

資訊透明度與財務分析師預測行為

王韶濱* 許明曄**

摘要：近年來全球各地企業財務舞弊陸續爆發，造成投資人損失慘重，甚至引起世界性的金融海嘯，各國政府無不積極致力於提升企業資訊透明度，並強化公司治理機制。2003年，臺灣證券交易所委託證券暨期貨市場發展基金會建置「資訊揭露評鑑系統」，針對上市（櫃）公司的自願性揭露資訊進行評等，以期喚起公司對資訊透明度的全面重視。本研究之貢獻主要在於檢驗資訊透明度是否對財務分析師之預測行為有所影響，有別於過去文獻探討的角度。財務分析師為資訊中介者，其對資本市場的影響力不可小覷，本文同時檢驗「資訊揭露評鑑系統」的有效性。研究方法係以手工方式針對2002至2003年所有上市（櫃）公司符合研究條件者進行評分。實證結果發現：(1) 資訊透明度愈高之公司，證券商分析師預測意願也愈高。(2) 資訊透明度愈高，愈能提升證券商分析師預測精確性。另外，本研究結果亦發現，處於知識經濟時代，非財務性資訊在提升證券商分析師預測精確度上更形重要。(3) 當公司之資訊透明度不佳時，證券商分析師較為傾向於發布樂觀預測，以獲取管理當局擁有之私有資訊。本文完整分析資訊透明度與證券商分析師的分析意願、準確性及預測偏誤性，不但檢視「資訊揭露評鑑系統」的有效性，也促進企業、證券商分析師及投資人對提升資訊透明度的重視。

關鍵詞：公司治理、資訊透明度、分析師預測、資訊揭露評鑑系統、預測偏誤

* 國立中興大學會計學系助理教授

** 資誠聯合會計師事務所經理

作者們感謝2008年績效評估與價值創造研討會、2009年會計理論與實務研討會的評論人及與會學者專家所給予的寶貴意見。兩位匿名審稿人對本文所提建議，使本文研究結果得以更具學術價值。

99年04月收稿

100年10月接受

三審接受

Information Transparency and Analyst Forecasts' Behavior

Victoria Wang* Ming-Ye Hsu**

Abstract: The outburst of continual enterprises' financial fraud cases all over the world has caused heavy loss to the investors, worse even, gave rise to financial tsunami. Regulators across countries have devoted to enhancing information disclosure levels and strengthening corporate governance mechanism. The Securities and Futures Institute has been entrusted to set up 'Information Transparency and Disclosure Ranking System' to assess all listed and OTC companies' information transparency, hoping the ranking system can help to improve corporates' information transparency. This study contributes to extant literature in that, it investigates specifically on how the level of information transparency influences analysts' forecast behavior. Specifically, analysts are information media, they play a vital role in communicating information between investors and capital market. We further assess the efficacy of 'Information Transparency and Disclosure Ranking System'. We manually assessed the disclosure level for all listed and OTC companies between 2002 and 2003. Our empirical results show that: (1) Firms that have higher degree of information transparency tend to have more analysts following. (2) Firms that have higher degree of information transparency tend to have more accurate analyst earnings forecasts. Moreover, non-financial information seems to have important impact on the accuracy of analysts' forecasts (3) For firms that have lower degree of information transparency, analysts tend to issue optimistic forecasts in order to acquire private information from the management.

Keywords : corporate governance, information transparency, analyst forecast, information disclosure assessment system, forecast bias

* Assistant Professor, Department of Accounting, National Chung Hsing University

** Manager, PricewaterhouseCoopers Taiwan (PwC Taiwan)

The authors acknowledge the constructive comments from the participants in the 2nd Performance Evaluation and Value Creation Conference, the 2009 Accounting Theory and Practice Conference and two anonymous commentators.

Submitted April 2010
Accepted October 2011
After 3 rounds of review

壹、緒論

從 2001 年美國安隆公司爆發財務危機，世界各地接續爆發財務弊案，嚴重影響社會經濟秩序。根據投資人保護中心統計，從 1995 年開始，10 年間上市公司弊案將近 100 起，其中，博達在 2004 年 6 月 15 日申請重整，旋即於 6 月 17 日下市，最引人矚目。2004 年 9 月 3 日《聯合報》標題：「訊碟：疑似博達第二…」，再次撼動人心！投資大眾在資訊不對稱的窘境下虧損慘重，進而引起各界對我國企業未落實公司治理以及資訊透明度不足的質疑。綜觀這些企業弊案後發現，他們具有下述共同點：(1) 資訊揭露透明度不足；(2) 企業內部控制及內部稽核不確實；(3) 董事會以及監察人未發揮監理機制；(4) 會計師查核報告的可信度遭受質疑；(5) 市場失去其公平性，投資大眾蒙受損失（馬淑華，2004）。因此，在爆發一連串重大企業弊案後，我國主管機關更加重視公司治理運作以及資訊透明度。

近年來，我國證券市場逐漸蓬勃，投資者與日俱增，因此促進證券市場交易之公平性、公正性與公開化，妥善保障投資者之權益已經逐漸成為投資大眾所關切的問題。大體上來說，一般投資大眾並未具備專業知識與分析能力，不易藉由公司相關資訊，察覺其未來可能發生危機之警訊，縱使投資人擁有公司相關資訊也虧損連連。有鑒於此，投資大眾逐漸將具備專業知識之財務分析師的預測行為視為投資指標（方軍雄，2007），本研究據此以財務分析師預測行為的角度取代一般文獻習用的投資人角度，探討我國公司治理運作對財務分析師進行預測的影響。

過去許多相關研究（許秀賓，1993；Waymire, 1986; Mahoney, 1991; Lang and Lundholm, 1996）指出，一般投資大眾欠缺專業背景與分析能力，無法完善解讀公司之公開資訊，導致無法制定適當之投資決策，故投資者視財務分析師的各項預測為另一項重要的資訊來源。財務分析師之身分為資訊中介者，其任務在於蒐集公司公開資訊以進行整理與分析，進而將其轉換為投資大眾所能瞭解之資訊，以利投資者制定決策。換言之，即使投資人與財務分析師取得同樣的公開資訊，前者不見得能正確運用資訊而獲利，但如借助財務分析師的專業解讀，則較有機會作出正確的投資決策。在資訊蒐集之利益誘因下，當財務分析師取得公司之公開資訊愈多，則蒐集私有資訊的成本會隨之降低，如此便能提升財務分析師的預測意願、預測精確性及財務分析師間預測的一致性。另外，當公司充分揭露相關資訊時，資訊不對稱的情況將會減少，並能降低投資大眾在市場爆發緊急狀況時遭受的損失。再者，迥異的資訊型態對於資訊解讀者亦有不同的影響，如 Lang and Lundholm (1996) 研究發現，不同型態之資訊透明度對分析師預測行為確實有顯著的影響性。另外，中華民國證券暨期貨市場發展基金會（簡稱證基會，Securities & Futures Institute, SFI）建立「資訊揭露評鑑系統」時也指出，過去 20 年中，傳統財務資訊是投資者制定投資決策之判斷基礎，但是隨著技術創新以及新的商業模式之形成，財務報告逐漸無法允當表達現今的經濟效應。因此，探討不同型態資訊透明度對財務分析師預測行

為之影響，乃為本文之研究動機。同時，本文參考 Lang and Lundholm (1996) 的概念，以瞭解不同型態資訊透明度的重要性。

林嬋娟及林園成 (2002) 指出，安隆案所引爆的相關問題，除政商勾結、經理人道德操守、股票內線交易、財務報表揭露、公司董監事的功能與獨立性，分析師、評等機構及投資銀行等也都成為產、官、學界熱烈討論的議題。《華盛頓郵報》(The Washington Post) 2002 年 1 月的報導指出，隨著美國第七大企業—安隆公司的倒閉事件，投資大眾強烈質疑證券商分析師之「研究報告」是否值得投資人將其視為制定投資決策的資訊來源？然而，部分分析師表示，安隆之公開資料相當有限，且其所提供的資訊有誤導分析師預測之虞。過去相關文獻 (Das, Levin, and Sivaramakrishnan, 1998; Lim, 2001) 實證研究結果發現，當公司資訊透明度較低時，分析師為與管理階層保持良好關係以便獲取私有資訊，將傾向樂觀偏誤。

相較於過去對「資訊揭露評鑑系統」的研究，本文改善片面性的 (武斷主觀的評鑑指標選取) 及依照證基會發布的片面結果進行實證的研究方法而導致研究結果無法達到統計上的顯著水準 (詳見研究背景說明)。另外，過去文獻研究方向多在資訊透明度對資本市場 (王韶濱與胡雅惠, 2010)，對公司價值 / 績效之影響 (謝淑旦、李合龍與李寶桂, 2010)、公司治理機制是否因而提升 (陳樹, 2002; 馬淑華, 2004; 陳冠宙、陳育成與陳雪如, 2005; 顏信輝與吳晉誠, 2005) 及其與企業盈餘管理行為之關聯性 (張文瀟、周玲臺與林修葳, 2003; 張瑞當與方俊儒, 2006)，本研究主要之貢獻係從資訊透明度是否影響財務分析師預測行為的角度，檢驗「資訊揭露評鑑系統」的有效性。財務分析師為資訊中介者，其對資本市場的影響力不可小覷，本文根據第一屆「資訊揭露評鑑系統」的評鑑項目 (共計 81 項指標)，篩檢出 62 項與研究主題有關的評鑑項目，以手工方式針對 2002 至 2003 年所有上市 (櫃) 公司符合研究條件者進行評分。這樣的研究樣本能配合研究目的，以每一家公司的實際得分作為自變數，以檢視影響證券商分析師預測行為之要素，其結果將更具可信度。

