

財務透明度對盈餘資訊性之影響

林有志* 曾乾豪**

摘要：亞洲金融風暴之後，上市公司資訊透明度及揭露品質受高度關注，根據世界銀行及亞洲華爾街報導，東亞國家上市公司普遍有資訊透明度不高的問題。台灣也不例外，自 1998 下半年起，企業財務危機頻傳，上市公司財務透明度成為投資人關注的焦點，證券市場主管機關除關切會計準則的制訂及遵行之外，也努力於其他有助於揭露環境之改善。

本研究以 2001 至 2005 年台灣上市公司為樣本，以長期股權投資當作財務透明度之衡量變數，探討財務透明度對盈餘資訊性之影響。實證結果發現財務透明度與盈餘資訊內涵有顯著之正向關係，亦即長期股權投資比率越低的公司，其財務透明度越高，有較高之盈餘反應係數。

關鍵詞：財務透明度、盈餘資訊性、盈餘反應係數

* 國立雲林科技大學會計系副教授

** 逢甲大學商學研究所博士生

收稿日：2006 年 11 月

接受日：2007 年 5 月

The Relationship between Financial Transparency and the Informativeness of Accounting Earnings

Yu-Chih Lin^{*} Chien-Hao Tseng^{**}

Abstract: After the Asian financial crisis, information transparency and quality of disclosure of companies have caused much concern among members of the business community. According to the World Bank and Asian Wall Street Journal, publicly listed companies in South Asian countries are still grappling with the problem of low information transparency. Taiwan is not an exception; from the latter half of 1998, the country has seen a lot of financial crises unfold; financial transparency of publicly listed companies has become a focus of concern among investors. Aside from being concerned about the formulation of accounting standards and corporate adherence, the securities market watchdog also made efforts to improve other disclosure environments.

This paper examines the relationship between information transparency and the informativeness of accounting earnings. The empirical tests are conducted using TEJ database for firms listed on the Taiwan Stock Exchange with fiscal year ends between 2001 and 2005. Empirical results indicate that, information transparency, measured by the ratio of long-term investment in stocks, is positively associated with the informativeness of accounting earnings; that is, the more transparent firms have higher earnings response coefficients (ERC).

Keywords: financial transparency, informativeness of earnings, ERC

^{*} Associate Professor, Department of Accounting, National Yunlin University of Science & Technology

^{**} Department of Accounting, Feng Chia University

壹、緒論

資訊透明度是公司治理的重要構面之一，自亞洲金融風暴及一連串的公司弊案之後，上市公司資訊透明度（information transparency）及揭露品質受高度關注，根據世界銀行及亞洲華爾街報導，東亞國家上市公司普遍有資訊透明度不高的問題（The World Bank, 1998; The Wall Street Journal Asian, 1999）。為了改善資訊揭露的環境，證券市場主管機關除關切會計準則的制訂及遵行之外，也努力於其他有助於揭露環境之改善。例如，新公報之制訂逐漸與國際會計準則接軌，以及推行上市公司資訊揭露程度之評鑑。

由於長期股權投資一直以來都是投資者閱讀財務報表的夢魘與盲點，讓有心人士利用，惡意炒作股價，甚是掏空公司資產，引發台灣股市一連串的地雷股事件，造成投資人損失慘重。長期股權投資是財務報表中最不透明的科目之一，以統一企業集團為例，該企業國內外轉投資相關企業多達兩百餘家，經營項目包括多項民生消費相關的產品與服務。根據統一企業 2006 年第 3 季財務報表顯示，該公司之基金及長期投資高達 520 億元，佔總資產比例高達 67%，如此複雜的相關企業，讓投資人在分析企業財務報表時，產生了進入障礙，使得管理當局與投資人間產生嚴重的資訊不對稱。

為了讓長期股權投資更透明，會計研究發展基金會於 2005 年 12 月再次修訂有關第 5 號公報「長期股權投資會計處理準則」與第 7 號公報「合併財務報表」若干較寬鬆的規定，並回歸國際會計準則，使新公報之制訂逐漸與國際會計準則接軌，期望提升企業財務之透明度。然而，合併財務報表的編製是否就能讓報表使用者完全瞭解整個企業集團的全貌，是值得商榷的。若集團企業間對其股權投資做了持股規劃時，不只不用編製合併報表，更產生了財務報表的死角，以股權投資為例，集團企業可以利用交叉持股的方式，分散對集團企業間的持股比率，使得相互間能夠以成本法評價股權投資，並讓彼此間之交易損益視為已實現，若之間不符合關係人的條件時，更無需在關係人交易中揭露（葛允娟，2001）。如此一來，企業集團間仍可進行盈餘的操縱，若企業集團更龐大更複雜時，投資者對企業間的盈餘操縱更難以發現，亦導致為何長期股權投資一直是最不透明的因素之一。

另外，企業集團藉由上市公司之間資金調度的便利，以及集團控制股東的持股與公司交叉持股之控股功能，較容易拉抬股價，來達成美化財務報表的目的（黃金澤，2004），甚至集團間可以利用關係企業進行交叉業績，虛增營收拉抬股價（周雯菁，2003），像是1999年的台肥案就是利用子公司買入母公司股票與母公司不當貸款給子公司為最直接的案例。而葉銀華（2004）指出，閱讀財務資訊時，需注意的十大警訊，其中一項就是長期股權投資佔資產比率過高。

此外，薛明玲（2002）指出，若企業本身願意降低長期股權投資時，不只可以使該企業的財務透明度提升，股價更會給予正面的反應。如聯電的長期股權投資既多且雜，投資人普遍認為聯電的財務透明度比不上台積電。因此，聯電集團於2000年初將原屬被投資公司之聯誠、聯瑞、聯嘉及和泰等公司併入聯電，將原本被外界認為透明度低之長期投資消除，讓被合併公司之營運資訊直接反應在聯電之報表上，其結果不僅提高了財務透明度，更提高了公司經營績效。再如，宏碁集團在2002年進行了一連串組織重整，其目的之一，無非是想改變其原有複雜的投資架構，讓經營效率更提高，也更被投資人接受。綜上所述，長期股權投資對財務透明度產生極大的影響，甚至投資人把長期股權投資的複雜程度當作衡量企業財務透明度的標準，因此，本研究擬以長期股權投資當作財務透明的代理變數，以瞭解財務透明度對盈餘資訊性之影響。

本研究以2001至2005年台灣上市公司為樣本，並使用長期股權投資當作財務透明度之衡量變數，探討財務透明度對盈餘資訊性之影響。實證結果發現當長期股權投資比率越低，顯示財務透明度越高，對盈餘資訊內涵會有正向顯著的影響，亦即長期股權投資比率越低的企業，其財務透明度越高，盈餘反應係數越高。

