內涵將可獲得提升(使 n_1 降低)，進一步使得股價對盈餘宣告之反應增加(使 $\text{var}[\tilde{\delta}_1]$ 增加)。

三、 研究假說

綜合前述，本研究正式提出假說：由設置監察人轉換為設置審計委員會，因審計委員會獨立性及專業性受法規要求普遍較監察人強，且可在事前及事中監督管理階層，故對於公司財務報導流程之監督將更為有效，公司之盈餘將提供投資人愈多攸關決策之資訊，最終使得盈餘宣告期間未預期股票報酬變異程度增加。

若以統計假說描述本研究之假說， $\xi_{i,t}$ 代表*i*公司公告第*t*期盈餘所造成之未預期股票報酬變異，而*t*代表財務報導期間係受到審計委員會(AC)或監察人(SAB)之監督， $n(y_{i,t})$ 代表盈餘報告*y*之雜訊之變異數，虛無假說及對立假說如下：

$$H_0 = E[\xi_{i,AC} - \xi_{i,SAB} | n(y_{i,AC}) < n(y_{i,SAB})] \leq 0$$

$$H_A = E[\xi_{i,AC} - \xi_{i,SAB} | n(y_{i,AC}) < n(y_{i,SAB})] > 0$$

第參章 研究方法



本章分為二部分，第一節說明研究設計，包括變數衡量、檢定統計量、配對方法及迴歸模型，第二節說明樣本選取期間及篩選樣本過程、資料來源。

第一節 研究設計與變數衡量

本研究預期公司由監察人制度轉換為審計委員會制度，將可提升盈餘資訊內涵，進而使得盈餘宣告期間之股價反應增強，故本研究參考 Wild (1996)之研究設計，先以自願設置審計委員會之公司為樣本，比較設置前後盈餘報告於公布期間之股價反應有無擴大。接著再將自願設置審計委員會之公司與維持設置監察人之公司配對，比較同一時期二組樣本盈餘宣告期間股價反應的變化有無顯著差異。最後控制其他可能影響股價反應之因素，以多元迴歸模型檢驗本研究之結果是否受到其他因素之干擾。

一、 設置前後盈餘宣告期間股價反應之比較

本研究欲測試公司由設置監察人轉換為設置審計委員會後，盈餘宣告期間未預期股票報酬變異程度是否會增加，其中特定公司之股票報酬率預期模式係採市場模式(Market Model)，而盈餘宣告期間之未預期股票報酬率以(1)式估計：

$$\tilde{u}_{i,t} = \bar{R}_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot \bar{R}_{M,t}) \quad (1)$$

$\bar{R}_{i,t}$ 為*i*公司於第*t*日之日股票報酬，而 $\bar{R}_{M,t}$ 為第*t*日市值加權市場投資組合之報酬(於台灣證券交易所掛牌之公司按台灣加權指數計算，於櫃買中心掛牌之公司按櫃買指數計算)。 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ 係利用普通最小平方法建立之迴歸模式加以估計(Ordinary Least-Squares Regression)，事件日($t=0$)為年度財務報告公布日，估計期間為事件日前6個交易日($t=-6$)至前205個交易日($t=-205$)，最小估計期為100個交易日。特定公司之未預期股票報酬 $\tilde{u}_{i,t}$ 係以盈餘宣告期間之股票報酬($\bar{R}_{i,t}$)減去特定公

司按市場模型估計之預期股票報酬($\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot \bar{R}_{M,t}$)而得。為比較監察人、審計委員會所監督之財務報導於盈餘宣告期間每日之股價反應，本研究參考 Wild (1996)之研究設計，以標準化股票報酬變異指標(Standardized Variance of Returns Metric)衡量盈餘宣告期間之股價反應，標準化股票報酬變異指標(VR)之定義如(2)式：

$$VR_{i,t} = [(\tilde{u}_{i,t})^2(T_i - 4)] / [\tilde{s}_i^2(T_i - 2)] \quad (2)$$

\tilde{s}_i^2 為市場模型估計期間殘差 \tilde{u}_i 之變異數，而 T_i 為i公司於市場模型之估計期間可得日股票報酬之天數。當盈餘報告具資訊內涵時，股票報酬變異指標(VR)應會超過 1.0(或接近 1.0)。為檢驗股價反應是否有顯著增加，本研究參考 McNichols and Manegold (1983)之研究設計，以下式(3)作為檢定統計量：

$$Z_{VR,t} = [\sum_{i=1}^N (VR_{i_{AC},t} - VR_{i_{SAB},t})] / \left[\sum_{i=1}^N 2 \left\{ \frac{(T_{i_{AC}}-3)}{(T_{i_{AC}}-6)} + \frac{(T_{i_{SAB}}-3)}{(T_{i_{SAB}}-6)} \right\} \right]^{1/2} \quad (3)$$

N 為樣本公司數， $i_{AC(or SAB)}$ 代表i公司所發布之財務報告係由審計委員會(AC)負責監督，或由監察人(SAB)負責監督，其餘變數定義與式(1)及式(2)相同。

為更有效地比較設置審計委員會前後之股價反應，本研究同樣參考 McNichols and Manegold(1983)，將盈餘宣告期間每日之股票報酬變異指標平均，得出累積股票報酬變異指標(CVR)，以衡量盈餘宣告期間股票報酬平均之變異情形：

$$CVR_{i,l} = 1/L \sum_{t=1}^L \left\{ [(\tilde{u}_{i,t})^2(T_i - 4)] / [\tilde{s}_i^2(T_i - 2)] \right\} \quad (4)$$

L 為盈餘宣告期間之累積日數，其餘變數定義同式(1)及式(2)。累積股票報酬變異指標(CVR)之檢定統計量如式(5)，變數定義同式(2)至式(4)：

$$Z_{CVR,t} = \left[\sum_{i=1}^N (CVR_{i_{AC1(or AC2)},t} - CVR_{i_{SAB},t}) \right] / \left[\sum_{i=1}^N \left(\frac{2}{L} \right) \left\{ \frac{(T_{i_{AC1(or AC2)}}-3)}{(T_{i_{AC1(or AC2)}}-6)} + \frac{(T_{i_{SAB}}-3)}{(T_{i_{SAB}}-6)} \right\} \right]^{1/2} \quad (5)$$



二、 測試組與控制組設置當期及後一期之比較

2007 年至 2014 年我國絕大多數之上市櫃公司得自行決定是否設置審計委員會取代監察人，因此若只以自願設置審計委員會之公司為樣本，比較設置前後盈餘報告於宣告期間之股價反應，不但可能會使得研究結果受到樣本自我選擇性偏誤以及整體經濟環境變化的影響(許文馨，2014；Wild, 1996)。是以為控制前述因素，本研究以自願設置審計委員會之公司為測試組，同期間維持設置監察人之公司為控制組，比較測試組審計委員會設置前後盈餘報告於宣告期間股價反應之變化(增強)，是否顯著大於同期間控制組盈餘報告於宣告期間股價反應之變化(增強)。