另外，本文完整分析資訊透明度與證券商分析師的分析意願、準確性及預測偏誤性，不但檢視「資訊揭露評鑑系統」的有效性，也促進企業、證券商分析師及投資人對提升資訊透明度的重視，此為本文對相關研究議題的具體貢獻。惟式 (1) 中的應變數—分析師人數應採「事件數迴歸法 (count regression / poisson regression)」，但因作者以相同樣本採「事件數迴歸法」所得統計結果 (未列表)，無法合理說明研究假說，故仍維持採用「最小平方法」的迴歸結果，此為研究限制之一。

本文共分六部分：壹為緒論，說明本文的研究動機、研究目的及研究貢獻；貳則略述相關研究背景並回顧與本文研究主題有關的文獻；參為研究假說之建立；肆詳細說明本文之研究設計；伍為分析實證結果並討論其意涵；最後為研究結論。

貳、文獻探討

一、背景說明

臺灣證券交易所 (Taiwan Stock Exchange Corporation, TSEC) 委託證券暨期貨市場發展基金會對上市 (櫃) 公司的自願性揭露資訊進行評分，主要目的係為落實公司治理的精神，提高公司資訊揭露的透明度。2004 年，第一屆評鑑結果公布。實施初期，受評的上市公司計 611 家，上櫃公司計 308 家，評鑑指標共分五類：(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，總共 81 項指標。評鑑指標項目逐年依實際需要增加，已公布的第九屆評鑑結果採用 114 項指標，比第一屆多出三分之一強，顯見資訊揭露評鑑系統已逐漸受到評鑑單位與受評公司的重視。對於結果的公布，第一屆係依上市與上櫃公司分別取排名前三分之一的公司，於證券暨期貨市場發展基金會與公開資訊觀測站公告，供投資大眾免費查看。

由於該評鑑系統運作得宜，逐漸獲得投資人的信賴，為提升公司對強化資訊揭露的重視，也為滿足投資人的需求，自第三屆起，評鑑結果依上市與上櫃公司，分別公布五級的資訊透明度：A⁺ 級、A 級、B 級、C 級、C⁻ 級，惟為避免第一次實施五級制度對公司的衝擊太大，C⁻ 級暫不公布。同時，為鼓勵公司自願揭露資訊，另行增列「自願性揭露資訊較透明公司」之名單 (不分名次)。第四屆起，評鑑結果將依 A⁺ 級、A 級、B 級、C 級、C⁻ 級分五級公告週知。另外，繼續公告「自願性揭露資訊較透明公司」之名單，以鼓勵公司自願性地揭露相關資訊，第六屆則進一步新增公布「進步公司」。為表揚資訊透明度較高的公司，自第六屆起，公開頒獎表揚評鑑結果 A⁺ 級的前 10 家上市 (櫃) 公司。自此，「資訊揭露評鑑系統」的運作已臻完備，每屆均有 95 % 至 99 % 的受評公司上網查詢成績，而針對評鑑結果有疑義提起書面意見者，亦從第二屆的 266 家公司逐年增加，第四屆起驟增為 329 家，此後皆為三百餘家，第八屆 (最新的評鑑結果) 則為 456 家公司。上述種種數據皆可看出「資訊揭露評鑑系統」已達成其使命：「提升企業資訊揭露的透明度，落實公司治理」。

本研究在 2003 年開始實施「資訊揭露評鑑系統」之時，即預期其將對公司的資訊透明度產生重大的影響，由於證基會初期僅公布部分結果，一般投資人也不能向證基會查詢評鑑結果，因此，本研究乃自行依評鑑項目根據研究目的，以手工方式對上市 (櫃) 公司的資訊揭露情形進行評分，再以評分結果檢驗其是否影響分析師的財務預測行為。文獻上多以證基會公布的五等結果進行研究，本研究以全體上市公司的個別得分進行實證分析，理論上其結果應較具可信度。

二、與「資訊揭露評鑑系統」相關的文獻探討

自從公司治理受到各方關注後，首先聯想到的機制之一便是提高資訊透明度。在 2003 年開始實施「資訊揭露評鑑系統」之後，陳冠宙等（2005）即以公司網站所公布的資訊，自行選取較有代表性的 18 項指標，將之分成資訊便利性、資訊時效性、投資人關係、及公司治理等四大類，以建構資訊揭露指標評分表。得分愈高，代表其資訊透明度愈佳。另以該得分檢驗其與公司特性及內、外部股權特性的相關性，實證結果指出，在公司內部股權方面，大股東持股比率愈高，其資訊透明度愈差，但監事持股比率高，資訊透明度愈佳。在公司特性方面，使用槓桿程度（負債比率）愈高，資訊透明度愈差，而員工人數愈多的公司，公司資訊愈透明；另外，電子業公司的資訊透明度明顯較非電子業公司的資訊透明度為高。至於公司外部股權特性方面，公營機構投資持股比、本國金融機構投資持股比、以及外資持股比率等三項比率愈高的公司，其資訊透明度也愈高。黃邵彥、吳東憲與紀怡如（2009）同樣檢驗網站資訊揭露的影響因素，不過其研究對象僅限於環境會計資訊的揭露。研究結果指出，國際化、外資持股比率與機會性揭露性質呈顯著正相關，外資持股比率與資訊揭露程度呈顯著正相關；而分析師預測人數、國內法人持股比率及財務狀況方面，則呈現未達顯著水準之相關性。由於國內對環境會計的規範與資訊揭露之要求均未受到重視，因此，實證結果無法明確指出影響其資訊揭露的因素。

顏信輝與吳晉誠（2005）檢驗法人說明會與公司治理機制對分析師盈餘預測之影響中，將 2003 年「資訊揭露評鑑系統」公布的結果分為二等，各以虛擬變數 1 代表資訊揭露評鑑排名前三分之一的公司，其餘為 0。該研究發現，當公司主動舉辦法人說明會時，公司的資訊揭露多寡對於分析師的預測誤差影響並無顯著差異。其原因為，當公司主動舉辦法人說明會與投資人溝通時，不論資訊透明度經評鑑為較低或較高的公司，皆已達到增加資訊揭露的目的。但當公司沒有召開法人說明會時，公司之資訊揭露水準即可發揮作用，且揭露水準較高的公司比較低者更能降低分析師的預測誤差。此研究結果間接說明投資人在作決策時，除了其他因素外，資訊透明度也是其考慮的因素之一。

張瑞當與方俊儒（2006）則探討「資訊揭露評鑑系統」是否影響公司的盈餘管理行為。該研究採時間序列的分析方法，觀察 2003 及 2004 年間符合選樣標準的 281 家上市（櫃）公司，發現其管理當局持股比率較高者，盈餘管理的情形明顯較少。另外，該研究亦發現資訊揭露評鑑結果僅分為「較透明」與「較不透明」兩級，無法明顯區分其盈餘管理行為是否有顯著差別。基於以上兩項研究在樣本選取上的限制，本研究採取根據研究目的篩選出 62 項評鑑指標，並以評得總分作為應變數，此研究設計可以克服片面與武斷性的指標選取及資訊透明度級數不足所造成的研究瑕疵。

企業資訊揭露的多寡，最直接影響的便是公司的市值。謝淑旦等（2010）以 2007

年證基會所公布之「上市櫃公司資訊揭露評鑑」之結果為樣本，依評鑑成績高低區分為A⁺級、A級、B級、C級以及C⁻級等五級檢驗：(1) 資訊揭露多寡對企業價值之影響；(2) 自願性揭露資訊較多者，其公司治理機制對企業價值之影響；(3) 未接受資訊揭露評鑑公司，其公司治理機制對企業價值之影響；(4) 資訊揭露程度高低對現金流量管理績效之影響。其實證結果指出，資訊揭露多寡對企業價值具有部分顯著影響：就總資產報酬率而言，不具有影響，但對市場附加價值則具有顯著影響力。另外，依證基會所公布而列屬「自願性揭露資訊較透明公司」，其對總資產報酬率不具有影響，但對市場附加價值則具有顯著影響。另外，資訊揭露程度高低對現金流量管理績效則不具有顯著影響。

綜觀上述對與「資訊揭露評鑑系統」相關議題的研究，可以發現樣本公司的選取可能對研究結論有重大的影響。另外，過去研究的議題相近，而本研究則從另一個角度—分析師之財務預測評估「資訊揭露評鑑系統」的效益，實證結果可以提供決策制定者作為對改善該評鑑系統的依據，並可提升各界對資訊透明度的重視。