本文共分五節，本節為緒論；第二節為文獻探討與假說發展，分別探討財務透明度與盈餘資訊內涵，並具以提出本研究之假說；第三節研究方法，包括實證模型、變數衡量及樣本之篩選過程；第四節為實證結果與分析，討論實證分析之結果與發現；第五節結論，說明本研究之結論及建議。

貳、文獻探討與假說發展

一、財務透明度與公司治理

Bushman, Piotroski, and Smith (2004) 探討公司透明度之決定性要素時，文中將透明度定義為公司特定資訊的公開性，並把透明度區分為兩種：一種為財務透明度（與該國經濟的政治面有關），是指財務資訊揭露的強度與時效性，並藉由分析師與媒體來傳播；而另一種為治理透明度（與該國的公司治理制度有關），是指公司治理資訊揭露的強度，由管理當局為投資者負責。另外，薛明玲與蔡朝安（2003）指出，資訊揭露亦是公司治理的重要面向，然而國內資訊揭露與國際標準尚有一段差距，特別是在“股權結構”、“長期投資（尤其是交叉持股）”、“關係人交易”與“決策過程”四方面之透明度並不理想。因此，若公司本身能增加資訊之揭露時，不只可提高投資人對該公司股票的需求，進而推升股價，使公司的權益資金成本降低，更可提高股票之流動性，導致股票價格上漲（Diamond and Verrecchia, 1991）。同樣的，企業有良好的揭露政策不只能減少資訊不對稱，使公司股票在資本市場的流動性增加（Welker, 1995），更會因為企業擴大揭露範圍，促使投資者會上修企業股價、增加股票流動性並且增加分析師對公司的注意（Healy, Hutton, and Palepu, 1999）。

然而，並非公司資訊揭露的多寡就能決定透明度的高低與否，張漢傑（2002）就指出，長期投資金額高低一直都是財務透明度好壞與否的重要指標，長期投資比重低財務透明度高的股票容易受外部人信賴。因此，符合利害關係人所需要的資訊品質才是重要的，不僅可減低資訊不對稱更可提昇公司的能見度。

二、資訊透明度之衡量指標

透明度如何衡量及量化，是目前所遇到的難題。Gelb and Zarowin (2002) 探討自願性揭露與股票價格資訊的關係，該研究以每年 AIMR-FAF (Association for Investment Management Research-Financial Analysts Federation) 之公司揭露比率來衡量公司揭露程度。其他衡量指標包括：年報（Cooke, 1991; Meek, Roberts, and Gray, 1995）、公司網站資訊（葉銀華，2002；陳冠宙、陳育成與陳雪如，2005）、標準普爾公司透明度指標（江向才與何里仁，2004；賴鈺城與陳賢名，2004）

及台灣證券交易所之資訊揭露評鑑系統（王佩珍，2005；張瑞當與方俊儒，2006；Lin, Chang, Huang, and Tseng, 2007）等。

上述這些衡量指標多半著重在揭露項目的多寡及揭露的時效，對於揭露內容是否足夠，是否符合投資人之需要，並未兼顧，以之做為資訊透明度之衡量指標尚可，如果拿來衡量財務透明度則略嫌不足。

Lin et al. (2007) 主要也是以台灣證券交易所之資訊揭露評鑑系統的評鑑結果衡量資訊透明度，實證結果顯示長期股權投資似乎是衡量透明度之較佳指標。我們延伸 Lin et al. (2007) 的研究並參考他們的建議，使用長期股權投資比率來衡量財務透明度的高低。此外，我們認為長期股權投資會影響財務透明度之主要理由如下：

（一）成本法與權益法的選用

關係企業可以透過股權安排，決定投資公司持有被投資公司之股權比率，進而操控成本法或權益法之選用。例如，為了美化企業本身財務報表，解決存貨過度囤積問題，甚至製造出企業營收不斷成長的假象，很多企業集團母公司會利用本身關係企業的關係¹，將存貨銷貨給轉投資公司，或者在海外成立空殼公司來向母公司進貨，以提升母公司的營業收入，除了可讓期中損益表有較佳的營業淨利率外，更可以讓投資人做預測時，誤以為該公司本年度將有較佳榮景，進而購進該公司股票。但是，企業在選擇虛增交易的轉投資公司時，通常不會是採用權益法的轉投資公司或者需編製合併報表的子公司，因為這將使得企業集團間的銷貨產生之未實現利益被消除。但採用成本法評價的轉投資公司，不只需虛增營業收入，更無損益是否已實現問題，讓盈餘有美化效果。因此，成本法與權益法之間的差異，造成管理當局達到操縱損益的目的。

（二）子公司與孫公司

依據財務會計準則公報第 7 號規定，母公司編製合併財務報表時，應將所有子公司納入，調整了原公報關於子公司「不編入」及「得不編入」合併報表的規定。但是一旦涉及至孫公司或者曾孫公司時，不只需要花費較高成本與較多人力外，股權經過不斷的稀釋，使得這

¹ Ming and Wong (2003) 指出，若該企業有進行關係人交易，或關係人交易金額較大者，其盈餘操縱機會可能亦會較大。

些孫公司或曾孫公司無需將其編入合併報表內，即使現金流量請求權削弱許多，可是控制權卻仍掌握在母公司的手中，母公司仍然可以達到操縱損益的目的。此外，企業若利用在英屬維爾京群島、法屬安曼群島等成立海外控股公司，再來成立其他轉投資子公司，如何將其納入合併財務報表，將又是一個棘手的問題。

(三)子公司未公開發行

當企業在未公開發行前，由於財務、業務都不受證券交易法及相關子法之規範，所有交易、營運皆無需攤在陽光下，致使未公開發行的企業凡在會計帳務、制度上，時有不及一定品質標準的缺陷。相對的企業一旦公開發行後，股票的流通性增加，所有在財務、業務、營運上的資訊，將受到更多數人的關注與期待，證券主管機關更加要求上開資訊要即時、透明與公開的揭露(朱應舞與陳清祥, 2006)。因此，公司即可以自己或結合其他集團企業內具實質控制能力的企業或主要股東共同設立多家資本雄厚的非公開發行的投資公司，除了可解決投資時效的問題，並有助於與其他企業形成交叉持股的聯盟，而避開非常多的規範，達成保護傘的功能，還可降低相關處理成本，一舉數得(葛允娟, 2001)。

綜上所述，由於長期股權投資本身科目的性質，使得長期股權投資對於投資人存在著明顯的資訊不對稱，即使有法令的規範，但是管理當局仍可利用其中的缺失，進行盈餘管理，甚至達到操弄財務報表的目的，因此，長期股權投資是財務透明的重要指標，可作為財務透明的替代變數(Lin et al., 2007)。