過去的研究發現公司規模為資訊環境之決定因素，Atiase (1985)即指出盈餘報告傳遞給市場的未預期資訊與公司規模顯著負相關。故本研究以權益總市值代理公司規模，將自願設置審計委員會之公司，與維持監察人設置之公司相配對，以控制樣本自我選擇偏誤、資訊環境差異可能對研究結果造成之影響。

三、 控制其他影響盈餘宣告期間股價反應之因素

Wild (1996)指出以下因素亦有可能影響盈餘宣告期間之股價反應：

1. 公司規模

從第貳章由 Holthausen and Verrecchia (1988)所推導的模型可知，當盈餘宣告前市場之不確定性增加，股價對盈餘宣告之反應亦會增加，而 Wild and Kwon (1994)發現盈餘公告前市場不確定性與公司規模顯著負相關，因此若公司規模愈小，則盈餘宣告前市場之不確定性愈大，則股價對盈餘宣告之反應亦會愈大。

2. 外部融資程度

公司外部融資(非權益融資)的金額愈高，則對管理階層之監督強度亦會愈大，因此盈餘資訊內涵應會愈高，而盈餘宣告期間之股價反應亦會愈大。

3. 未來成長機會

Collins and Kothari (1989)以市價淨值比(Market-To-Book Ratio)代理公司未來經濟成長機會與盈餘持續性，其認為市價淨值比愈高之公司，不但未來成長機會愈大、盈餘持續性亦愈高，且股價對盈餘宣告之反應亦會愈大。



4. 公司風險

Easton and Zmijewski (1989)發現公司風險與股價反應顯著負相關，因此當公司風險下降時，盈餘宣告期間之股價反應會增加。

5. 盈餘資訊內涵

不考慮財報品質，若就公司實際財務表現而言，盈餘資訊內涵本身確實顯著增加，則盈餘宣告期間之股價反應亦會增加。

參考 Wild (1996)之研究設計，本研究以式(7)之多元迴歸式控制前述因素可能對研究結果造成之影響：

$$CVR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot ACC_{i,t} + \alpha_2 \cdot SIZE_{i,t} + \alpha_3 \cdot LEV_{i,t} + \alpha_4 \cdot GROWTH_{i,t} + \alpha_5 \cdot BETA_{i,t} + \alpha_6 \cdot EI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

若本研究之假說為真，則 α_1 應顯著大於0。 $CVR_{i,t}$ 係i公司於第t期之累積股票報酬變異指標。 ACC_{it} 為虛擬變數，審計委員會設置當期為0，以後為1，因審計委員會設置當期公告之財務報告係由監察人負責監督，設置以後之財務報告始由審計委員會負責監督。 $SIZE_{it}$ 係i公司在t年度期初的資產總額取自然對數，代理公司規模。 LEV_{it} 係i公司在t年度期初的槓桿比率，以期初非流動負債除以期初總資產，代理外部融資的程度。 $GROWTH_{it}$ 係i公司在t年度期初權益市值除以期初權益帳面價值，代理公司未來成長的機會與盈餘持續性。 $BETA_{it}$ 係計算i公司 $CVR_{i,t}$ 所使用之 β 估計值，代理公司的風險。 EI_{it} 係i公司在t年度前期淨利變動數(t-1年度淨利減t-2年度淨利的絕對值)除以期初資產總額，代理盈餘的資訊內涵。

根據先前之研究，本研究預期 $ACC_{i,t}$ 、 LEV_{it} 、 $GROWTH_{it}$ 、 EI_{it} 之係數為正向， $SIZE_{it}$ 、 $BETA_{it}$ 之係數為負向(Collins and Kothari, 1989; Easton and Zmijewski, 1989; Holthausen and Verrecchia, 1988; Wild, 1996)。

第二節 樣本選取與資料來源



一、 樣本期間

本研究之目的在實證設置審計委員會是否能提升盈餘資訊內涵，因審計委員會設置年度公布之財務報告係經前一年度監察人之監督並同意，故本研究以設置審計委員會當年度及以後年度盈餘宣告期間股票報酬變異指標作為盈餘資訊內涵之代理變數，以比較二種制度下盈餘資訊內涵有無不同，其中之測試包含比較審計委員會設置當期、設置後一期、設置後二期之股票報酬變異。證券交易法第 14 條之 4 於 2007 年 1 月 1 日生效，而本研究係於 2016 年初開始進行，故考量本研究僅能取得 2014 年以前之財務變數資料，故本研究以 2007 年至 2013 年自願設置審計委員會之公司為樣本，樣本期間涵蓋 2007 年至 2014 年之各年度觀察值。

二、 資料來源

本研究從公開資訊觀測站之「公司治理專區」蒐集自願設置審計委員會之上市櫃公司，並以台灣經濟新報社資料庫(TEJ)之事件研究系統蒐集上市櫃年報公布日、股價資料，其餘變數資料亦取自台灣經濟新報資料庫。

三、 研究樣本

本研究之研究對象為台灣上市櫃公司。



表 1 各年度自願設置審計委員會之情形

審計委員會設立年度	上市成立家數	上櫃成立家數	上市櫃合計	上市櫃累計
2007	6	1	7	7
2008	6	6	12	19
2009	2	6	8	27
2010	18	9	27	54
2011	14	12	26	80
2012	22	16	38	118
2013	25	23	48	166
總計	93	73	166	166

表 1 說明目前我國上市櫃公司自願設置審計委員會之情形，至 2013 年共有 93 家上市公司、73 家上櫃公司自願設置審計委員會。表 2 說明至 2013 年我國自願設置審計委員會之上市櫃公司占總體的 11% 左右。

表 2 上市櫃公司自願設置審計委員會之情形

年度	上市累計	上市公司總數	百分比	上櫃累計	上櫃公司總數	百分比
2007	6	698	0.86%	1	547	0.18%
2008	12	718	1.67%	7	539	1.30%
2009	14	741	1.89%	13	546	2.38%
2010	32	758	4.22%	22	564	3.90%
2011	46	790	5.82%	34	607	5.60%
2012	68	809	8.41%	50	638	7.84%
2013	93	838	11.10%	73	658	11.09%

表 3 說明我國自願設置審計委員會之公司多集中於電子產業，半導體業為 27 家並占總和之 16.27%、光電業為 24 家並占總和之 14.46%、通信網路業為 12 家並占總和之 7.23%、電子零組件業為 12 家並占總和之 7.23%、電腦及周邊業為 11 家並占總和之 6.63%，五類產業占總和之 51.82%。

表 3 自願設置審計委員會公司之產業分佈

產業	家數	百分比	產業	家數	百分比
水泥工業	1	0.60%	電子零組件	12	7.23%
食品工業	2	1.20%	電子通路業	3	1.81%
紡織纖維	1	0.60%	資訊服務業	5	3.01%
電機機械	11	6.63%	其他電子業	4	2.41%
電器電纜	2	1.20%	建材營造	1	0.60%
化學工業	1	0.60%	航運業	2	1.20%
生技醫療	13	7.83%	觀光事業	8	4.82%
鋼鐵工業	2	1.20%	貿易百貨業	4	2.41%
橡膠工業	1	0.60%	文化創意業	3	1.81%
汽車工業	1	0.60%	金融業	1	0.60%
半導體	27	16.27%	其他	14	8.43%
電腦及周邊	11	6.63%			
光電業	24	14.46%			
通信網路業	12	7.23%	合計	166	100.00%