三、與分析師之財務預測有關的文獻探討

Beaver (1998) 指出財務分析師是證券市場最重要的資訊中介者，其任務大致可以分為：

1. 私有資訊的蒐集：財務分析師能夠以低廉的成本取得公司之公開資訊，並且利用財務分析師本身的專業知識與經驗以蒐集公司的私有資訊，以將其擁有的資訊轉換為投資者所需的資訊。
2. 預測未來：財務分析師在分析、處理及解釋公開和私有資訊之主要目的乃在於預測公司未來的營運結果。
3. 回饋分析：財務分析師據預測資訊與實際結果間的差異，進行更新該公司、該公司所屬的產業及該公司所處的總體環境資訊，以進一步對未來的資料蒐集、分析及解釋作一完善準備。

根據 Beaver (1998) 對財務分析師角色的說明，本文乃根據研究目的從文獻中整理出三項影響財務分析師預測行為之要素：財務分析師預測意願、財務分析師預測精確性與財務分析師預測偏誤性，以下分別說明之。

(一) 財務分析師預測意願

Lang and Lundholm (1996) 的文中提及，財務分析師在資本市場是不可或缺的角色，他們提供盈餘預測、買賣的建議及其他資訊給股票（或證券）經紀人和機構投資者。其評價公司所使用的大部分資訊皆來自公司所發布的公開訊息。美國證券交易委員會雖已制定公司資訊揭露的最低標準，然而，為了使市場能夠正確地評估公司未來的價值，許多公司仍願意提供更多重要的訊息給資本市場。Mahoney (1991) 及 Lang and Lundholm (1996) 主張，藉由制定更多容易取得的資訊政策，公司也許

能吸引更多分析師對公司進行分析，並且改善市場對公司盈餘預測的精確性，減少資訊不對稱及降低市場發生突發狀況時對投資人產生的不利影響；另外，學者也表示，若財務分析師為資訊中間者，則當公司資訊揭露愈充分時，財務分析師的總供給量也將會增加。后祥雯（2004）提出，公司所提供的公開資訊愈多，將愈能夠提升財務分析師對其進行預測的意願；過去學者（Lang and Lundholm, 1996）研究結果也發現，不論資訊型態為何，若公司所揭露的資訊透明度愈高，則對該公司進行預測的財務分析師便會相對增加。

（二）財務分析師預測的精確性

后祥雯（2004）指出，無論是發行市場或交易市場，一般投資大眾皆希望藉由財務資訊以充分瞭解投資標未來財務發展方向。其中，投資人希望在發行市場中獲悉何者是風險最小、利益最大的投資標的。在交易市場中投資者希望藉由公開的財務資訊系統，以期待找到最適當的投資組合，在最低預期風險、最高預期報酬的條件下，進行股票投資。由於財務預測資訊（不論是管理當局或財務分析師的財務預測資訊）係投資者在發行市場或交易市場中最即時的資訊，因此，財務預測對投資人而言係屬最重要的決策基礎資訊。目前文獻普遍認為分析師之盈餘預測優於統計模式下的結果（吳安妮，1993；Brown and Hagerman, 1987），其主要原因係來自於：分析師較以往擁有更多與公司相關資訊，此將有助於分析師對公司進行預測工作（包含公開資訊與僅該分析師所擁有的私有資訊）；公司所發布的公開資訊對於提升證券分析師預測精確性上確實有很大的幫助。

過去許多相關實證結果也發現，資訊的揭露對分析師預測精確性上有正面的效果。吳安妮（1991）、Waymire（1986）與 Jennings（1987）等研究指出，管理當局發布盈餘預測主要目的之一，便是希望分析師能夠修正其先前所發布的不適當預測，而分析師獲得資訊後也會隨之調整先前對公司所發布之盈餘預測，以回應管理當局所提供的預測資訊；因此，當管理當局的盈餘預測資訊公告後，分析師對公司盈餘預測的正確性將會小幅增加。另外，Lang and Lundholm（1996）的實證結果發現，公司具有充分資訊性的揭露政策時，財務分析師預測的正確性會較高，並且財務分析師預測變動調整的情況也將會較少發生。另外，他們也主張資訊的揭露具有潛在利益，資訊揭露能吸引更多投資者進行投資，並且減少估計風險及降低資訊不對稱的情況，當公司提供關於未來盈餘的揭露愈具資訊性，則分析師的預測精確性也會愈高；而財務分析師們在預測具有充分資訊性揭露的公司時，不同分析師預測結果的一致性相當高。隨著經濟型態的變遷，財務性資訊之可預測性功能有逐漸減少的趨勢，因此，非財務性資訊的重要性逐漸提升。

（三）財務分析師預測偏誤性

安隆弊案爆發後，投資大眾對財務分析師之預測報告的可靠性多所質疑。許多

學者表示，安隆爆發弊案前已有許多充分的警訊，但是，財務分析師對於安隆公司未來的營運仍是充滿樂觀，故給予樂觀預測。然而財務分析師表示，安隆所揭露的資訊不充分，且所提供的資訊有誤導之嫌，故導致財務分析師所發布的預測資訊不正確。根據 Francis and Phibrick (1993) 所提出的「管理階層關係假說(the management relations hypothesis)」指出，當公司所提供的公開資訊不足時，財務分析師會傾向發布「樂觀預測」，企圖與管理當局建立良好關係，以便於獲取管理當局所知的私有資訊，進而提升預測的精確性。

Bhushan (1989) 表示，當內部股東持股率增加時，公司所揭露的公開資訊將會減少，而分析師為了獲取充分的資訊，便會利用偏差性預測以獲取管理當局之私有資訊；Das et al. (1998) 則發現，當分析師的預測來源能夠令其預測結果更加準確時，分析師將較不會傾向樂觀預測，亦即，分析師的策略考量將會影響其預測結果。上述的分析師偏誤是屬於「有意的預測偏誤」，即分析師的預測偏誤是有策略性的。然而，Sedor (2002) 則提出另一預測偏誤的觀點：當分析師考量管理當局所提出的未來相關計畫後，經由情境思考所產生的預測偏誤是屬於「無意的預測偏誤」；管理當局以情境方式提供分析師與公司相關資訊，而該資訊將會自然地引導分析師預想未來企業績效將會有何改善，進而分析師發布無意的預測偏誤，例如：分析師對淨損失之企業所發布的預測將會較獲利之企業來得樂觀，因為分析師認為，管理當局所提出之相關計畫對損失企業而言將更具有資訊內涵。

過去許多文獻探討公司特性與證券商分析師預測偏誤之間的關聯性，其中，公司規模愈大的企業公開的資訊較為充足，故分析師藉由樂觀預測以與管理當局建立良好關係的動機將會降低；故公司規模愈小，分析師將會傾向樂觀偏誤。當公司的未預測盈餘愈大，即盈餘變異程度愈大，分析師為獲取更多私有資訊，也會利用樂觀預測以與管理當局建立良好關係。當公司所面臨的市場風險愈大，表示公司所處的資訊環境愈具不確定性，故分析師也傾向樂觀偏誤。當公司無形資產總值愈高，表示管理當局與投資大眾之間存在資訊不對稱的情況，則分析師可以藉由提供資訊以減輕投資大眾資訊不對稱的情形，並且賺取提供資訊的佣金(Barth, Kasznik, and McNichols, 2001)。另外，當公司擁有愈多的無形資產，將有助於未來公司價值的提升，故證券商分析師會傾向樂觀預測。

下節將依據上述三項財務分析師預測行為之要素，分別發展本研究之各項假說。

參、研究假說

一、資訊透明度與證券商分析師預測意願之相關性

過去文獻(后祥雯, 2004; Lang and Lundholm, 1996)主張，財務分析師為資訊中介者，當公司資訊揭露愈充分，則分析師預測該公司未來營運狀況之總供給量亦會增加；另外，當證券商分析師具備獨立性與公正性時，若公司資訊透明度愈高，

則證券商分析師對該公司之證券商品進行預測的意願也會愈高。綜合上述，當公司資訊透明度愈高，財務分析師蒐集公司相關資訊的成本愈低，將提升財務分析師預測之意願。根據上述，本文建立研究 H1 如下：

H1：當期性資訊透明度、年報資訊透明度、財務性資訊透明度及非財務性資訊透明度與證券商分析師預測意願呈正向相關。

二、資訊透明度與證券商分析師預測精確性之相關性

財務分析師之盈餘預測優於統計模式下的結果（吳安妮，1993；Brown and Hagerman, 1987），其主要原因係來自於財務分析師較以往擁有更多與公司有關的資訊（包含公開資訊與財務分析師獨自擁有的私有資訊）。過去文獻（Waymire, 1986; Lang and Lundholm, 1996）研究發現，公司之資訊透明度愈高，不論資訊型態為何，皆有助於提升財務分析師之預測優越性，進而增進財務分析師之預測精確性。故本文推論，資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間呈現正相關。根據上述文獻，本文建立研究 H2 如下：

H2：當期性資訊透明度、年報資訊透明度、財務性資訊透明度及非財務性資訊透明度與證券商分析師預測精確性呈正向相關。

三、資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之相關性

Sedor (2002) 表示，財務分析師預測偏誤之原因可以分為：有意之預測偏誤（如：Francis and Phibrick (1993) 所提出的管理階層關係假說）以及無意之預測偏誤（如：情境思考）。當公司揭露相關資訊之意願相當低時，財務分析師會藉由發布「樂觀偏誤預測」以與管理當局建立良好關係，進而方便獲取管理當局知悉的私有資訊，上述便是所謂的「管理階層關係假說」。本文根據上述文獻建立研究 H3 如下：