三、財務透明度與盈餘資訊內涵

會計盈餘具有資訊內涵(information contents)早已獲得一致性之支持，例如 Beaver, Clarke, and Wright (1979) 及 Strong and Walker (1993) 延續 Ball and Brown (1968) 的研究，進一步探討盈餘變動與股價報酬間的關係，實證結果顯示未預期盈餘與累積異常報酬(cumulated abnormal returns, CAR)間有顯著之關聯。

盈餘資訊內涵的研究相當廣泛，Vafeas (2000) 探討董事會結構與盈餘資訊性的關係，作者認為有效率的董事會結構能限制盈餘管理的範圍，強化盈餘資訊內涵。Yeo, Tan, Ho, and Chen (2002); Fan and Wong

(2002); 蔡信夫、鍾惠民與林詩韻 (2003) 則探討公司股權結構對於會計盈餘資訊內涵間的影響，因為當一位股東能有效的控制一家公司時，顯然地他亦能控制該公司所提供的會計資訊及其報導的政策，特別是 Fan and Wong (2002) 與蔡信夫等人 (2003) 分別利用東亞國家與台灣企業家族持股過高的問題，來瞭解是否容易產生控制股東與小股東的代理問題，進而造成會計盈餘無法真實反應公司之經濟實質，使會計盈餘反應至股票的可信度降低，減少了公司會計盈餘資訊性。而在盈餘預測方面，Lennox and Park (2006) 藉由管理者盈餘預測的發佈，來探索其與盈餘資訊內涵間之關係，因為當管理當局所發佈盈餘消息與企業本身價值更具相關性時，有效率的盈餘預測便可以減低資訊不對稱的問題，若投資人能察覺盈餘具有資訊內涵時，那麼管理當局就越有可能發佈盈餘預測。在策略性揭露上，Lougee and Marquardt (2004) 利用企業擬制性盈餘的特徵，來瞭解投資者對此資訊的有用性，以及市場是否能有效率的反應該資訊。此外，為了研究損益平穩化是否會扭曲會計盈餘資訊內涵，或者損益平穩化能改善企業所報導之當期或過往盈餘，使未來盈餘與現金流量具有資訊內涵，Tucker and Zarowin (2006) 使用 Collins, Kothari, Shanken, and Sloan (1994) 的方法來探討損益平穩化是否能改善盈餘資訊內涵，結果顯示高平穩化企業之當期股票價格比起低平穩化的企業，對於該公司之未來盈餘，更具盈餘資訊內涵。

由於東亞地區的企業普遍存在透明度較低與揭露較少的情況，即使增加會計資訊的品質，投資人對報導數字的品質有所保留。Fan and Wong (2002) 針對公司股權結構與盈餘資訊內涵兩者間之關係進行研究，使用盈餘資訊內涵來衡量會計資訊品質。結果顯示，會計資訊的透明度會偏低，股權結構為一重要因素，而另一個原因則與企業經營權與所有權未分離，造成經營階層不重視透明度有關。若企業能增加資訊之揭露，不只能減少股票價格的波動程度，更能因為透明度提升，增加了股票價格資訊內涵 (Gelb and Zarowin, 2002; Haggard, Martin, and Pereira, 2006)。相同地，Lin et al. (2007) 實證結果亦發現，當資訊透明度 (以長期股權投資衡量) 較高時，對盈餘資訊內涵有顯著正向的影響。

綜上所述，當企業本身能提升透明度時，不只投資人與企業間之

資訊不對稱減低，更能讓股票價格反應盈餘的真實價值。如此一來，若企業長期股權投資越低，不但讓透過交叉持股方式之公司，操縱盈餘之比例相對減少，更可以因為沒有複雜的轉投資公司來掩飾公司的財務報表，使企業本身財務狀況更能顯露在財務報表的數字上，那麼財務報告的資訊就能充分反應公司未來報酬，盈餘資訊內涵亦會越高。因此，企業財務透明度高低，透過對公司治理及市場機制的影響，對企業未來報酬產生影響，我們預期兩者間呈現正向關係，故本研究提出假說如下：

假說：財務透明度與盈餘資訊性有正向關係

參、研究設計與樣本選取

一、實證模型

會計盈餘是否具有資訊內涵，研究中主要利用「盈餘－報酬」(earning-return)關係模式來加以衡量，公司盈餘主要以淨利來衡量，異常報酬率 (abnormal return) 以市場指數調整報酬 (net-of-market returns) 加以衡量，即該年度公司實際報酬率減市場大盤的報酬率加以計算。市場指數調整模式所估計出來 i 公司第 t 年的異常報酬計算如下：

$$AR_{it} = \prod_{p=1}^{12} (1 + R_{itp}) - \prod_{p=1}^{12} (1 + R_{mtp}) \dots\dots\dots (1)$$

其中， AR_{it} = 第 i 公司股票第 t 年的異常報酬率 (t/1/1~t/12/31)， R_{itp} = 第 i 公司股票第 t 期第 p 月的實際報酬率。 R_{mtp} = 第 t 期第 p 月的市場大盤報酬率。

為探討財務透明度之高低對盈餘資訊性之影響，本研究主要以多元迴歸模式加以分析。然而在分析公司透明度對盈餘資訊的影響之前，首先需瞭解會計盈餘之資訊性，迴歸模型如下：

$$AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \mu_{it} \dots\dots\dots (2)$$

其中， AR_{it} = 第 i 公司股票第 t 年的異常報酬率。 ΔNI_{it} = 第 i 公司股票第 t 年的淨利變動數。 μ_{it} = 誤差項。模型中之 β_1 即為盈餘反應係數 (earnings response coefficient, ERC)，我們預期它的符號為正。

為進一步分析公司之財務透明度對盈餘資訊性之影響，我們建立以下的迴歸模式

$$\begin{aligned}
 AR_{it} = & a_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \beta_2 \Delta NI_{it} \times TRA_{it} + \beta_3 \Delta NI_{it} \times SIZE_{it} \\
 & + \beta_4 \Delta NI_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_5 \Delta NI_{it} \times DEBT_{it} \\
 & + \beta_6 \Delta NI_{it} \times RISK_{it} + \mu_{it}
 \end{aligned}
 \dots\dots\dots (3)$$

其中， AR_{it} = 第 i 公司股票第 t 年的異常報酬率。 ΔNI_{it} = 第 i 公司股票第 t 年的淨利變動數。 TRA_{it} = 財務透明度。 $SIZE_{it}$ = 第 i 公司股票第 t 年的公司規模。 $GROWTH_{it}$ = 第 i 公司股票第 t 年的成長機會。 $DEBT_{it}$ = 第 i 公司股票第 t 年的負債比率。 $RISK_{it}$ = 第 i 公司股票第 t 年的系統風險。 μ_{it} = 誤差項。將上述模式先對 ΔNI_{it} 偏微分，再對 TRA_{it} 偏微分就得到 β_2 ，為財務透明度的增額盈餘反應係數，我們預期它的符號為正。