第肆章 實證結果與分析



本章分為四節，第一節說明設置審計委員會前後盈餘宣告期間股價反應之實證結果。第二節說明測試組與控制組設置當期及後一期盈餘宣告期間股價反應比較之實證結果。第三節則說明以多元迴歸控制其他影響股價反應之因素後，設置審計委員會可否提升盈餘宣告期間股價反應(盈餘資訊內涵)之實證結果。

第一節 設置前後盈餘宣告期間股價反應之比較

本研究之目的在實證公司由設置監察人轉換為設置審計委員會後，盈餘資訊內涵可否獲得提升、股價反應是否因而增加？而公司設置審計委員會前期由監察人監督之財務報導係於設置審計委員會當期公告，且公告時間皆在成立審計委員會之日期以前，故審計委員會設置前期之盈餘資訊內涵應以審計委員會設置當期盈餘宣告期間之股價反應衡量，審計委員會設置後之盈餘資訊內涵，應以審計委員會設置後一期及以後盈餘宣告期間之股價反應衡量。

一、 審計委員會設置當期及以後盈餘宣告期間股價反應之比較

1. 平均股票報酬變異指標

2007年至2013年共有166家上市櫃公司自願設置審計委員會，其中審計委員會設立當期、後一期股價資料齊全可估計盈餘宣告期間股票報酬變異指標($VR_{i,t}$)者共84家，該84家公司審計委員會設置當期、後一期盈餘宣告期間(盈餘宣告日前二天至後二天)之平均股票報酬變異指標列於表4第2、3欄。由表4可知，審計委員會成立後一期盈餘宣告前二日至後一日之平均股票報酬變異指標依序為：0.99、1.14、1.1、1.25，與本研究假說之預期相符，均大於審計委員會設置當期相對應之平均股票報酬變異指標：0.82、0.93、0.81、1.24，增加之比率分別為21%、23%、36%、1%。

以式(3)之檢定統計量，檢定審計委員會設置後一期之平均股票報酬變異指標是否大於設置當期相對應之平均股票報酬變異指標，盈餘宣告前二日至後二日之Z檢定統計量($Z_{VR,t}$)列於表4第4欄，可發現審計委員會設置後一期盈餘宣告期間之平均股票報酬變異指標，皆未顯著大於審計委員會設置當期之對應指標，此結果與本研究預期由監察人轉換為審計委員會後，盈餘資訊內涵可獲得提升之假說不符。

表4 設置審計委員會當期、後一期平均股票報酬變異指標

設置審計委員會當期、後一期 平均股票報酬變異指標 ^a			$H_0:$ $VR_{AC1} = VR_{SAB}$
事件期間 ^b {事件日}	設置當期 [VR_{SAB}]	設置後一期 [VR_{AC1}]	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-2}	0.82	0.99	0.75 (0.45)
{-1}	0.93	1.14	0.96 (0.34)
{0}	0.81	1.1	1.32 (0.19)
{+1}	1.24	1.25	0.05 (0.96)
{+2}	0.97	0.93	-0.17 (0.87)
觀察值數目 ^d	84	84	168

^a 平均股票報酬變異指標係研究樣本中各公司股票報酬變異指標($VR_{i,t}$)之橫斷面平均；股票報酬變異指標為事件日(盈餘宣告期間)之異常股票報酬變異，以非盈餘宣告期間之異常股票報酬變異平減(詳細定義見式(2))。

^b 事件日{0}為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c Z檢定統計量(Z_{CVR})之詳細定義見式(3)，係用於檢驗虛無假說：設置審計委員會以後盈餘宣告期間之股票報酬變異指標，是否大於設置當期盈餘宣告期間之股票報酬變異指標。各Z檢定統計量對應之p值顯示於下方括弧中。

^d 觀察值來自2007至2013年自願設置審計委員會之166家公司，設置當期及設置後一期股價資料齊全者，共有84家公司符合條件。

本研究進一步檢驗公司設置審計委員會後二期之股價反應，與審計委員會成立當期相較是否有顯著增加。設置審計委員會當期、後二期股價資料齊全可估計盈餘宣告期間股票報酬變異指標者共 59 家，審計委員會成立後二期盈餘宣告前二日至後二日之平均股票報酬變異指標依序為：1.16、1.52、1.11、1.14、0.8(見圖 1)，僅盈餘宣告前二日至當日之平均股票報酬變異指標，大於設置審計委員會當期相對應之平均股票報酬變異指標：0.82、0.93、0.81。

2. 平均累積股票報酬變異指標

為更有效地比較設置審計委員會後二期與當期之股價反應，本研究另外計算累積股票報酬變異指標($CVR_{i,L}$)，設置審計委員會當期、後一期、後二期之平均累積股票報酬變異指標列於表 5， $\{-1,0\}$ 代表盈餘公告前一日至當日之短窗期累積股票報酬變異指標， $\{-2,+2\}$ 代表盈餘公告前二日至後二日之長窗期累積股票報酬變異指標。設置審計委員會後一期、後二期短窗期之平均累積股票報酬變異指標(分別為 1.12、1.31)，均大於設置審計委員會當期相對應之平均值(分別為 0.87、0.89)，增幅分別為 29%及 47%。同樣地，設置審計委員會後一期、後二期長窗期之平均累積股票報酬變異指標(分別為 1.35、1.43)，均大於設置審計委員會當期相對應之平均值(1.19)，增幅分別為 13%及 20%。