H3：當期性資訊透明度、年報資訊透明度、財務性資訊透明度及非財務性資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向呈負向相關。

肆、研究設計

一、樣本選擇與資料來源

本文擬探討「資訊透明度」對財務分析師預測行為的影響，資訊透明度係採用證基會所發布「第二屆資訊揭露評鑑系統」的 81 項評鑑項目，根據本文研究目的篩選其中 62 項作為本文「資訊透明度」之衡量指標（見附錄一），其中包含當期性資

訊透明度（19 項）以及年報之資訊揭露（43 項）¹。另外，處於知識經濟時代下，非盈餘活動之資訊對財務分析師預測行為有其重要的影響性，因此本文擬將年報資訊透明度之衡量指標，區分為財務性資訊透明度及非財務性資訊透明度²，進而瞭解非財務性資訊透明度之資訊價值。資訊透明度衡量指標所須資料乃取自公開資訊觀測站及樣本公司所發布的年報，財務分析師預測行為之相關變數則取自台灣經濟新報資料庫之「券商財務預測模組」。

本文之樣本乃以 2002 年及 2003 年我國上市（櫃）公司為研究對象。本研究之選樣標準如下：(1) 為避免單一家券商對公司之預測因個人特殊因素而產生預測結果異常的問題，本文乃限定樣本公司必須至少有兩家以上的證券商對其進行預測。(2) 為避免資料遺漏之情事，故研究期間上市（櫃）之公司不列入本文的樣本。(3) 於研究期間未發生下市或全額交割之情事者始列入本文之樣本。(4) 扣除金融業及保險業，因為此兩種產業對財務報表的規範與一般產業不同。(5) 樣本公司的會計年度必須採用曆年制（以 12 月 31 日為會計年度終了日）。(6) 有關極端值的處理，本研究係依張文滸等（2003）的作法，刪除標準化誤差（Student t）之絕對值大於 3、cookd 值大於 1 以及 DFFITS 之絕對值大於 1 之樣本，最終樣本數為 390 家公司。

二、實證模型與變數衡量

本文依據第三段的研究假發展與相關文獻的討論，採用最小平方估計法檢測 H1，式(1)的建構如下：

$$\begin{aligned} Noanyst_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_4 F_Year_{it} \\ & + \beta_5 NF_Year_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} \\ & + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it} \quad \dots (1) \end{aligned}$$

其中，實證模型之各變數定義與衡量如下所示：

Noanyst：研究年度 1 至 3 月期間對樣本公司進行預測之證商家數。

To_Score：資訊透明度總得分包含當期性資訊透明度得分數及年報資訊透明度得分數³。

TM_Score：當期性資訊透明度總得分之平均值，資料來源取自公開資訊觀測站。

YR_Score：年報資訊透明度總得分之平均值，資料來源取自樣本公司年報。評鑑的年報資訊為 *t-1* 期。

F_Year：年報中財務性資訊透明度總得分之平均值，資料來源取自樣本公司年報。評鑑的年報資訊為 *t-1* 期。

NF_Year：指年報中非財務性資訊透明度總得分之平均值，資料來源取自樣本公

¹ 年報資訊揭露共有 43 項，其中包含財務及營運資訊透明度（27 項）及董事會與股權結構（16 項）

² 本研究將年報資訊透明度區分為財務性資訊透明度（15 項）及非財務性資訊透明度（28 項）。

³ 資訊透明度計算方式為：(1) 若有揭露該評鑑項目則得 1 分，反之為 0 分。(2) 資訊透明度指標評鑑總得分數 ÷ (指標總項目 - 不適用項目)。

司年報。評鑑的年報資訊為 $t-1$ 期。

本研究認為上述不同構面的資訊透明度將與對樣本公司進行預測之證券商家數呈正相關。以下為控制變數：

Size：企業規模愈大者，主管機關對其資訊透明度的要求也愈高（Watts and Zimmerman, 1985），故本文將其列影響財務分析師預測行為要素之控制變數，當公司規模愈大，資訊透明度也愈高，分析師不論對其預測的意願、預測準確性與預測偏誤方向皆為正相關。本文取期初總資產之自然對數為公司規模的代理變數。

Risk：公司的市場風險，以 1-12 月 β 風險值的平均數為代理變數：

$$Risk_t = \frac{\sum_{n=1}^{12} \beta_n}{N}$$

IA：公司無形資產的總值。公司的無形資產愈多，分析師不論對其預測的意願、預測準確性與預測偏誤方向皆為負相關，因其價值決定不易（Barth et al., 2001）。本研究採用下式計算無形資產的價值：

$$IA_t = \frac{MV_{t-1}}{BV_{t-1}}, \text{ } MV_{t-1} \text{ 與 } BV_{t-1} \text{ 為期初市價及期初股權淨值。}$$

Growth：公司的成長機會。Barth et al. (2001) 認為公司的成長機會將有正面影響，因此，本研究循例加入迴歸式作為控制變數：

$$Growth_t = \left(\frac{Sale_{t-1}}{Sale_{t-6}} \right)^{1/5} - 1, \text{ } Sale \text{ 為營業收入淨額。}$$

Lev：公司期初負債比率。負債比率愈高，違約風險提高，代理成本愈大，公司愈有可能進行盈餘管理，進而使資訊透明度降低（Watts and Zimmerman, 1985; DeFond and Jiambalvo, 1994）。本研究預測公司的負債比率將與影響分析師預測行為之因素呈負相關。本文以總負債除以總資產為代理變數：

$$Lev_t = \frac{Liability_{t-1}}{Asset_{t-1}}, \text{ } Liability_{t-1} \text{ 與 } Asset_{t-1} \text{ 為期初負債總額及期初資產總額。}$$

Loss：公司若處於損失的情況下，極有可能進行盈餘管理（Hayn, 1995），進而影響資訊透明度，因此，本研究預期公司若處於損失的情況下，將與影響分析師預測行為之因素呈負相關。本文對此控制變數的定義為：若前年底 EPS 為負值者，其虛擬變數為 1；反之，虛擬變數為 0。

Year：年份別，為虛擬變數。2003 年虛擬變數為 1，2002 年虛擬變數為 0。

IND：產業別。根據 TEJ 的分類，共有 14 類，分別以 1-14 為代表。

本文亦採用採用最小平方估計法檢測 H2，其實證模式建構如下：

$$\begin{aligned}
Accuracy_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_4 F_Year_{it} \\
& + \beta_5 NF_Year_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} \\
& + \beta_{11} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it} \quad \dots(2)
\end{aligned}$$

其中，實證模型中各變數的定義與衡量說明如下：

Accuracy：證券商分析師預測精確性，即在研究年度 1 至 3 月間證券商分析師預測年底之 EPS 平均值與公司年底實際 EPS 之間的差異程度。

$$Accuracy = (-1) \times \frac{|EPS_t - AEPS_t|}{P_{t-1}}$$

EPS_t 為各證券商分析師 1 至 3 月間對樣本公司預期之年底盈餘結果所發布之首次 EPS 預測的平均值； $AEPS_t$ 為樣本公司年底之實際 EPS； P_{t-1} 為樣本公司期初每股市價，該值為平減因子。

ES：盈餘變異程度。

$$ES_t = \frac{|EPS_t - EPS_{t-1}|}{P_{t-1}}$$

EPS_t 與 EPS_{t-1} 為當期期末及上期期末的每股盈餘， P_{t-1} 為期初每股市價。

其餘變數與 H1 相同。

最後，本文採用羅吉斯迴歸檢測 H3，其實證模型的建構如下：

$$\begin{aligned}
Bias_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_4 F_Year_{it} \\
& + \beta_5 NF_Year_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} \\
& + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots(3)
\end{aligned}$$

其中，實證模型中各變數定義與衡量如下：

Bias：證券分析師預測偏誤方向，為虛擬變數。若 $(EPS_t - AEPS_t) > 0$ ，表示證券分析師傾向樂觀偏誤，虛擬變數為 1；反之，則為悲觀偏誤，虛擬變數為 0。

EPS_t 為各證券商分析師 1 至 3 月間對樣本公司預期之年底盈餘結果所發布之首次 EPS 預測的平均值； $AEPS_t$ 為樣本公司年底之實際 EPS。

其餘變數與 H1 相同。

伍、實證結果分析

本文以我國 2002 年及 2003 年上市公司為研究對象，以瞭解我國公司資訊透明度對財務分析師預測行為之影響。研究中所稱「資訊透明度」乃採用證基會所制定的「第一屆資訊揭露評鑑系統」為準，由本研究自行依研究目的選取其中 62 項指標針對樣本公司進行評分。評鑑資料的來源包含公開資訊觀測站以及樣本公司發布之年報資訊。其中，本文將資訊透明度分為：整體資訊透明度、當期性資訊透明度與