二、變數衡量

為檢定本研究之財務透明度是否具有資訊內涵，使用多元迴歸模式進行分析研究，以異常報酬率為應變數，自變數為淨利變動數與財務透明度，而為了增加迴歸模式的解釋能力，再加入影響盈餘反應係數之控制變數，包含公司規模、成長機會、負債比率及風險等四項。表 1 彙總各變數之定義，說明如下：

(一) 應變數

應變數為異常報酬率 (AR)：

根據目前文獻，股票報酬率預期模式的種類相當多。大體上，可分為三大類：

1. 平均調整法 (Mean-Adjusted Returns Model)
2. 市場指數調整法 (Net-of-Market Returns Model)
3. 風險調整法 (Risk-Adjusted Returns Model)

本研究以市場指數調整報酬 (net-of-market returns) 加以衡量，即該年度公司實際報酬率減預期報酬率，而預期報酬率為市場大盤之報酬率 (沈中華與李建然，2000)。由於市場指數調整模式的運用相當簡單，不需要任何的估計程序及估計期，加上 Brown and Warner (1980,

1985) 的模擬顯示，此模式的檢定力 (power) 不比市場模式 (Market Model) 差，而且沒有 β 值不穩定的缺點，因此本研究與最近許多學者研究一樣，採用市場指數調整模式來衡量異常報酬率。

(二) 自變數

1. 淨利變動數 (ΔNI)

Gelb and Zarowin (2002) 在探討公司揭露政策與股票價格之資訊內涵時，即以公司每年的盈餘之變動來探討盈餘與報酬間的關係。故本研究在此使用當年度期末淨利，減除前一年期末之淨利，以形成期末淨利變動數，為消除異質變異數之影響，再藉由期初市值加以平減調整。

2. 財務透明度 (TRA)

本研究參考 Lin et al. (2007) 之研究，採用母公司財務報表中，長期股權投資佔總資產之比率來當作衡量公司財務透明度之指標，以瞭解投資者在進行投資決策時，財務透明度是否也為投資者參考指標。若長期股權投資佔總資產的比率越高時，顯示企業之財務透明度越低；若長期股權投資佔總資產的比率越低時，顯示企業之財務透明度越高。

(三) 控制變數

我們將影響盈餘資訊內涵之其他因素列為控制變數，分述如下：

1. 公司規模 (SIZE)

資訊環境的差異會影響股價對預期盈餘的變動 (Freeman, 1987; Collins and Kothari, 1989)。而企業規模是時常被歸入在預期盈餘的影響中，因為投資者在企業盈餘宣告前，大型企業比起小型企業更能得到較多的訊息，使得盈餘的宣告相對於大型企業，重要性較為降低。此外，Visvanathan (2006) 認為，企業規模與個別企業的屬性有著極大的關連性，如風險、成長機會，使得企業規模與股價間對於盈餘的反應受到影響，故未對企業規模此變數預設預期符號。並且，Vafeas (2000) 的研究中亦指出，公司規模在盈餘-報酬之關連性中，呈現出重大的決定性因素。

2. 成長機會 (GROWTH)

Collins and Kothari (1989) 指出，在股票價格為未來股利的折現值之假設下，若公司成長機會越大，那麼投資人期望公司未來可賺取的超額報酬越大，期望未來股利之現金流量亦隨之增加，故成長機會與盈餘反應係數成正向關係。Smith and Watts (1992) 也指出，若公司發行稀釋性證券時，會有較高之成長機會，使得稀釋性證券與公司成长性呈正向關係，故盈餘反應係數也會較高。所以，當公司成長機會越高時，意味著未來公司之盈餘-報酬也隨之增加，投資人對目前盈餘的反應會越大，故盈餘資訊也會更充分反應在公司的股價上。因此，本研究採用市場相對帳面資產價值的比率 (market-to-book assets)，來當作成成長機會的衡量方式²。

3. 負債比率 (DEBT)

Dhaliwal and Reynolds (1994) 發現，盈餘反應係數與債券評等及負債對權益比率呈現負向關係。而在 Billings (1999) 的研究中，顯示舉債程度對盈餘反應係數有顯著的負向關係，也就是舉債程度對盈餘資訊內涵有負面影響。

4. 風險 (RISK)

若一公司之系統風險越大，顯示其報酬受市場資訊的敏感度較大，那麼公司個別資訊（如盈餘）相對於市場資訊而言，反而較不重要，使得盈餘和股價間的關係相對薄弱。因此，系統風險越高的證券應有較低的盈餘反應係數 (Collins and Kothari, 1989; Easton and Zmijewski, 1989)，故系統風險與 ERC 應成負向關係。此外，Jung and Kwon (2002) 發現公司之風險確實與盈餘資訊內涵間存在相關性。因此，本研究的實證模型中，亦納入系統風險此控制變數，來增加迴歸模式的配適性。

² Fan and Wong (2002) 指出，不論是採用市場相對帳面資產價值的比率 (market-to-book assets) 或是市場相對帳面股東權益價值 (market-to-book equity) 其研究結果相似。

表 1 變數衡量及預期符號彙總表

| 變數名稱 | 變數衡量 | 預期方向 |
|--------------------------|---|------|
| 股票異常報酬率 (AR) | 股票異常報酬 = 實際報酬率 (個股年報酬率) - 市場報酬率 (大盤年報酬率) | |
| 淨利變動數 (ΔNI) | 淨利變動數 = (期末淨利 - 期初淨利) / 期初市值 | + |
| 透明度 (TRA) | 財務透明度 = $1 - (\text{期末長期股權投資} / \text{期末總資產})$ | + |
| 公司規模 (SIZE) | 公司規模 = t 年期初權益市值 (百萬) 取自然對數 | ? |
| 成長機會 (GROWTH) | 成長機會 = $(\text{期初市值} + \text{期初總負債}) / \text{期初總資產}$ | + |
| 負債比率 (DEBT) | 負債比率 = 期初總負債 / 期初總資產 | - |
| 風險 (RISK) | 系統風險 = 按公司股票報酬相對於市場報酬迴歸式之斜率係數作為公司之系統風險 | - |

三、研究期間、資料來源及樣本篩選過程

本研究之財務資料均取自台灣經濟新報社資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)。資料蒐集年度始自 2000，終至 2005，但因變數衡量需用到前期資料，故研究期間為 2001-2005，共 5 年。樣本資料蒐集至 2005 年止，共有 3,116 個上市公司觀察值，扣除資料不全公司、管理股票 (產業代碼 80)、存託憑證與金融保險業³，剩 2,854 個觀察值。此外，基於平減變數考量，此又刪除 222 個觀察值，因此最後樣本數為 2,632，如表 2 所示。