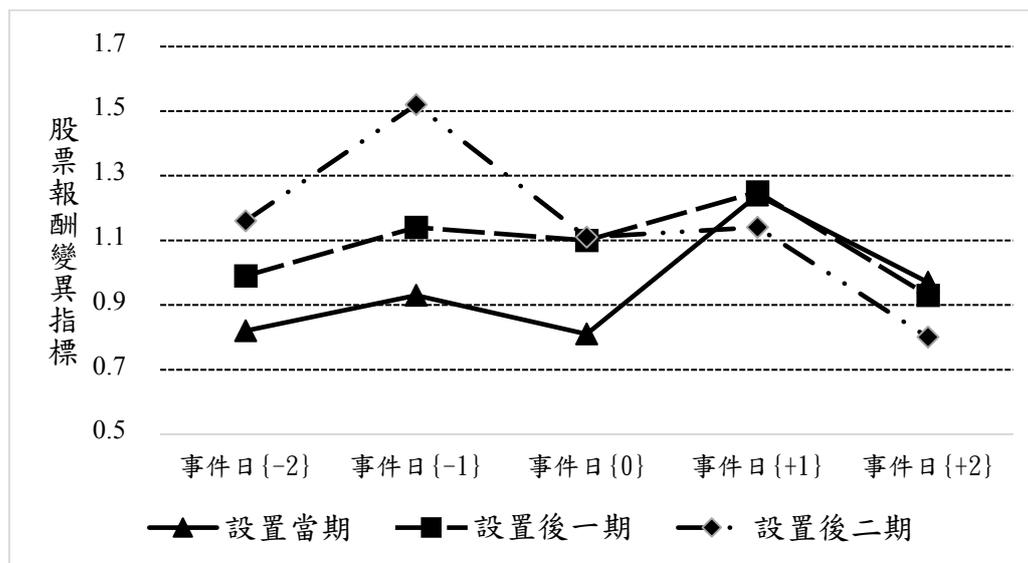


圖 1 設置審計委員會當期、後一期、後二期平均股票報酬變異指標

表 5 設置審計委員會當期及以後平均累積股票報酬變異指標

設置審計委員會當期、後一期 平均累積股票報酬變異指標 ^a			$H_0:$ $CVR_{AC1} = CVR_{SAB}$
股票報酬變異指標累積期間 ^b {事件日}	設置當期 [CVR_{SAB}]	設置後一期 [CVR_{AC1}]	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	0.87	1.12	1.61 (0.11)
{-2,+2}	1.19	1.35	1.62 (0.11)
觀察值數目 ^d	84	84	168
設置審計委員會當期、後二期 平均累積股票報酬變異指標 ^a			$H_0:$ $CVR_{AC2} = CVR_{SAB}$
股票報酬變異指標累積期間 {事件日} ^b	設置當期 [CVR_{SAB}]	設置後二期 [CVR_{AC2}]	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	0.89	1.31	2.30 (0.02)
{-2,+2}	1.19	1.43	2.07 (0.04)
觀察值數目 ^e	59	59	118

^a 平均累積股票報酬變異指標係研究樣本中各公司累積股票報酬變異指標 ($CVR_{i,t}$) 之橫斷面平均；累積股票報酬變異指標為盈餘宣告期間之異常股票報酬變異，以非宣告期間之異常股票報酬變異平減(詳細定義見式(4))。

^b 事件日{0}為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c Z 檢定統計量(Z_{CVR})之詳細定義見式(5)，係用於檢驗虛無假說：設置審計委員會以後盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標，是否大於設置當期盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標。各 Z 檢定統計量對應之 p 值顯示於下方括弧中。

^d 觀察值來自 2007 至 2013 年自願設置審計委員會之 166 家公司，設置當期及設置後一期股價資料齊全者，共有 84 家公司符合條件。

^e 觀察值來自 2007 至 2013 年自願設置審計委員會之 166 家公司，設置當期及設置後二期股價資料齊全者，共有 59 家公司符合條件。

以式(4)之檢定統計量，檢定設置審計委員會後一期、後二期之平均累積股票報酬變異指標是否大於設置當期相對應之平均累積股票報酬變異指標，長、短窗期之Z檢定統計量($Z_{CVR,L}$)列於表5第4欄。結果顯示，審計委員會設置後一期，長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標均未顯著大於審計委員會設置當期相對應之指標，與本研究之預期不符；而審計委員會設置後二期，長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標，於5%信心水準下，均顯著大於審計委員會設置當期相對應之指標，則與本研究之預期相符。

二、 設置審計委員會前期及以後盈餘宣告期間股價反應之比較

由前一階段之測試可發現，與設置審計委員會當期相較，設置審計委員會後股價反應增加之現象並不明顯，故前階段之實證結果尚不足以證明本研究之假說。此階段之測試將以設置審計委員會後一期盈餘宣告期間之股價反應，與設置審計委員會前期盈餘宣告期間之股價反應相較，檢視股價反應增加之現象是否更為明顯。

設置審計委員會前一期股價資料齊全可估計盈餘宣告期間股票報酬變異指標者共75家，設置審計委員會前一期盈餘宣告前二日至後二日之平均股票報酬變異指標依序為：1.21、1.71、1.74、1.12、1.58(見圖2)，除盈餘宣告後一日之平均股票報酬變異指標外，其餘事件日均大於設置審計委員會當期、後一期相對應之平均股票報酬變異指標，明顯與本研究之預期不符。

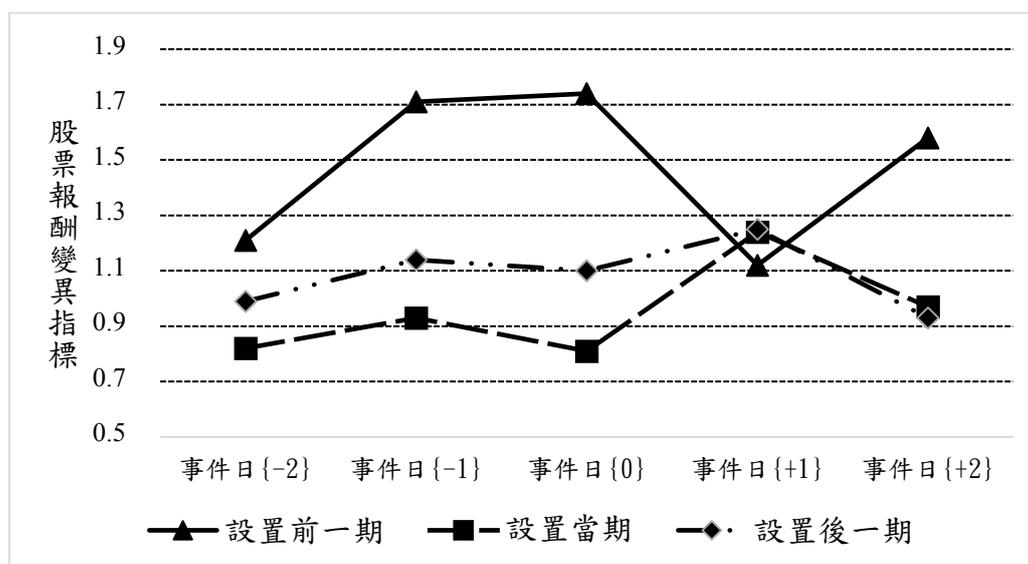


圖 2 設置審計委員會前一期、當期、後一期平均股票報酬變異指標

設置審計委員會前二期、前一期、後一期之平均累積股票報酬變異指標如表 6 所示。設置審計委員會前一期長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標(分別為 1.47、1.72)，均大於設置審計委員會後一期相對應之平均值(分別為 1.38、1.16)，與本研究之預期相反。審計委員會設置前二期長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標(分別為 1.09、0.92)，均小於設置審計委員會後一期相對應之平均值(分別為 1.39、1.07)，則與本研究之預期相符。

以式(4)之檢定統計量，檢定設置審計委員會後一期之平均累積股票報酬變異指標是否大於設置前二期相對應之平均累積股票報酬變異指標，長、短窗期之 Z 檢定統計量($Z_{CVR,L}$)列於表 6 第 4 欄。結果顯示，僅長窗期之平均累積股票報酬變異指標，於 5% 信心水準下，顯著大於設置審計委員會前二期相對應之指標，與本研究之預期部分相符。由本階段之測試結果可知，設置審計委員會前後之股票報酬變異指標並無一致且穩定之變化趨勢，是以本研究至目前為止尚未發現足以證實由設置監察人轉換為設置審計委員會可提升盈餘資訊內涵之證據。