年報資訊透明度；而年報資訊透明度又區分為財務性及非財務性資訊透明度，以觀察不同型態的資訊與證券商分析師預測行為之相關性。

一、敘述性統計量與相關性檢定

觀察表 1 可發現，證券商分析師預測意願（證商家數）的最大值與最小值之間差異甚大（最大值為 22 家，最小值為 2 家），然而，本研究以 Shapiro-Wilk 之 W Statistic 作為檢定方式，其統計量 p 值接近於 1（0.925），故判定樣本資料趨近於常態分配。在自變數的部分，藉由觀察不同性質資訊透明度得分數的平均值及中位數可發現，大部分平均值皆小於中位數，呈現略微左偏分配。值得注意的是樣本公司的無形資產總值偏高，負債比率都大致在安全範圍內。

表 1 敘述性統計量

	平均值	中位數	標準差	最小值	最大值	第一四分位	第三四分位
應變數							
<i>Noanyst</i>	5.926	5.000	3.611	2.000	22.000	3.000	8.000
<i>Accuracy</i>	-0.043	-0.025	0.055	-0.499	0.000	-0.054	-0.012
<i>Bias</i>	0.715	1.000	0.452	0.000	1.000	0.000	1.000
自變數－資訊透明度							
<i>TO_Score</i>	0.474	0.500	0.097	0.280	0.661	0.384	0.558
<i>TM_Score</i>	0.530	0.538	0.107	0.091	0.857	0.462	0.600
<i>YR_Score</i>	0.452	0.487	0.118	0.19	0.667	0.341	0.550
<i>F_Year</i>	0.522	0.500	0.134	0.133	0.846	0.429	0.615
<i>NF_Year</i>	0.419	0.453	0.125	0.179	0.667	0.296	0.519
控制變數							
<i>Size</i>	9.152	8.869	1.336	6.447	14.203	8.223	9.847
<i>ES</i>	0.049	0.027	0.074	0.000	0.709	0.01	0.055
<i>Risk</i>	1.097	0.965	0.664	-0.245	4.133	0.656	1.432
<i>IA</i>	2.115	1.670	2.481	0.090	37.507	1.040	2.453
<i>Growth</i>	0.228	0.163	0.265	-0.184	1.924	0.066	0.320
<i>Lev</i>	0.373	0.374	0.137	0.049	0.738	0.281	0.473
<i>Loss</i>	0.108	0.000	0.310	0.000	1.000	0.000	0.000

1. 樣本數為 390。

2. 變數定義如下：*Noanyst*：券商家數；*Accuracy*：證券商分析師預測精確性；*Bias*：證券商分析師預測誤方向；*TO_Score*：資訊透明度總得分；*TM_Score*：當期性資訊透明度；*YR_Score*：年報資訊透明度總得分；*F_Year*：年報中財務性資訊透明度總得分；*NF_Year*：年報中非財務性資訊透明度總得分；*Size*：公司規模；*ES*：未預期盈餘；*Risk*：公司之市場風險；*IA*：無形資產的總值；*Growth*：公司的成長機會；*Lev*：負債比率；*Loss*：前期年底每股盈餘為負值者。

由表 2 資訊透明度相關性檢定結果可以發現，除了年報中財務性資訊及非財務

性資訊之相關係數超過 0.5 並且達到顯著水準外，其餘自變數與自變數之間並未有高度顯著相關的現象。由年報中財務性資訊與非財務性資訊之間的相關性檢定結果可以發現，當公司揭露的財務性資訊愈充分，非財務性資訊也隨之愈充分，雖然兩自變數之間存在高度顯著相關，但是藉由後續迴歸結果之變異數膨脹因子（簡稱 VIF 值）可知悉，兩者之間並未存在共線性問題（VIF 值皆小於 10）。其他變數之間的相關性檢定方面，當期性資訊具有攸關性的特質，然而，若當期性資訊透明度愈低時，公司盈餘的變異程度可能會愈大，即盈餘的可預測性愈低。公司所面臨的市場風險有部分衍生於總體環境之變異，公司無法預知變異的發生，因而無法將其資訊傳播給投資大眾，所以，當公司所面臨的市場風險愈大，公司資訊透明度可能會愈低。無形資產的總值愈大，表示公司的帳面價值無法適當反應市價，即資訊透明度不足，故無形資產總值愈大，代表資訊透明度愈低。然而，當公司財務報表資訊無法適當反應市場價值時，公司可能會積極揭露當期性資訊以提升市場對公司價值的正確評價（當期性資訊透明度與無形資產總值之間呈現顯著正相關）。當公司為損失企業時，預期將有隱匿資訊的現象，故資訊透明度會較低。控制變數之間的相關性檢定結果顯示，當公司所面臨的市場風險愈大時，盈餘的變異程度便會愈大；規模愈大的公司，所擁有的無形資產也會愈多，當公司擁有愈多無形資產時，公司成長機會也隨之增加。另外，當公司前期為損失企業時，盈餘的變異程度將會愈大，即盈餘的可預測性會愈低。觀察資訊透明度相關性檢定結果發現，自變數與自變數之間大致上皆未呈現高度顯著相關。另外，藉由後續迴歸結果的 VIF 值可以發現，自變數之間無共線性問題存在（VIF 值皆小於 10）。

二、資訊透明度與證券商分析師預測意願之實證結果分析

(一) T = 2002 年

由表 3 之實證結果可知，以整體模型而言， $\text{Prob} > F$ （即 F 值之 p -value）為 0.000，表示該模型具有顯著性，該模型至少有 46 % 的解釋力。另外，由 VIF 值可得知自變數與自變數之間並無共線性問題存在（VIF 值皆小於 10）。表 3 之實證結果指出，整體資訊透明度與證券商分析師預測意願之間呈現顯著正相關（ t 值為 1.668），即當公司資訊透明度愈高時，證券商分析師對該公司進行預測的意願便會愈高，惟此結論僅達邊際性的顯著水準（marginal significance）。另外，由表 3 可獲悉，當公司之當期性資訊愈充分，則證券商分析師對該公司進行預測之意願會愈強烈（不同型態資訊下的 t 值分別為 2.232 及 2.296）。當期性資訊具有攸關性（relevance）之特質—時效性、預測價值及回饋價值，因此，當期性資訊能夠使分析師更加瞭解公司的現況及未來發展。故公司之當期性資訊透明度愈高，則證券商分析師對公司進行預測的意願將會愈高。

表 2 相關性檢定

	<i>TO_Score</i>	<i>TM_Score</i>	<i>YR_Score</i>	<i>F_Year</i>	<i>NF_Year</i>	<i>Size</i>	<i>ES</i>	<i>Risk</i>	<i>IA</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>Loss</i>
<i>TO_Score</i>		—	—	—	—	-0.042	-0.010	-0.197***	-0.131**	-0.060	0.024	-0.102**
<i>TM_Score</i>	—		0.213***	0.208***	0.198***	-0.034	-0.227***	-0.103	0.137***	0.134***	-0.020	-0.068
<i>YR_Score</i>	—	0.244***		—	—	-0.010	0.079	-0.178***	-0.195***	-0.127**	0.024	-0.086*
<i>F_Year</i>	—	0.201***	—		0.664***	-0.045	0.055	-0.153***	-0.117**	-0.113**	-0.019	-0.107**
<i>NF_Year</i>	—	0.234***	—	0.667***		-0.016	0.094*	-0.172***	-0.228***	-0.111**	0.063	-0.069
<i>Size</i>	-0.066	-0.034	-0.056	-0.065	-0.047		-0.069	0.043	0.321***	0.139***	0.063	0.029
<i>ES</i>	-0.006	-0.202***	0.066	0.046	0.070	-0.123**		0.167***	-0.381***	-0.135***	0.166***	0.345***
<i>Risk</i>	-0.135***	-0.090*	-0.124**	-0.093*	-0.121**	0.009	0.167***		-0.262***	-0.280***	0.164***	0.267***
<i>IA</i>	-0.046	0.019	-0.059	-0.003	-0.081	0.326***	-0.149***	-0.087**		0.428***	-0.132***	-0.127**
<i>Growth</i>	-0.040	0.083*	-0.074	-0.057	-0.077	0.120**	-0.070	-0.181***	0.138**		0.035	-0.050
<i>Lev</i>	0.036	-0.028	0.049	-0.002	0.071	0.028	0.215***	0.223***	-0.057	0.053		0.124**
<i>Loss</i>	-0.107**	-0.060	-0.097*	-0.116**	-0.076	0.055	0.280***	0.255***	-0.013	-0.028	0.130**	

1. 樣本數為 390。

2. *** p 值達 1% 顯著水準, ** p 值達 5% 顯著水準, * p 值達 10% 顯著水準。

3. 對角線上方為 Spearman 相關性檢定; 對角線下方為 Pearson 相關性檢定。

4. 變數定義: *TO_Score*: 資訊透明度總得分; *TM_Score*: 當期性資訊透明度; *YR_Score*: 年報資訊透明度總得分; *F_Year*: 年報中財務性資訊透明度總得分; *NF_Year*: 年報中非財務性資訊透明度總得分; *Size*: 公司規模; *ES*: 盈餘變異程度; *Risk*: 公司之市場風險; *IA*: 無形資產的總值; *Growth*: 公司的成長機會; *Lev*: 負債比率; *Loss*: 前期年底每股盈餘為負值者。