表 2 樣本選取過程

| | |
|-------------------------|-------|
| 2001 至 2005 年底上市公司觀察值合計 | 3,116 |
| 樣本排除： | |
| 資料不全 | (30) |
| 管理股票(產業代碼 80) | (20) |
| 存託憑証 | (20) |
| 金融保險業 | (192) |
| 上市未滿一年之公司 | (222) |
| 研究樣本 | 2,632 |

³ 財務結構與行業性質較為特殊，故在研究中予以扣除。

肆、實證結果與分析

一、樣本敘述統計量

表 3 為 2,632 家樣本公司各項變數之敘述統計量，其中異常報酬 (AR) 之平均數為 0.0922，中位數為 -0.0434，最大值為 6.5892，最小值為 -1.0262，顯示 AR 的變異性相當高，但與其他研究相較，尚稱合理⁴。淨利變動數 (ΔNI) 之平均數為 0.0334，中位數為 0.0078。在財務透明度 (TRA) 方面，平均數為 0.7555，中位數為 0.7886。控制變數方面，公司規模 (SIZE) 平均數為 8.2731，成長機會 (GROWTH) 1.2297，負債比率 (DEBT) 為 0.4092，風險 (RISK) 為 0.8479。

表 3 樣本敘述統計量

| | 個數 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 最小值 | 最大值 |
|-------------|------|--------|---------|--------|----------|---------|
| AR | 2632 | 0.0922 | -0.0434 | 0.6327 | -1.0262 | 6.5892 |
| ΔNI | 2632 | 0.0334 | 0.0078 | 0.5003 | -10.7242 | 10.7483 |
| TRA | 2632 | 0.7555 | 0.7886 | 0.1770 | 0.0394 | 1.0000 |
| SIZE | 2632 | 8.2731 | 8.1154 | 1.4252 | 3.8918 | 14.2027 |
| GROWTH | 2632 | 1.2297 | 1.0287 | 0.6767 | 0.2796 | 10.6397 |
| DEBT | 2632 | 0.4092 | 0.4078 | 0.1617 | 0.0208 | 0.9888 |
| RISK | 2632 | 0.8479 | 0.8449 | 0.3587 | -0.4330 | 2.0959 |

註：各變數定義如下：AR=異常報酬率； ΔNI =淨利變動數；TRA=財務透明度；SIZE=公司規模；GROWTH=成長機會；DEBT=負債比率；RISK=風險。

二、盈餘資訊內涵

在分析透明度對盈餘資訊內涵之影響前，首先需瞭解會計盈餘是否可解釋股票的異常報酬，在表 4 的模式中， β_1 係數即表示盈餘反應係數。由表 4 的實證結果發現，盈餘與異常報酬間呈 1% 顯著正相關，且盈餘對異常報酬之解釋能力為 2.43%。當公司所報導的會計盈餘愈高時，該公司股票的異常報酬也愈大。因此，公司盈餘對於異常報酬應具有一定的資訊內涵。

三、資訊透明度對盈餘資訊內涵之影響

在考慮其他影響盈餘反應係數的因素後，其迴歸結果如表 5 所

⁴ 蔡信夫等人 (2003) 所衡量之異常報酬率 (AR) 平均數為 0.0517(1997~2000)；張秀玉 (2003) 所衡量之累計異常報酬率 (CAR) 平均數為 0.1458(2000~2001)。

示，整體模型之顯著性在 1% 以下，調整後 R 平方為 7.47%。透明度之係數與預期符號相同且達到 10% 之顯著水準，顯示以長期股權投資比率越高時，所衡量的透明度確實減少盈餘反應係數。

表 4 盈餘對異常報酬之迴歸分析結果

| 模式： $AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \mu_{it}$ | |
|--|-----------------------|
| 截距項 | 0.0856*** (7.0075) |
| ΔNI | 0.1987*** (8.1569) |
| F 值 | 66.5351*** |
| Adj R-sq | 2.43% |
| 樣本數 | 2,632 |

註：1.()內為 t 值，***為顯著水準 1%，**為顯著水準 5%，*為顯著水準 10%。

2.變數定義： ΔNI = 淨利變動數

在考慮其他影響盈餘反應係數的因素後，發現財務透明度對盈餘資訊性確實有顯著關係，本研究推論，長期股權投資比率確實能反映出企業之財務透明度的好與壞，因為企業可能藉由母子公司，或是交叉持股方式，進行盈餘管理，甚至達到操弄財務報表的目的，使得管理當局與投資者間產生了資訊不對稱，若投資者稍有不慎時，未發現隱藏的危機時，便可能落入陷阱造成損失，因此，投資者在衡量財務透明度時，可能更著重在公司長期股權投資的部分，認為長期股權投資過高的企業，其透明度較低，因此，產生盈餘反應係數較低的結果。

四、控制變數對盈餘資訊內涵之影響

在控制變數方面，公司規模 (SIZE) 與預期符號不相符，且未達到顯著水準；成長機會 (GROWTH) 之係數與方向皆達 1% 顯著水準，證實公司成長機會越大，盈餘資訊性較高；負債比率 (DEBT) 之係數與方向皆達 1% 顯著水準，證實公司負債比率越大，盈餘資訊性會較低；而風險 (RISK) 之係數則呈現負向但不顯著結果，顯示公司的風險高低並未對報酬產生影響。因此，顯示研究結果與假說預期一致，公司長期股權投資越低，財務透明度越高，公司盈餘資訊之內涵會越高。

表 5 財務透明度與其他因素對異常報酬之迴歸分析結果

$$\text{模式：} AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \beta_2 \Delta NI_{it} \times TRA_{it} + \beta_3 \Delta NI_{it} \times SIZE_{it} + \beta_4 \Delta NI_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_5 \Delta NI_{it} \times DEBT_{it} + \beta_6 \Delta NI_{it} \times RISK_{it} + \mu_{it}$$

| | 2001~2005 年 |
|---------------------------|--------------------------|
| 截距項 | 0.0762*** (6.3657) |
| ΔNI | -0.3805 (-1.0242) |
| $\Delta NI \times TRA$ | 0.4248* (1.8670) |
| $\Delta NI \times SIZE$ | -0.0103 (-0.2671) |
| $\Delta NI \times GROWTH$ | 2.2121*** (8.8080) |
| $\Delta NI \times DEBT$ | -2.2278*** (-10.7935) |
| $\Delta NI \times RISK$ | 0.0685 (0.7132) |
| F 值 | 36.3894*** |
| Adj R-sq | 7.47% |
| 樣本數 | 2,632 |