表 6 設置審計委員會前後平均累積股票報酬變異指標

設置審計委員會前一期、後一期 平均累積股票報酬變異指標 ^a			$H_0:$ $CVR_{AC1} = CVR_{SAB(-1)}$
股票報酬變異指標 累積期間 ^b {事件日}	設置前一期 $[CVR_{SAB(-1)}]$	設置後一期 $[CVR_{AC1}]$	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	1.72	1.16	-3.41 (0.00)
{-2,+2}	1.47	1.38	-0.93 (0.35)
觀察值數目 ^d	75	75	150
設置審計委員會前二期、後一期 平均累積股票報酬變異指標 ^a			$H_0:$ $CVR_{AC1} = CVR_{SAB(-2)}$
股票報酬變異指標 累積期間 {事件日} ^b	設置前二期 $[CVR_{SAB(-2)}]$	設置後一期 $[CVR_{AC2}]$	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	0.92	1.07	0.73 (0.47)
{-2,+2}	1.09	1.39	2.25 (0.02)
觀察值數目 ^e	47	47	94

^a 平均累積股票報酬變異指標係研究樣本中各公司累積股票報酬變異指標 ($CVR_{i,t}$) 之橫斷面平均；累積股票報酬變異指標為盈餘宣告期間之異常股票報酬變異，以非宣告期間之異常股票報酬變異平減(詳細定義見式(4))。

^b 事件日{0}為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c Z 檢定統計量(Z_{CVR})之詳細定義見式(5)，係用於檢驗虛無假說：設置審計委員會以後盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標，是否大於設置當期盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標。各 Z 檢定統計量對應之 p 值顯示於下方括弧中。

^d 觀察值來自 2007 至 2013 年自願設置審計委員會之 166 家公司，設置前一期及設置後一期股價資料齊全者，共有 75 家公司符合條件。

^e 觀察值來自 2007 至 2013 年自願設置審計委員會之 166 家公司，設置前二期及設置後一期股價資料齊全者，共有 47 家公司符合條件

第二節 測試組與控制組設置當期及後一期之比較

從第貳章第四節之股價反應模型可知，股價反應不但受到盈餘資訊內涵的影響(n_1 增加，盈餘宣告期間之股價反應會增加)，亦會受到市場對公司價值不確定程度的影響(v 增加，股價反應亦會增加)，而前階段之測試並未考量其他可能影響股價反應之因素，設置審計委員會後股價反應可能因受到總體經濟情勢、資訊環境變化等其他因素的影響而增加，其他維持設置監察人之公司亦可能存在相同的現象，且我國允許大部分之上市櫃公司自願設置審計委員會，研究樣本可能有自我選擇性偏誤，而使得前階段之測試結果受到影響。為驗證本研究之假說，本階段之測試將設置審計委員會之公司作為測試組，再從維持監察人設置之公司中，以相近之權益總市值挑選出相對應之控制組，比較二組樣本於同一時期股價反應變化之情形，以控制其他可能影響股價反應之因素。

測試組及控制組長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標列於表 7。表 7 上半部為測試組之結果，可注意審計委員會設置後一期與設置當期相比，長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標均未顯著增加。表 7 下半部為控制組之測試結果，與測試組相較，同期間僅長窗期之平均累積股票報酬變異指標在 10% 信心水準下顯著提升，短窗期之平均累積股票報酬變異指標則無顯著不同。測試組與控制組以差異中之差異法(Difference-In-Difference)分析之結果記錄於表 8，可發現測試組長、短窗期之平均累積股票報酬變異指標變動數，與控制組同期間之變動數相較，均未顯著較大。其中，長窗期之平均累積股票報酬變異指標變動數甚至顯著較小。

綜上所述，此階段之測試結果顯示並無足夠證據顯示公司設置審計委員會，與盈餘宣告期間股價反應增強之現象有所關聯，且測試組長、短窗期股價反應增幅未顯著大於控制組之實證結果，亦與本研究預期公司由設置監察人轉換為設置審計委員會，盈餘資訊內涵可獲得提升之假說不符。

表 7 測試組與控制組平均累積股票報酬變異指標

設置審計委員會當期、後一期 平均累積股票報酬變異指標 ^a	$H_0:$ $CVR_{AC1} = CVR_{SAB}$
--	-----------------------------------

測試組平均累積股票報酬變異指標測試結果

股票報酬變異指標累積期間 ^b {事件日}	設置當期 [CVR _{SAB}]	設置後一期 [CVR _{AC1}]	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	0.94	1.07	0.69 (0.49)
{-2,+2}	1.25	1.28	0.25 (0.80)
觀察值數目 ^d	62	62	114

控制組平均累積股票報酬變異指標測試結果

股票報酬變異指標累積期間 ^b {事件日}	設置當期 [CVR _{SAB}]	設置後一期 [CVR _{AC1}]	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	1.03	1.08	0.29 (0.77)
{-2,+2}	1.22	1.67	3.93 (0.00)
觀察值數目 ^d	62	62	114

^a 平均累積股票報酬變異指標係研究樣本中各公司累積股票報酬變異指標 ($CVR_{i,t}$) 之橫斷面平均；累積股票報酬變異指標為盈餘宣告期間之異常股票報酬變異，以非宣告期間之異常股票報酬變異平減(詳細定義見式(4))。

^b 事件日 {0} 為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c Z 檢定統計量 (Z_{CVR}) 之詳細定義見式(5)，係用於檢驗虛無假說：設置審計委員會以後盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標，是否大於設置當期盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標。各 Z 檢定統計量對應之 p 值顯示於下方括弧中。

^d 觀察值來自 2007 至 2013 年自願設置審計委員會之 166 家公司，及同時期未設置審計委員會之公司，經配對成功，且設置當期及設置後一期(控制組以測試組之設置年度為準)股價資料齊全者。

表 8 測試組與控制組累積股票報酬變異指標平均變動

設置審計委員會當期、後一期 累積股票報酬變異指標平均變動數 ^a			$H_0: \Delta CVR_{AC1} = \Delta CVR_{SAB}$
股票報酬變異指標累 積期間 ^b {事件日}	測試組 [$CVR_{AC1} -$ CVR_{SAB}]	控制組 [$CVR_{AC1} -$ CVR_{SAB}]	Z 檢定統計量 ^c (p 值)
{-1,0}	0.12	0.05	0.20 (0.84)
{-2,+2}	0.03	0.45	-1.83 (0.07)
觀察值數目 ^d	114	114	228

^a 累積股票報酬變異指標平均變動數，係控制組與對照組之累積股票報酬變異指標($CVR_{i,t}$)，於設置審計委員會當期、後一期差異之橫斷面平均。

^b 事件日{0}為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c Z 檢定統計量(Z_{CVR})之詳細定義見式(5)，係用於檢驗虛無假說：設置審計委員會以後盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標，是否大於設置當期盈餘宣告期間之累積股票報酬變異指標。各 Z 檢定統計量對應之 p 值顯示於下方括弧中。