(二) T = 2003 年及整合式資料

由表 3 之實證結果可知，以整體模型而言， $\text{Prob} > F$ （即 F 值之 p -value）為 0.000，表示該模型具有顯著性，該模型至少有 23%（2003 年）及 29%（整合式資料）的解釋力。另外，由 VIF 值可得知，自變數與自變數之間並無共線性問題存在（VIF 值皆小於 10）。表 3 之實證結果顯示，資訊透明度與證券商分析師預測意願之間在 2003 年及整合式資料並未達到統計上的顯著性，此實證結果無法支持 H1。本文蒐集資訊透明度指標得分時發現，2003 年之樣本公司，不論在當期性的資訊揭露及年報的資訊揭露狀況，皆較 2002 年明顯提升（整體資訊透明度平均值：2002 年 0.369，2003 年 0.542），在年報資訊透明度方面特別明顯。

2002 年 3 月 18 日公告修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」，大部分公司皆遵守該準則揭露年報相關資訊，而證基會所發布的「資訊揭露評鑑系統」係以「公開發行公司年報應行記載事項準則」為基礎，制訂年報評鑑指標，故 2003 年樣本公司之年報資訊透明度（2002 年年報）評鑑得分數差異性不大。因為樣本公司不論在當期性資訊揭露或年報資訊揭露上皆處於相當水準，故造成資訊透明度與證券商分析師預測意願之間無顯著相關性。而藉由整合式資料之實證結果可瞭解，資訊透明度是證券商分析師考量是否推薦該公司證券商品的要素，但並非是吸引證券商分析師預測該公司與否的關鍵因素。因為基於資訊蒐集誘因，當公司之公開資訊透明度不足時，證券商分析師乃會運用個人特殊管道以蒐集該公司私有資訊，並且將其提供給一般投資者；故公司資訊透明度愈低時，證券商分析師預測該公司之意願將不會降低。

在控制變數方面，基於蒐集資訊之利益誘因，大規模的公司會吸引愈多的證券商分析師對其進行預測，因而公司規模與證商家數之間呈現顯著正相關。相同地，公司之市場風險愈大者，投資大眾對公司相關資訊之需求將會提升，因而證券商分析師預測該公司的意願與公司市場風險之間呈現顯著正相關。而無形資產的部分，2002 年樣本資料及 2003 年樣本資料，分別與證券商分析師預測意願之間呈現顯著正相關及負相關。Barth et al. (2001) 表示，當公司擁有愈多無形資產時，管理當局與投資大眾之間存在資訊不對稱的問題，因此，基於資訊蒐集誘因下，財務分析師預測意願會愈高（2002 年無形資產總值與證券商分析師預測意願之間呈現顯著正相關）。

相反地，當公司之市價與帳面價值比例愈低時，分析師推斷公司的市價有低估之虞，故會吸引較多分析師對其進行預測（2003 年無形資產總值與證券商分析師預測意願之間呈現顯著負相關）。另外，從表 3 可看出，公司成長機會與證商家數之間呈現顯著正相關。基於投資大眾對於高成長性公司之資訊需求大，故高成長性公司會吸引較多分析師對其進行預測。證券商分析師會依投資大眾的投資偏好進行預測，因投資大眾對高負債比率之企業及損失企業的投資意願較低，進而證券商分析師對該型態企業所發行的證券商品亦較無預測意願；范瑛琪（1998）表示，分析

表3 資訊透明度與證券商分析師預測意願之實證結果

T=2002										
$M_1: Noanyst_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$										
$M_2: Noanyst_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$										
$M_3: Noanyst_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_4 F_Year_{it} + \beta_5 NF_Year_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$										
即時性及 年報資訊透明度(M ₂)										
即時性及年報資訊透明度 —財務及非財務(M ₃)										
Pred.	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	
β_1	+	0.101	1.668*	1.034						
β_2	+				0.137	2.232**	1.086	0.141	2.296**	1.092
β_3	+				-0.005	-0.076	1.122			
β_4	+							-0.066	-1.095	1.037
β_5	+							0.064	1.027	1.138
β_6	+	0.451	6.779***	1.257	0.470	6.958***	1.309	0.457	6.766***	1.324
β_7	+	0.155	2.330***	1.255	0.140	2.088**	1.284	0.145	2.169**	1.287
β_8	+	0.304	4.356***	1.385	0.296	4.253***	1.391	0.306	4.400***	1.402
β_9	+	0.123	1.885*	1.208	0.113	1.737*	1.223	0.119	1.828*	1.226
β_{10}	-	-0.052	-0.828	1.142	-0.050	-0.786	1.144	-0.057	-0.897	1.151
β_{11}	-	-0.039	-0.594	1.251	-0.037	-0.566	1.252	-0.045	-0.688	1.260
β_{12}	?	0.028	0.444	1.148	0.023	0.369	1.150	0.021	0.339	1.151
N		153			153			153		
Adj. R ²		0.465			0.470			0.475		
F 值		17.527***			15.992***			14.768***		
T=2003										
M ₁				M ₂			M ₃			
Pred.	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	
β_1	+	-0.046	-0.791	1.073						
β_2	+				-0.042	-0.716	1.064	-0.039	-0.665	1.066
β_3	+				-0.019	-0.330	1.065			
β_4	+							-0.055	-0.927	1.104
β_5	+							0.024	0.396	1.121
β_6	+	0.536	8.694***	1.181	0.535	8.653***	1.183	0.528	8.485***	1.201
β_7	+	-0.007	-0.110	1.434	-0.010	-0.147	1.448	-0.008	-0.116	1.450
β_8	+	-0.146	-2.413**	1.146	-0.146	-2.401**	1.146	-0.139	-2.272**	1.165
β_9	+	0.087	1.344	1.308	0.087	1.330	1.313	0.085	1.302	1.313
β_{10}	-	-0.054	-0.898	1.112	-0.052	-0.858	1.118	-0.053	-0.885	1.118
β_{11}	-	-0.077	-1.330	1.047	-0.077	-1.319	1.047	-0.080	-1.376	1.052
β_{12}	?	-0.064	-1.003	1.271	-0.061	-0.940	1.285	-0.061	-0.953	1.285
N		237			237			237		
Adj. R ²		0.242			0.239			0.238		
F 值		10.423***			19.228***			8.376***		

表 3 資訊透明度與證券商分析師預測意願之實證結果 (續)

$$M_1: Noanyst_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_2: Noanyst_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_3: Noanyst_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_4 F_Year + \beta_5 NF_Year + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 IA_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

整合式資料	Pred.	整體資訊透明度(M ₁)			即時性及年報資訊透明度(M ₂)			即時性及年報資訊透明度—財務及非財務(M ₃)		
		係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
β_1	?	-0.006	-0.064	4.151						
β_2	+				0.050	1.117	1.114	0.052	1.162	1.116
β_3	+				-0.080	-0.854	4.877			
β_4	+							-0.096	-1.614	1.951
β_5	+							0.040	0.406	5.427
β_6	+	0.525	11.441***	1.158	0.531	11.523***	1.172	0.524	11.318***	1.185
β_7	+	0.110	2.340**	1.217	0.109	2.325**	1.218	0.112	2.386**	1.219
β_8	+	-0.032	-0.706	1.146	-0.035	-0.764	1.148	-0.028	-0.600	1.164
β_9	+	0.156	3.368***	1.174	0.154	3.324***	1.175	0.153	3.315***	1.175
β_{10}	-	-0.084	-1.878*	1.110	-0.085	-1.892*	1.111	-0.088	-1.951*	1.113
β_{11}	-	-0.072	-1.628	1.086	-0.072	-1.627	1.086	-0.076	-1.719*	1.091
β_{12}	?	0.005	0.111	1.174	-0.004	-0.086	1.198	-0.005	-0.109	1.198
β_{13}	?	0.044	0.503	4.276	0.096	1.001	5.060	0.052	0.514	5.751
N		390			390			390		
Adj. R ²		0.292			0.294			0.296		
F 值		18.849***			17.206***			15.849***		

1. *** p 值達 1% 顯著水準, ** p 值達 5% 顯著水準, * p 值達 10% 顯著水準。表中 t 值皆為 White's test 下之統計量。

2. 本文擬比較自變數之間對應變數之相對重要性, 故皆採取標準化迴歸係數。

3. 變數定義: *Noanyst*: 券商家數; *TO_Score*: 資訊透明度指標總得分; *TM_Score*: 當期性資訊透明度指標總得分; *YR_Score*: 年報資訊透明度指標總得分; *F_Year*: 年報之財務性資訊透明度指標總得分; *NF_Year*: 年報之非財務性資訊透明度指標總得分; *Size*: 公司規模大小; *Risk*: 公司之市場風險; *IA*: 無形資產的總值; *Growth*: 公司成長性; *Lev*: 負債比率; *Loss*: 前期每股盈餘為負值者; *IND*: 產業別, 根據 TEJ 的分類, 共有 14 類, 分別以 1-14 為代表; *Year*: 年份別, 2002 年為 0, 2003 年為 1。