註：1.()內為 t 值，***為顯著水準 1%，**為顯著水準 5%，*為顯著水準 10%。

2.各變數定義如下： ΔNI =淨利變動數； TRA =財務透明度（1-長期股權投資比率）； $SIZE$ =公司規模； $GROWTH$ =成長機會； $DEBT$ =負債比率； $RISK$ =風險。

五、敏感性測試

為了進一步驗證測試結果，本研究進行下列敏感性測試：

(一)以虛擬變數來衡量財務透明度

本研究在透明度的衡量方面，是採用長期股權投資比率來當作衡量財務透明度的高低，為避免透明度的衡量方式對測試結果產生影響，因此，本研究另外使用虛擬變數來衡量財務透明度，以中位數作為透明度好壞的分水嶺，若該公司長期股權投資佔總資產比率小於所有樣本公司中位數以下時，當作財務透明度較佳公司，記錄為 1，其餘則為 0。結果列示於表 6，其結果與上述結果仍呈現一致，故透明度衡量方式並不會影響測試結果。

表 6 財務透明度與其他因素對異常報酬之迴歸分析結果
— 敏感性測試之 1

$$\text{模式： } AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \beta_2 \Delta NI_{it} \times TRA_{it} + \beta_3 \Delta NI_{it} \times SIZE_{it} + \beta_4 \Delta NI_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_5 \Delta NI_{it} \times DEBT_{it} + \beta_6 \Delta NI_{it} \times RISK_{it} + \mu_{it}$$

| | 2001~2005 年 |
|---------------------------|--------------------------|
| | 以虛擬變數衡量長期股權投資比率 |
| 截距項 | 0.0766*** (6.4522) |
| ΔNI | -0.7206*** (-2.9688) |
| $\Delta NI \times TRA$ | 0.3947*** (6.4231) |
| $\Delta NI \times SIZE$ | 0.0696* (1.8679) |
| $\Delta NI \times GROWTH$ | 2.1054*** (8.4227) |
| $\Delta NI \times DEBT$ | -2.2434*** (-10.9578) |
| $\Delta NI \times RISK$ | 0.1321 (1.3783) |
| F 值 | 43.1990*** |
| Adj R-sq | 8.78% |
| 樣本數 | 2632 |

註：1.()內為 t 值，***為顯著水準 1%，**為顯著水準 5%，*為顯著水準 10%。

2.各變數定義如下： ΔNI = 淨利變動數； TRA = 財務透明度； $SIZE$ = 公司規模； $GROWTH$ = 成長機會； $DEBT$ = 負債比率； $RISK$ = 風險。

(二)以資訊揭露評鑑系統來衡量財務透明度

台灣證券交易所與櫃買中心委託財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會於 2003 年起，規劃並執行「資訊揭露評鑑系統」，希望在資訊充分揭露下，為國內企業之透明度做出客觀之評鑑，該指標主要是參考國外相關指標之設計，且更考量了國內市場實際需求與相關法規規定，使衡量出的透明度更能符合我國企業的環境。該評鑑系統以我國全體上市上櫃公司為評鑑對象，主要評鑑指標有以下五大類：

1. 資訊揭露相關法規遵循情形
2. 資訊揭露時效性
3. 預測性財務資訊之揭露

4.年報之資訊揭露（包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構）

5.企業網站之資訊揭露

為避免透明度因不同衡量方法可能產生之偏差，本研究也使用此評鑑系統所公布的透明度評鑑結果作為財務透明度之替代變數，並與本研究所衡量的財務透明度相互比較。由於資訊評鑑系統自 2003 年才開始實行，因此將樣本期間縮短為三年（2003~2005）。2003 年與 2004 年資訊揭露評鑑系統只公布資訊較透明公司，2005 年時，資訊揭露評鑑系統改變公布方式，將評鑑結果分成 A+ 級、A 級、B 級、C 級與 C- 級，本研究將 2005 年之 A+ 級及 A 級列為資訊較透明公司，記錄為 1；而將 C 級與 C- 級公司列為資訊較不透明公司，記錄為 0。1,743 個樣本中有 481 個被歸類為較透明公司（數值為 1），有 1,262 個被歸類為較不透明公司（數值為 0）。

實證結果列示於表 7，結果顯示，兩種衡量方法下之透明度，皆對盈餘資訊性產生顯著影響，但以資訊揭露評鑑系統所衡量之透明度的增額盈餘反應係數只有 0.3435，低於以長期投資衡量透明度模型（增額盈餘反應係數為 0.5564），符合我們的預期，即長期投資是衡量財務透明之較佳指標。

（三）將樣本依不同透明度衡量分成四組

為了多元化來測試透明度對盈餘資訊性的影響，在表 8 敏感性測試之 3 中，本研究將表 7 樣本公司的透明度依財務透明度（長期股權投資）及資訊透明度（資訊揭露評鑑系統）分成四組，分別為 A 組：財務與資訊透明度皆高之公司（1, 1）、B 組：財務透明度高與資訊透明度低之公司（1, 0）、C 組：財務透明度低與資訊透明度高之公司（0, 1）及 D 組：財務與資訊透明度皆低之公司（0, 0）。為讓透明度衡量結果能呈現一致性，本研究在此將原以中位數當作衡量財務透明度之分水嶺改為三分之一，使兩者間所衡量的透明度不會相差過大，將其結果列示於表 8。結果顯示，當財務透明度與資訊透明度皆高之公司，其盈餘反應係數最高，為 1.9264。相對的，當財務透明度與資訊透明度皆低之公司，其盈餘反應係數也會最低，為 0.0973。因此，顯示出當透明度越高時，盈餘資訊內涵會越高，亦會有越高之盈餘反應係數。