^d 觀察值來自 2007 至 2013 年自願設置審計委員會之 166 家公司，設置當期及設置後二期股價資料齊全者，共 62 家公司符合條件，故計算設置審計委員會當期、後一期之累積股票報酬變異指標變動數時，控制組與對照組各有 114 個觀察值。

第三節 控制其他影響盈餘宣告期間股價反應之因素

Wild (1996)指出公司規模($SIZE_{it}$)、槓桿比率(LEV_{it})、未來成長機會($GROWTH_{it}$)、風險($BETA_{it}$)及盈餘本身資訊內涵(EI_{it})都有可能對股票異常報酬變異指標之變動造成影響。本研究以式(7)之多元迴歸式控制前述因素可能對研究結果造成之影響，若公司設置審計委員會以後可提升盈餘資訊內涵，則是否為設置審計委員會以後期間(ACC_{it})之係數應顯著為正。

此階段之測試以表 5 之 227 個觀察值為研究對象(審計委員會設置當期、後一期股價資料齊全者，或審計委員會設置當期至設置後二期股價資料齊全者)，刪除各變數資料不全者後剩下 142 個觀察值。表 9 為各變數之敘述性統計量，由此可了解各變數觀察值之整體狀況及分佈情形。表 10、表 11 為各變數之相關係數矩陣，可見各變數間相關程度不高，應無嚴重之共線性問題。

多元迴歸分析之結果列於表 12、表 13，表 12 之應變數為短窗期累積股票報酬變異指標(盈餘宣告日前一日至盈餘宣告日當日)，表 13 之應變數為長窗期累積股票報酬變異指標(盈餘宣告前二日至盈餘宣告後二日)。由結果可知，二模型整體具統計上顯著性，且 Adjusted R^2 分別接近 7.6%、6%。二模型中 ACC_{it} 之係數皆為正數(分別為 0.372、0.232)，惟並未達到顯著水準。此階段之測試結果顯示即使控制其他可能影響盈餘宣告期間股價反應之因素，仍無足夠之證據證明公司自願設置審計委員會，與盈餘宣告期間股價反應提升之現象有關，故應無法接受本研究之假說為真。



表 9 短、長窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸式之敘述性統計量

變數名稱 ^a	平均數	標準差	最小值	25 分位數	中位數	75 分位數	最大值
$CVR_{i,t}\{-1,0\}$	0.9230115	1.47281	0.0036221	0.1266888	0.4219415	0.948329	8.987561
$CVR_{i,t}\{-2,+2\}$	1.208871	1.332666	0.0028395	0.4270403	0.7906114	1.424102	8.91123
$ACC_{i,t}$	0.5070423	0.5017201	0	0	1	1	1
$SIZE_{i,t}$	8.642359	1.406105	5.062595	7.734559	8.50732	9.602788	12.53098
$LEV_{i,t}$	0.0888208	0.1080621	0.0000131	0.0114975	0.0414138	0.1359206	0.5520568
$GROWTH_{i,t}$	1.511647	0.7773374	0.2339506	0.9411753	1.361077	1.971509	4.334098
$BETA_{i,t}$	1.015125	0.3484984	-0.2524	0.8333	1.0199	1.2695	1.7273
$EI_{i,t}$	0.0539234	0.0993891	0.0000069	0.0152021	0.0276917	0.0554993	0.8088742
觀察值數目	142						

^a $CVR_{i,t}$ 係 i 公司於第 t 期之累積股票報酬變異指標，事件日{0}為公司年報公布日，即盈餘宣告日。 ACC_{it} 為虛擬變數，審計委員會設置當期為 0，以後為 1。 $SIZE_{it}$ 係 i 公司在 t 年度期初的資產總額取自然對數，代理公司規模。 LEV_{it} 係 i 公司在 t 年度期初的槓桿比率，以期初非流動負債除以期初總資產，代理外部融資的程度。 $GROWTH_{it}$ 係 i 公司在 t 年度期初權益市值除以期初權益帳面價值，代理公司未來成長的機會與盈餘持續性。 $BETA_{it}$ 係計算 i 公司 $CVR_{i,t}$ 所使用之 β 估計值，代理公司的風險。 EI_{it} 係 i 公司在 t 年度前期淨利變動數(t-1 年度淨利減 t-2 年度淨利的絕對值)除以期初資產總額，代理盈餘的資訊內涵。



表 10 短窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸式之皮爾森相關係數矩陣^a

變數名稱 ^b	$CVR_{i,t}\{-1,0\}$	$ACC_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$	$GROWTH_{i,t}$	$BETA_{i,t}$	$EI_{i,t}$
$CVR_{i,t}\{-1,0\}$	1						
$ACC_{i,t}$	0.1413*	1					
$SIZE_{i,t}$	-0.2799***	-0.0245	1				
$LEV_{i,t}$	-0.1292	0.0282	0.1951**	1			
$GROWTH_{i,t}$	-0.0781	-0.0416	-0.0281	-0.1957**	1		
$BETA_{i,t}$	-0.0467	-0.1483*	0.2237***	-0.1052	-0.119	1	
$EI_{i,t}$	0.1034	0.1428*	-0.1318	-0.0662	0.0747	0.0383	1
觀察值數目	142						

^a ***為達到 1% 顯著水準，**為達到 5% 顯著水準，*為達到 10% 顯著水準，使用雙尾檢定。

^b $CVR_{i,t}$ 係 i 公司於第 t 期之累積股票報酬變異指標，事件日 {0} 為公司年報公布日，即盈餘宣告日。 $ACC_{i,t}$ 為虛擬變數，審計委員會設置當期為 0，以後為 1。 $SIZE_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初的資產總額取自然對數，代理公司規模。 $LEV_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初的槓桿比率，以期初非流動負債除以期初總資產，代理外部融資的程度。 $GROWTH_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初權益市值除以期初權益帳面價值，代理公司未來成長的機會與盈餘持續性。 $BETA_{i,t}$ 係計算 i 公司 $CVR_{i,t}$ 所使用之 β 估計值，代理公司的風險。 $EI_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度前期淨利變動數(t-1 年度淨利減 t-2 年度淨利的絕對值)除以期初資產總額，代理盈餘的資訊內涵。



表 11 長窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸式之皮爾森相關係數矩陣^a

變數名稱 ^b	$CVR_{i,t}\{-2,+2\}$	$ACC_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$	$GROWTH_{i,t}$	$BETA_{i,t}$	$EI_{i,t}$
$CVR_{i,t}\{-2,+2\}$	1						
$ACC_{i,t}$	0.1042	1					
$SIZE_{i,t}$	-0.2385***	-0.0245	1				
$LEV_{i,t}$	-0.1306	0.0282	0.1951**	1			
$GROWTH_{i,t}$	-0.1087	-0.0416	-0.0281	-0.1957**	1		
$BETA_{i,t}$	-0.0045	-0.1483*	0.2237***	-0.1052	-0.119	1	
$EI_{i,t}$	0.1274	0.1428*	-0.1318	-0.0662	0.0747	0.0383	1
觀察值數目	142						