師不易正確地預測高負債比率的公司, 故分析師在保障自身聲譽的考量下, 較無意願對高負債比率的公司進行預測。

三、資訊透明度與證券商分析師預測精確性之實證結果分析

(一) T = 2002 年

由表 4 之實證結果可知, 以整體模型而言, Prob > F (即 F 值之 p-value) 為 0.000, 表示該模型具有顯著性, 並且該模型至少有 45% 的解釋力。另外, 由 VIF 值可得

知，自變數與自變數之間無共線性問題存在（VIF 值皆小於 10）。表 4 的實證結果指出，2002 年樣本公司整體資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間呈現正相關，（ t 值為 1.689； p 值達 10% 顯著水準），即公司資訊透明度愈高，證券商分析師預測公司未來盈餘的準確性將會愈高。然而，雖然資訊透明度與證券商分析師預測準確性間之迴歸係數符合預期方向（正向），但是不同型態資訊透明度與證券商分析師預測準確性之間皆未達到統計上的顯著水準。其理由可能為，本文以自「第一屆資訊揭露評鑑系統」所選取的各项指標評鑑 2002 年樣本公司資訊透明度時發現，該年度樣本公司之資訊透明度普遍較低。隨著市場逐漸強烈要求公開發行公司資訊透明化，促使主管機關積極要求公開發行公司提升當期性資訊的揭露水準。然而，在觀察本研究當期性資訊來源「公開資訊觀測站」時發現，有部分指標的資訊揭露，自 2003 年起較具普及性，故 2002 年樣本公司之當期性資訊透明度較低。另外，年報資訊透明度指標之建立會隨著主管機關修正「公開發行公司年報應行記載事項」而有所不同，2002 年 3 月及 2003 年 12 月，主管機關皆分別修正年報應行記載事項，故 2002 年年報資訊透明度（2001 年年報）較 2003 年年報資訊透明度（2002 年年報）為低。由上述可得知，2002 年樣本公司之不同型態資訊透明度普遍皆不高，因此，不同型態資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間未達到統計上的顯著水準。但藉由觀察表 4 可以發現，其結果之方向與預期相符合（兩者之間為正相關）。

(二) T = 2003 年

由表 4 之迴歸結果可知，以整體模型而言， $\text{Prob} > F$ （即 F 值之 p -value）為 0.000，表示該模型具有顯著性，並具有 56% 的解釋力。另外，由 VIF 值可得知自變數與自變數之間並無存在共線性問題（VIF 值皆小於 10）。藉由表 4 實證結果發現，當公司之資訊透明度愈高，則證券商分析師預測結果會愈準確（ t 值為 1.941， p 值達 10% 顯著水準）。再者，針對不同型態資訊透明度之實證結果顯示，當期性資訊透明度與年報資訊透明度對證券商分析師預測精確性為正相關；但僅有年報資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間達到顯著水準（ t 值為 1.701； p 值達 10% 顯著水準），表示年報雖然是屬於歷史資訊較不具有預測攸關性，但是其可靠性之特質得以提升證券商分析師的預測精確性。另外，實證結果也發現，當年報中非財務性資訊透明度愈高，則愈能夠提升證券商分析師預測的精確性（ t 值為 2.074）。然而，年報中財務性資訊與證券商分析師預測精確性之間並未達到統計上的顯著水準，並且其方向與預期不符合。年報中的資訊可區分為財務性資訊及非財務性資訊；財務性資訊雖然具備可靠性、可驗證性、忠實表達、中立性、可比較性及一致性等特質，但是隨著大幅增加的創新技術與商業經營型態之更新，導致財務報告已經逐漸無法允當表達創新技術所引發的經濟效應，故財務報告與企業股價之間的相關性逐漸降低；相反地，非財務性資訊的重要性正在不斷地提升。

表 4 資訊透明度與證券商分析師預測精確性之實證結果

$$M_1: Accuracy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_2: Accuracy_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_3: Accuracy_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_4 F_Year_{it} + \beta_5 NF_Year_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

T=2002	整體資訊透明度(M ₁)				即時性及年報資訊透明度(M ₂)			即時性及年報資訊透明度—財務及非財務(M ₃)		
	Pred.	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
β_1	+	0.102	1.689*	1.044						
β_2	+				0.095	1.522	1.105	0.096	1.528	1.109
β_3	+				0.048	0.771	1.088			
β_4	+							0.036	0.594	1.054
β_5	+							0.034	0.553	1.100
β_6	+	0.084	1.276	1.245	0.088	1.305	1.294	0.088	1.294	1.321
β_7	-	-0.676	-9.500***	1.455	-0.675	-9.417***	1.465	-0.674	-9.220***	1.514
β_8	-	-0.066	-1.022	1.205	-0.068	-1.042	1.230	-0.068	-1.036	1.231
β_9	+	-0.078	-1.186	1.251	-0.079	-1.190	1.252	-0.079	-1.188	1.261
β_{10}	-	0.049	0.651	1.647	0.047	0.622	1.651	0.047	0.613	1.655
β_{11}	?	-0.167	-2.731***	1.077	-0.169	-2.730***	1.087	-0.169	-2.722***	1.087
N		158			158			158		
Adj. R ²		0.453			0.449			0.445		
F 值		19.609***			16.991***			15.013***		
T=2003		M ₁			M ₂			M ₃		
Pred.		係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
α_0	?		-3.661***			-3.662***			-3.769***	
β_1	+	0.083	1.941*	1.031						
β_2	+				0.036	0.796	1.111	0.039	0.881	1.113
β_3	+				0.074	1.701*	1.042			
β_4	+							-0.004	-0.099	1.112
β_5	+							0.092	2.074**	1.106
β_6	+	0.102	2.212**	1.196	0.101	2.182**	1.200	0.095	2.032**	1.215
β_7	-	-0.473	-10.622***	1.106	-0.475	-10.331***	1.175	-0.469	-10.181***	1.185
β_8	-	-0.035	-0.73	1.266	-0.035	-0.737	1.271	-0.034	-0.721	1.271
β_9	+	0.078	1.717*	1.152	0.078	1.718*	1.152	0.085	1.862*	1.171
β_{10}	-	-0.435	-9.959***	1.063	-0.434	-9.922***	1.066	-0.438	-9.995***	1.073
β_{11}	?	-0.007	-0.148	1.211	-0.006	-0.130	1.229	-0.007	-0.152	1.230
N		247			247			247		
Adj. R ²		0.56			0.558			0.559		
F 值		45.643***			39.801***			35.644***		

表 4 資訊透明度與證券商分析師預測精確性之實證結果 (續)

$$M_1: Accuracy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_2: Accuracy_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_3: Accuracy_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_4 F_Year_{it} + \beta_5 NF_Year_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

整合式資料	整體資訊透明度(M ₁)			即時性及年報資訊透明度(M ₂)			即時性及年報資訊透明度—財務及非財務(M ₃)			
	Pred.	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
β_1	+	0.191	2.576***	4.062						
β_2	+				0.07	1.764*	1.161	0.071	1.791*	1.162
β_3	+				0.149	1.848*	4.801			
β_4	+							0.035	0.684	1.906
β_5	+							0.142	1.648*	5.460
β_6	+	0.126	3.169***	1.170	0.126	3.150***	1.189	0.124	3.071***	1.203
β_7	-	-0.496	-12.515***	1.164	-0.494	-12.170***	1.216	-0.493	-12.149***	1.216
β_8	-	-0.054	-1.376	1.156	-0.054	-1.368	1.157	-0.054	-1.360	1.158
β_9	+	0.016	0.404	1.154	0.016	0.405	1.155	0.018	0.456	1.169
β_{10}	-	-0.258	-6.496***	1.171	-0.260	-6.513***	1.176	-0.261	-6.522***	1.181
β_{11}	?	-0.062	-1.626	1.094	-0.064	-1.650*	1.12	-0.064	-1.648*	1.12
β_{12}	?	-0.228	-3.051***	4.135	-0.215	-2.647***	4.866	-0.234	-2.678***	5.613
N			405			405			405	
Adj. R ²			0.454			0.453			0.452	
F 值			43.006***			38.152***			34.317***	

1. *** p 值達 1% 顯著水準, ** p 值達 5% 顯著水準, * p 值達 10% 顯著水準。表中 t 值皆為 White's test 下之統計量。

2. 本文擬比較自變數之間對應變數之相對重要性, 故皆採取標準化迴歸係數。

3. 變數定義: *Accuracy*: 證券商分析師預測精確性; *TO_Score*: 資訊透明度指標總得分; *TM_Score*: 即時性資訊透明度指標總得分; *YR_Score*: 年報資訊透明度指標總得分; *F_Year*: 年報之財務性資訊透明度指標總得分; *NF_Year*: 年報之非財務性資訊透明度指標總得分; *Size*: 公司規模大小; *ES*: 盈餘變異程度; *Risk*: 公司之市場風險; *IA*: 無形資產的總值; *Loss*: 前期年底每股盈餘為負值者; *IND*: 產業別, 根據 TEJ 的分類, 共有 14 類, 分別以 1-14 為代表; *Year*: 年份別, 2002 年為 0, 2003 年為 1。