表 7 財務透明度與其他因素對異常報酬之迴歸分析結果－敏感性測試之 2

模式： $AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \beta_2 \Delta NI_{it} \times TRA_{it} + \beta_3 \Delta NI_{it} \times SIZE_{it} + \beta_4 \Delta NI_{it} \times GROWTH_{it} + \beta_5 \Delta NI_{it} \times DEBT_{it} + \beta_6 \Delta NI_{it} \times RISK_{it} + \mu_{it}$

| | 2003~2005 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (A 欄) | (B 欄) | (A 欄) | (B 欄) | (A 欄) | (B 欄) | (A 欄) | (B 欄) |
| 截距項 | -0.0229** (-2.1178) | -0.0248** (-2.2901) | -0.0453* (-1.9236) | -0.0450* (-1.9124) | -0.0723*** (-5.3988) | -0.0727*** (-5.4204) | 0.0368** (2.0345) | 0.0342* (1.8892) |
| ΔNI | -2.1144*** (-4.6420) | -1.3493*** (-3.9703) | 0.4818 (0.4413) | 0.7597 (0.9465) | 1.5567* (1.8882) | 0.9366* (1.7107) | -4.6401*** (-5.9490) | -4.0412*** (-5.5459) |
| $\Delta NI * TRA$ | 0.5564** (2.1018) | 0.3435* (1.9160) | 0.1868 (0.3760) | 0.0135 (0.0483) | -0.6160 (-1.1297) | 0.3174 (1.0098) | 1.1610* (2.0005) | -0.2029 (-0.5138) |
| $\Delta NI * SIZE$ | -0.0013 (-0.0235) | -0.0560 (-1.0965) | 0.0618 (0.4375) | 0.0415 (0.3120) | -0.1819*** (-2.7279) | -0.1443*** (-2.6135) | 0.2692** (2.5209) | 0.2601** (2.3974) |
| $\Delta NI * GROWTH$ | 3.7942*** (14.5167) | 3.8639*** (15.2612) | 2.1791*** (3.1815) | 2.2489*** (3.3969) | 2.8144*** (8.1036) | 2.6776*** (7.2906) | 4.2437*** (10.2342) | 4.4963*** (10.2429) |
| $\Delta NI * DEBT$ | -0.0260*** (-13.2657) | -0.0259*** (-13.1029) | -0.0369*** (-7.4573) | -0.0372*** (-7.5630) | -0.0297*** (-8.9359) | -0.0298*** (-8.9367) | -0.0261*** (-6.1318) | -0.0234*** (-5.7836) |
| $\Delta NI * RISK$ | 0.5049*** (4.6098) | 0.4627*** (4.2949) | 0.3088 (0.7970) | 0.2728 (0.7258) | 0.2926 (1.3518) | 0.2203 (1.0610) | 0.1953 (0.9689) | 0.2151 (1.0645) |
| F 值 | 63.2655*** | 63.1143*** | 16.2721*** | 16.2447*** | 34.7912*** | 34.7331*** | 38.5203*** | 37.6672*** |
| Adj R-sq | 17.66% | 17.62% | 14.46% | 14.44% | 25.87% | 25.84% | 26.73% | 26.28% |
| 樣本數 | 1,743 | 1,743 | 543 | 543 | 582 | 582 | 618 | 618 |

註：1. ()內為 t 值，***為顯著水準 1%，**為顯著水準 5%，*為顯著水準 10%。

2. 各變數定義如下： ΔNI =淨利變動數； TRA =財務透明度； $SIZE$ =公司規模； $GROWTH$ =成長機會； $DEBT$ =負債比率； $RISK$ =風險。

3. A 欄之財務透明度以 1-長期股權投資比率衡量。B 欄之財務透明度以台灣證券交易所股份有限公司之資訊揭露評鑑系統衡量，1,743 個樣本中有 481 個被歸類為較透明公司（數值為 1），有 1,262 個被歸類為較不透明公司（數值為 0）。

4. 由於資訊評鑑系統自 2003 年才開始實行，至目前為止才實行三年，因此，將樣本期間縮短為三年（2003~2005）。

表 8 盈餘對異常報酬之迴歸分析結果—敏感性測試之 3

| | 2003~2005 | | | |
|--|-----------------------|----------------------|-----------------------|-------------------------|
| | A 組(1,1) | B 組(1,0) | C 組(0,1) | D 組(0,0) |
| 模式： $AR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NI_{it} + \mu_{it}$ | | | | |
| 截距項 | -0.0336 (-0.6903) | 0.0380 (1.2777) | 0.0151 (0.7383) | -0.0387*** (-2.6821) |
| ΔNI | 1.9264*** (4.4919) | 0.1218** (2.2580) | 1.1915*** (7.2557) | 0.0973*** (3.7366) |
| F 值 | 20.1773*** | 5.0987** | 52.6457*** | 13.9621*** |
| Adj R-sq | 12.20% | 0.92% | 13.15% | 1.56% |
| 樣本數 | 139 | 442 | 342 | 820 |

註：1. ()內為 t 值，***為顯著水準 1%，**為顯著水準 5%，*為顯著水準 10%。

2. 各變數定義如下： ΔNI = 淨利變動數。

3. 由於資訊評鑑系統自 2003 年才開始實行，至目前為止才實行三年，因此，將樣本期間縮短為三年（2003~2005）。

4. A 組為財務透明度與資訊透明度皆高之公司；B 組為財務透明度高，資訊透明度低之公司；C 組為財務透明度低，資訊透明度高之公司；D 組為財務透明度與資訊透明度皆低之公司。

伍、結論與研究限制

台灣在 1998 下半年出現了房地產疲弱不振與股市崩盤，使得國內企業出現空前的財務危機，造成此結果的罪魁禍首，莫過於長期股權投資的不透明。由於長期股權投資一直以來都是投資者閱讀財務報表的夢魘與盲點，讓有心人士利用長期投資科目惡意炒作股價，甚至是掏空公司資產，引發台灣股市一連串的地雷股事件，造成投資人損失慘重。然而，即使有法令的規定，大型弊案仍不斷在生活中上演，分析企業財務弊端的始末發現，很多企業弊案的發生，與長期股權投資脫離不了關係，因為長久以來在相關的公開資訊系統中，對長期投資資訊揭露有限，也較不重視。例如長期投資僅在損益表外收支中出現淨投資損益項目而已，雖然在財務報表附註或是會計師意見段會補充說明轉投資公司的股權淨值變化，不過與其他兩大項資產或是負債與股東權益的綜合比較上，的確微不足道，甚至有些上市上櫃公司的“長期投資餘額達到總資產重要比例”時，閱表人資訊的滿足上就會產生進入的障礙（張漢傑，1999）。於是，本研究就將財務透明度的焦點，鎖定在長期股權投資的比率上，希望藉由對透明度最直接的衡量方式，來探討對盈餘資訊性的影響。

實證結果發現，當財務透明度較高時，對盈餘資訊內涵會有顯著的影響，亦即財務透明度較高之公司有較高之盈餘反應係數。顯示長期股權投資科目確實是受到投資人所矚目，由於長期股權投資的不透明，例如母子公司或交叉持股方式，投資人很難自企業本身財務報表一窺企業的真实營運狀況，造成投資人與公司間的資訊不對稱，加上法令對長期投資的規範還有可讓管理當局操縱損益裝飾報表的空間，使得很多弊案的發生單純從財務報表的資訊是無法得知的。

此外，在過去的研究中，皆是以很多構面來衡量整體公司之透明度，然而，並不是將所有有關公司的資訊都揭露就透明了，本研究以最直接的方式，嘗試以財務報表最引人詬病的長期股權投資，作為衡量公司財務透明度的重要衡量指標，此為本研究最大貢獻所在。