^a ***為達到 1% 顯著水準，**為達到 5% 顯著水準，*為達到 10% 顯著水準，使用雙尾檢定。

^b $CVR_{i,t}$ 係 i 公司於第 t 期之累積股票報酬變異指標，事件日 {0} 為公司年報公布日，即盈餘宣告日。 $ACC_{i,t}$ 為虛擬變數，自願設置審計委員會之公司為 1，否為 0。 $SIZE_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初的資產總額取自然對數，代理公司規模。 $LEV_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初的槓桿比率，代理外部融資的程度。 $GROWTH_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初股權市值除以期初權益帳面價值，代理公司未來成長的機會與盈餘持續性。 $BETA_{i,t}$ 係計算 i 公司 $CVR_{i,t}$ 所使用之 β 估計值，代理公司的風險。 $EI_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度前期淨利變動數 (t-1 年度淨利減 t-2 年度淨利的絕對值) 除以期初資產總額，代理盈餘的資訊內涵。

表 12 短窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸之實證結果

$$CVR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot ACC_{i,t} + \alpha_2 \cdot SIZE_{i,t} + \alpha_3 \cdot LEV_{i,t} + \alpha_4 \cdot GROWTH_{i,t} + \alpha_5 \cdot BETA_{i,t} + \alpha_6 \cdot EI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^a$$

$CVR_{i,t}$ 累積期間：{-1,0}^b

變數名稱	預期符號	係數	標準差	T 值	p 值 ^c
$ACC_{i,t}$	+	0.3720791	0.2438572	1.53	0.128
$SIZE_{i,t}$	-	-0.2663452	0.0903111	-2.95	0.004***
$LEV_{i,t}$	+	-1.3538800	1.1665850	-1.16	0.248
$GROWTH_{i,t}$	+	-0.1947403	0.1590954	-1.22	0.224
$BETA_{i,t}$	-	0.0182061	0.3654139	0.05	0.960
$EI_{i,t}$	+	0.7807111	1.2329680	0.63	0.530
_cons	?	3.3902530	0.8421103	4.03	0.000***
R^2	0.1152				
Adj. R^2	0.0759				
F 值	2.93 (0.0102)				
Obs	142				

^a $CVR_{i,t}$ 係 i 公司於第 t 期之累積股票報酬變異指標。 $ACC_{i,t}$ 為虛擬變數，審計委員會設置當期為 0，以後為 1。 $SIZE_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初的資產總額取自然對數，代理公司規模。 $LEV_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初的槓桿比率，以期初非流動負債除以期初總資產，代理外部融資程度。 $GROWTH_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度期初權益市值除以期初權益帳面價值，代理公司未來成長的機會與盈餘持續性。 $BETA_{i,t}$ 係計算 i 公司 $CVR_{i,t}$ 所使用之 β 估計值，代理公司的風險。 $EI_{i,t}$ 係 i 公司在 t 年度前期淨利變動數(t-1 年度淨利減 t-2 年度淨利的絕對值)除以期初資產總額，代理盈餘的資訊內涵。

^b 事件日 {0} 為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c *** 為達到 1% 顯著水準，** 為達到 5% 顯著水準，* 為達到 10% 顯著水準，使用雙尾檢定。

表 13 長窗期累積股票報酬變異指標多元迴歸之實證結果

$$CVR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot ACC_{i,t} + \alpha_2 \cdot SIZE_{i,t} + \alpha_3 \cdot LEV_{i,t} + \alpha_4 \cdot GROWTH_{i,t} + \alpha_5 \cdot BETA_{i,t} + \alpha_6 \cdot EI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^a$$

$CVR_{i,t}$ 累積期間：{-2,+2}

變數名稱	預期符號	係數	標準差	T 值	p 值 ^b
$ACC_{i,t}$	+	0.232146	0.2225216	1.04	0.300
$SIZE_{i,t}$	-	-0.2014998	0.0824096	-2.45	0.016**
$LEV_{i,t}$	+	-1.352818	1.064518	-1.27	0.206
$GROWTH_{i,t}$	+	-0.2334687	0.1451758	-1.61	0.110
$BETA_{i,t}$	-	0.0952318	0.3334431	0.29	0.772
$EI_{i,t}$	+	1.191072	1.125093	1.06	0.292
_cons	?	3.144778	0.7684324	4.09	0.000***
R^2	0.1001				
Adj. R^2	0.0601				
F 值	2.50 (0.0250)				
Obs	142				

^a $CVR_{i,t}$ 係 i 公司於第 t 期之累積股票報酬變異指標。 ACC_{it} 為虛擬變數，自願設置審計委員會之公司為 1，否為 0。 $SIZE_{it}$ 係 i 公司在 t 年度期初的資產總額取自然對數，代理公司規模。 LEV_{it} 係 i 公司在 t 年度期初的槓桿比率，代理外部融資的程度。 $GROWTH_{it}$ 係 i 公司在 t 年度期初股權市值除以期初權益帳面價值，代理公司未來成長的機會與盈餘持續性。 $BETA_{it}$ 係計算 i 公司 $CVR_{i,t}$ 所使用之 β 估計值，代理公司的風險。 EI_{it} 係 i 公司在 t 年度前期淨利變動數(t-1 年度淨利減 t-2 年度淨利的絕對值)除以期初資產總額，代理盈餘的資訊內涵。

^b 事件日 {0} 為公司年報公布日，即盈餘宣告日。

^c *** 為達到 1% 顯著水準，** 為達到 5% 顯著水準，* 為達到 10% 顯著水準，使用雙尾檢定。

第五章 結論與建議



本章共有二節，第一節說明本研究之結論，第二節則說明本研究之研究限制及對未來相關研究之建議。

第一節 研究結論

我國公司治理模式早期受到日本商法影響，採董事會與監察人平行之雙軌制，惟早期監察人效能不彰，隨著 1997 年接連發生多起上市公司弊案，部分輿論開始主張廢除監察人、引進英美單軌制之公司治理模式。至 2004 年爆發博達案，有關主管機關遂決定加速修訂證券交易法，促使我國於 2007 年正式引進獨立董事及審計委員會，並原則上允許公開發行公司得就審計委員會或監察人二者擇一設置。

儘管主管機關認為單軌制之公司治理模式為世界潮流，且逐步強制上市櫃公司設置審計委員會取代監察人，惟部分學者認為並無證據顯示單軌制優於雙軌制，故審計委員會與監察人監督管理階層之效果應無不同(賴英照，2012)。因 2015 年以前，我國絕大多數之上市櫃公司得自行選擇設置審計委員會或監察人，且二者的職權重疊，皆在監督公司財務報表之允當表達，故為釐清前述爭議，本研究從盈餘品質的角度切入，探討自願由監察人轉換為審計委員會之上市櫃公司，可否提升其盈餘資訊內涵。本研究依據匯聚理論及二者制度設計的不同(獨立性、會計或財務專長要求、事中監督)，預期實證結果為肯定。依據經濟模型，若盈餘之資訊內涵愈高、對投資人之決策愈攸關，盈餘公告後投資人據以修正原先預期的幅度亦會愈大，股價反應因而愈劇烈。因此若認為公司由監察人改為設置審計委員會可提升盈餘資訊內涵，則審計委員會監督之盈餘報告於宣告期間之股價反應，應會顯著大於監察人監督之盈餘報告於宣告期間之股價反應。

本研究主要參考 Wild (1996)之研究設計。實證結果顯示，自願設置審計委員會之公司於設置審計委員會後盈餘宣告期間之股票報酬變異，並未顯著大於由監察人監督之前期盈餘報告於盈餘宣告期間之股票報酬變異。本研究再以權益總市值篩選出同期間維持設置監察人之公司作為控制組，結果發現測試組於同期間盈餘宣告長、短窗期股票報酬變異之增幅，並未顯著大於控制組之變動。除此之外，

本研究以多變量模型控制其他可能影響股價反應之因素，亦未發現設置審計委員會可提升股價反應之證據。

綜上所述，本研究蒐集之證據顯示公司由設置監察人轉換為設置審計委員會後，盈餘宣告期間之股價反應並未顯著增加，故應無法證實本研究之假說：公司由監察人轉換為審計委員會後，可提升盈餘資訊內涵。本研究之結果顯示就盈餘資訊內涵之面向觀察，監察人或審計委員會監督管理階層之效果並無顯著差異，部分學界之論點應值贊同(劉連煜，2010；賴英照，2012)。

第二節 研究限制與建議

以下說明本研究存在之研究限制，並針對未來後續相關研究提供建議。

1. 自願設置審計委員會之樣本有限

我國於 2007 年開始引進審計委員會後，自 2013 年僅有 166 家上市櫃公司自願設置審計委員會，占我國全體上市櫃公司之比例約為 11%，且集中於電子產業，研究樣本數量較少且集中於特定產業可能會影響其代表性。由於自願設置審計委員會之上市櫃公司有逐年增加的趨勢，未來研究者可針對更多之樣本進行研究以驗證本研究之結果。

2. 估計股票異常報酬可能存在偏誤

本研究以股票報酬變異衡量盈餘宣告期間之股價反應，若未選定正確的估計期間，則股票報酬變異之衡量會出現偏誤。此外我國股票市場有每日漲跌幅限制，特定事件的反應效果亦可能受到干擾。未來研究者可選定其他股票異常報酬之估計期間、估計模式，甚至是其他代理變數來衡量股價反應，以驗證本研究之結論。

3. 影響審計委員會運作品質之因素

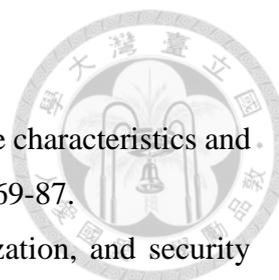
本研究並未發現公司設置審計委員會與盈餘資訊內涵提升間之關聯，由於不同公司審計委員會運作之品質有別，未來研究者可進一步發展衡量審計委員會運作品質之標準，並探討審計委員會運作品質與盈餘品質間之關聯。

參考文獻



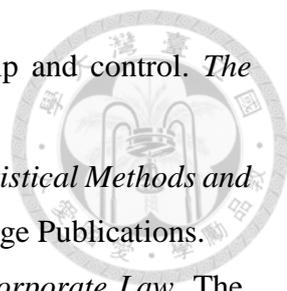
一、 中文部分

- [1] 余尚武，1986，台灣證券市場股票上市公司盈餘宣告所含資訊內容之研究，國立台灣大學商學研究所碩士論文。
- [2] 邱垂昌與莊清駿，2010，獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值之關聯性，中山管理評論，第十八卷，第四期，頁 949-1008。
- [3] 李奕萱，2011，審計委員會與財務報表品質之關聯性，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
- [4] 金成隆，1999，台灣上市公司盈餘/股價關聯性之研究，中山管理評論，第七卷，第一期，頁 81-100。
- [5] 陳志愷，1992，盈餘反應係數探索性之研究—台灣股票市場之實證分析，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
- [6] 許文馨，2014，審計委員會是否較監察人更能提升盈餘品質，臺大管理論叢，第二十四卷，第 S1 期，頁 203-232。
- [7] 黃雅瑋、賴靜惠、陳育成，2006，盈餘宣告對價量、買賣價差之影響，證券市場發展季刊，第十八卷，第四期，頁 1-31。
- [8] 廖益興與楊清溪，2007，公司治理機制與財務報表品質之關聯性研究，財務金融學刊，第十五卷，第三期，頁 67-112。
- [9] 劉連煜，2010，現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案—從實證面出發，政大法學評論，第一一四期，頁 53-156。
- [10] 賴英照，2012，法制的移植—從公司律到獨立董事，臺北大學法學論叢，第八十四期，頁 1-70。
- [11] 薛敏正、林嬋娟、林秀鳳，2008，董事會特性與財務報告重編，交大管理學報，第二十八卷，第二期，頁 73-103。



二、 英文部分

- [1] Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. F. (2004). Audit committee characteristics and restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(1), 69-87.
- [2] Atiase, R. K. (1985). Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 21-36.
- [3] Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- [4] Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*, 316-340.
- [5] Carcello, J. V., & Neal, T. L. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *The Accounting Review*, 75(4), 453-467.
- [6] Carcello, J. V., & Neal, T. L. (2003). Audit committee characteristics and auditor dismissals following “new” going-concern reports. *The Accounting Review*, 78(1), 95-117.
- [7] Chen, J., Duh, R. R., Hsu, A. W. H., & Pan, C. M. (2015). Can Anglo-Saxon audit committee scheme improve earnings quality in non-Anglo-Saxon environments?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 61-74.
- [8] Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2), 143-181.
- [9] Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.
- [10] DeZoort, F. T., & Salterio, S. E. (2001). The effects of corporate governance experience and financial-reporting and audit knowledge on audit committee members' judgments. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 20(2), 31-47.
- [11] Easton, P. D., & Zmijewski, M. E. (1989). Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 117-141.
- [12] Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 288-307.

- 
- [13] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- [14] Guo, S., & Fraser, M. W. (2014). *Propensity Score Analysis: Statistical Methods and Applications: Statistical Methods and Applications* (Vol. 11). Sage Publications.
- [15] Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). *End of History for Corporate Law*, The Geo. LJ, 89, 439.
- [16] Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1988). The effect of sequential information releases on the variance of price changes in an intertemporal multi-asset market. *Journal of Accounting Research*, 82-106.
- [17] Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
- [18] Krishnan, J. (2005). Audit committee quality and internal control: An empirical analysis. *The Accounting Review*, 80(2), 649-675.
- [19] Kunitake, W. (1981). Do audit committees favor the large CPA firms?. *Journal of Accountancy* (pre-1986), 152(000002), 43.
- [20] Liu, J., & Thomas, J. (2000). Stock Returns and Accounting Earnings. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 71-101.
- [21] McNichols, M., & Manegold, J. G. (1983). The effect of the information environment on the relationship between financial disclosure and security price variability. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 49-74.
- [22] Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1311-1346.
- [23] Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.
- [24] Wild, J. J. (1996). The audit committee and earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 11(2), 247-276.
- [25] Wild, J. J., & Kwon, S. S. (1994). Earnings expectations, firm size, and the informativeness of stock prices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(7), 975-996.