因此，本研究建議，除加強合併報表外，對於投資科目短期與長期的劃分，應有更明確且客觀的界定，交叉持股也應做更多揭露。此外，海外轉投資公司是造成長期股權投資不透明的重要因素，主管機關應更重視此一議題，對海外轉投資公司進行更嚴格的管理，而非只是揭露此訊息。至於投資人在投資企業時，除了本身應做足功課外，發現企業財務報表其交叉持股過多且揭露資訊不明時，應予以避開，盡量選擇財務較透明的企業，以免又落入有心人士的陷阱中。

最後，在未來研究方面，本研究採用長期股權投資佔總資產之比率來衡量，未來研究可考慮採用其他不同指標來衡量，並且可考慮進一步將長期股權投資之各式型態予以納入。此外，除了對當期 ERC 研究外，未來研究亦可增加未來盈餘的變數，來探討透明度對未來盈餘資訊性之影響。

參考文獻

- 王佩珍，2005，資訊揭露評鑑制度對股價影響之研究，中原大學會計研究所未出版碩士論文。
- 江向才、何里仁，2004，企業透明度與財務績效之研究—台灣地區電子業上市公司之例證，朝陽商管評論，第3卷第1期：1-18。
- 朱應舞、陳清祥，2006，會計師在資本市場中發揮之功能，證券櫃臺月刊，第123期：48-54。
- 沈中華、李建然，2000，事件研究法：財務與會計實證研究必備，華泰文化事業。
- 周雯菁，2003，企業弊案分析與因應對策之研究，今日會計，第93期：35-45。
- 陳冠宙、陳育成、陳雪如，2005，影響上市公司網站資訊透明度因子之實證，會計與公司治理，第2卷第1期：33-59。
- 張秀玉，2003，股權結構對盈餘資訊內涵之影響，中原大學會計研究所未出版碩士論文。
- 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。
- 張漢傑，1999，長期投資與股價關係，會計研究月刊，第162期：62-65。
- 張漢傑，2002，從合併報表看長期投資與股價關係，會計研究月刊，第199期：115-121。
- 黃金澤，2004年4月4日，公平價值衡量問題個案探討，經濟日報，第22版。
- 葛允娟，2001，企業轉投資之表達與揭露：個案探討，台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 葉銀華，2002，從台灣上市公司網站資訊揭露看透明度，會計研究月刊，第200期：70-77。
- 葉銀華，2004，博達案後醒思：從銀行治理看公司，會計研究月刊，第225期：50-53。
- 蔡信夫、鍾惠民、林詩韻，2003，控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究—以台灣上市公司為例，當代會計，第4卷第2期：143-168。
- 賴鈺城、陳賢名，2004，關於公司治理與資訊揭露的探討—以財務會

- 計資訊為中心的展開，台灣經濟金融月刊，第40卷第7期：83-102。
- 薛明玲，2002，資訊透明度與企業競爭力，會計研究月刊，第200期：14-15。
- 薛明玲、蔡朝安，2003，從資訊揭露看公司治理，月旦法學雜誌，第96卷：335-343。
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159-178.
- Beaver, W. H., R. Clarke, and W. F. Wright. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research* 17 (2): 316-340.
- Billings, B. K. 1999. Revisiting the relation between the default risk of debt and the earnings response coefficient. *The Accounting Review* 74 (4): 509-522.
- Brown, S. J., and J. B. Warner. 1980. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8 (3): 205-258.
- Brown, S. J., and J. B. Warner. 1985. Using daily stock returns: the case of event study. *Journal of Financial Economics* 14 (1): 3-31.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith. 2004. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research* 42 (2): 207-252.
- Collins, D. W., and S. P. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficient. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2-3): 143-181.
- Collins, D. W., and S. P. Kothari, J. Shanken, and R. G. Sloan. 1994. Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics* 18 (3): 289-324.
- Cooke, T. E. 1991. An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. *The International Journal of Accounting* 26 (3): 174-189.
- Dhaliwal, D. S., and S. S. Reynolds. 1994. The effect of the default risk of debt on the earnings response coefficient. *The Accounting Review* 69

(2): 412-419.

- Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost capital. *The Journal of Finance* 46 (4): 1325-1359.
- Easton, P., and M. Zmijewski. 1989. Cross-sectional variation in the stock-market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economic* 11 (2-3): 117-141.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 401-425.
- Freeman, R. N. 1987. The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. *Journal of Accounting and Economics* 9 (2): 195-228.
- Gelb, D. S., and P. Zarowin. 2002. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock price. *Review of Accounting Studies* 7 (1): 33-52.
- Haggard, K. S., X. Martin, and R. Pereira. 2006. The impact of voluntary disclosure on stock price informativeness. Working paper, University of Missouri Columbia.
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 (3): 485-520.
- Jung, K., and S. Y. Kwon. 2002. Ownership structure and earnings informativeness evidence from Korea. *The International Journal of Accounting* 37 (3): 301-325.
- Lennox, C. S., and C. W. Park. 2006. The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 439-458.
- Lin, Y. C., Y. F. Chang, S. Y. Huang, and C. H. Tseng. 2007. The relationship between information transparency and the informativeness of accounting earnings. *The Journal of Applied Business research* 23 (3): 23-32.
- Lougee, B. A., and C. A. Marquardt. 2004. Earnings informativeness and

- strategic disclosure: an empirical examination of pro forma earnings. *The Accounting Review* 79 (3): 679-795.
- Meek, G. K., C. B. Roberts, and S. J. Gray. 1995. Factors influencing voluntary annual report disclosure by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (3): 555-572.
- Ming, J., and T. J. Wong. 2003. Earnings management and tunneling through related party transactions: evidence from Chinese corporate groups. Working Paper, SSRN.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 (3): 263-292.
- Strong, N., and M. Walker. 1993. The explanatory power of earnings and stock returns. *The Accounting Review* 68 (2): 385-399.
- The Wall Street Journal Asian. 1999. Business transparency in region has worsened. *Survey Shows* 24: 5.
- The World Bank. 1998. *East Asia: The Road to Recovery*. Washington DC: Oxford University Press.
- Tucker, J. W., and P. A. Zarowin. 2006. Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review* 81 (1): 251-270.
- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (2): 139-160.
- Visvanathan, G. 2006. An empirical investigation of closeness to cash as a determinant of earnings response coefficients. *Accounting and Business Research* 36 (2): 109-120.
- Yeo, H. H., M. S. Tan, K. W. Ho, and S. S. Chen. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (7-8): 1023-1046.
- Welker, M. 1995. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 801-828.