(三) 整合式資料

由表 4 之實證結果得知, 以整體模型而言, Prob > F (即 F 值之 p -value) 為 0.000, 表示該模型具有顯著性且具有 45% 的解釋力。另外, 由 VIF 值可得知自變數與自變數之間並未存在共線性問題 (VIF 值皆小於 10)。藉由表 4 之整合式資料實證結果可再次證明, 當公司之資訊透明度愈高, 則有助於證券商分析師預測精確性的提升 (t 值為 2.576, p 值達 1% 顯著水準)。另外, 當期性資訊透明度及年報資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間也都呈現顯著正相關 (t 值分別為 1.713 及

2.056)；藉由標準化迴歸係數結果可進一步瞭解，相較於當期性資訊透明度，年報資訊透明度對證券商分析師預測精確性的影響較大(迴歸係數： $0.149 > 0.070$)，此結果與 2003 年相同(迴歸係數： $0.074 > 0.036$)。另外，在探討財務性資訊與非財務性資訊的重要性時可發現，如同 2003 年的研究結果，年報中非財務性資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間呈現正相關(t 值為 1.648； p 值達 10% 顯著水準)。然而，年報中財務性資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間未達統計上的顯著水準。再者，由標準化迴歸係數結果可知，年報中非財務性資訊透明度對證券商分析師預測精確性之影響較當期性資訊透明度與年報中財務性資訊透明度更為重要(迴歸係數： $0.142 > 0.071 > 0.035$)。此結果也再次表示具備專業知識的中介者(分析師)解讀公司非財務性資訊後所提供的預測資訊將更為準確。

在控制變數方面，大規模公司所提供之資訊往往較為充分，因而公司規模愈大，證券商分析師預測精確性愈高。當公司變異程度愈大時，可能會降低證券商分析師利用盈餘資訊達到預測精確性的目標，故證券商分析師預測精確性會下降。當公司的無形資產總值愈高時，表示管理當局與投資者之間具有資訊不對稱的現象，故證券商分析師蒐集資訊之動機將會提升。因此，當無形資產總值愈多，證券商分析師預測精確性會愈高。當企業前期為損失企業時，證券商分析師有樂觀偏誤的現象，故證券商分析師預測精確性會較低。

四、資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之實證結果分析

由表 5 迴歸結果可知，該模型的 Chi-Square 皆達到顯著水，並且不論單一年度樣本資料或整合式資料，其調整後的判定係數(Nagelkerke R^2)至少為 20% 以上。雖然，實證結果表示，資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之間並未達到顯著相關性，但是，觀察其方向之後可以發現本研究的實證結果(資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向間呈現負相關)大致上符合 Francis and Phibrick (1993) 所提出的「管理階層關係假說」。因此，資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之間是屬於「策略性的偏誤」。另外，由實證結果可以發現，不同型態資訊透明度大致上皆符合「管理階層關係假說」，除年報中財務性資訊與證券商分析師預測偏誤方向為正相關，即當年報中財務性資訊透明度愈低，證券商分析師會傾向悲觀性預測。其原因可能為，當公司未依據規範的要求提供財務性相關資訊時，此代表管理當局有隱匿公司經營不善之訊息，所以公司真實價值與未來盈餘可能不佳，故證券商分析師會傾向悲觀預測。

在控制變數方面，大規模公司之公開資訊較為充分，因而證券商分析師無需藉由樂觀預測與管理當局建立良好關係。另外，大規模公司之投資者較多，為降低投資者的投資損失，故證券商分析師傾向保守悲觀預測。當公司盈餘變異程度，表示盈餘可預測性較低，則證券商分析師傾向悲觀預測。當公司之市場風險愈高，證券商分析師傾向樂觀預測，而當公司之非系統風險愈大，則公司受總體經濟影響會較

表 5 資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之實證結果

$M_1: Bias_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$							
$M_2: Bias_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$							
$M_3: Bias_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_4 F_Year + \beta_5 NF_Year + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$							
T=2002 年		整體資訊透明度(M ₁)		即時性及年報資訊透明度(M ₂)		即時性及年報資訊透明度—財務及非財務(M ₃)	
	Pred.	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
α_0	?	4.624	0.148	5.155	0.119	5.244	0.112
β_1	—	-11.424	0.103				
β_2	—			-2.876	0.218	-2.891	0.217
β_3	—			-10.498	0.139		
β_4	—					-2.214	0.486
β_5	—					-9.367	0.114
β_6	+	-0.064	0.727	-0.043	0.82	-0.037	0.845
β_7	—	-4.285	0.309	-4.291	0.306	-3.904	0.356
β_8	—	1.067*	0.062	1.026*	0.073	1.007*	0.079
β_9	+	0.952***	0.004	0.941***	0.005	0.940***	0.005
β_{10}	—	-2.441	0.232	-2.477	0.23	-2.456	0.233
β_{11}	+	-0.157	0.834	-0.138	0.854	-0.178	0.812
β_{12}	?	-0.021	0.801	-0.026	0.752	-0.025	0.765
Chi-square		29.450***		29.884***		30.336***	
Nagelkerke R ²		0.274		0.277		0.281	
T=2003 年		M ₁		M ₂		M ₃	
	Pred.	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
α_0	?	3.398*	0.067	3.424*	0.065	3.861**	0.042
β_1	—	-0.671	0.806	-0.631	0.694		
β_2	—			-0.057	0.981	-0.852	0.600
β_3	—						
β_4	—					1.697	0.230
β_5	—					-2.938	0.241
β_6	+	-0.417***	0.001	-0.420***	0.001	-0.402***	0.002
β_7	—	-10.431***	0.000	-10.628***	0.001	-11.181***	0.000
β_8	—	0.133	0.602	0.131	0.612	0.108	0.677
β_9	+	0.117	0.274	0.119	0.276	0.099	0.329
β_{10}	—	3.399***	0.003	3.439***	0.003	3.592***	0.002
β_{11}	+	21.237	0.998	21.260	0.998	21.333	0.998
β_{12}	?	0.012	0.816	0.013	0.793	0.014	0.779
Chi-square		51.351***		51.451***		53.764***	
Nagelkerke R ²		0.259		0.259		0.270	

表 5 資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之實證結果 (續)

$$M_1: Bias_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TO_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_2: Bias_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_3 YR_Score_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

$$M_3: Bias_{it} = \alpha_0 + \beta_2 TM_Score_{it} + \beta_4 F_Year + \beta_5 NF_Year + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ES_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 IA_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Loss_{it} + \beta_{12} Year + IND_Dummies + \varepsilon_{it}$$

整合式資料	整體資訊透明度(M ₁)		即時性及年報資訊透明度(M ₂)		即時性及年報資訊透明度—財務及非財務(M ₃)		
	Pred.	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
α_0	?	3.373**	0.011	3.428***	0.010	3.475***	0.010
β_1	—	-2.420	0.319				
β_2	—			-0.934	0.440	-0.977	0.420
β_3	—			-1.522	0.493		
β_4	—					0.770	0.519
β_5	—					-3.384	0.129
β_6	+	-0.298**	0.002	-0.299***	0.002	-0.285***	0.004
β_7	—	-9.411***	0.000	-9.499***	0.000	-9.580***	0.000
β_8	—	0.398*	0.065	0.400*	0.065	0.390*	0.074
β_9	+	0.318***	0.005	0.320***	0.005	0.310***	0.007
β_{10}	—	1.733*	0.063	1.742*	0.062	1.800*	0.055
β_{11}	+	1.574***	0.003	1.582***	0.003	1.621***	0.003
β_{12}	?	0.026	0.536	0.026	0.526	0.027	0.523
β_{13}	?	-0.216	0.667	-0.250	0.647	0.062	0.917
Chi-square		61.062***		61.210***		63.221***	
Nagelkerke R ²		0.200		0.201		0.207	

1. *** p 值達 1% 顯著水準, ** p 值達 5% 顯著水準, * p 值達 10% 顯著水準。表中 t 值皆為 White's test 下之統計量。
2. 本文擬比較自變數之間對應變數之相對重要性, 故皆採取標準化迴歸係數。
3. 變數定義; *Bias*: 證券商分析師預測偏誤方向; *TO_Score*: 資訊透明度指標總得分; *TM_Score*: 即時性資訊透明度指標總得分; *YR_Score*: 年報資訊透明度指標總得分; *F_Year*: 年報之財務性資訊透明度指標總得分; *NF_Year*: 年報之非財務性資訊透明度指標總得分; *Size*: 公司規模大小; *ES*: 盈餘變異程度; *Risk*: 公司之市場風險; *IA*: 無形資產的總值; *Lev*: 負債比率; *Loss*: 前期年底每股盈餘為負值者; *IND*: 產業別, 根據 TEJ 的分類, 共有 14 類, 分別以 1-14 為代表; *Year*: 年份別, 2002 年為 0, 2003 年為 1。
4. Nagelkerke R² (調整類判定係數) 與 R² 類似, 可用來估計預測的準確性。當模型的擬合程度提高時, 該值將會增加; 當擬合模型能夠完美預測時, 該值將會趨近於 1。

大, 故證券商分析師傾向利用樂觀偏誤以獲取私有資訊。當公司無形資產總值愈多, 證券商分析師會傾向樂觀預測並且無形資產會增加預測的困難性, 因為無形資產會增加盈餘的不可預測性, 因此為獲取管理當局所擁有的私有資訊, 證券商分析師會傾向樂觀預測。無形資產愈多將創造更多公司未來價值, 因此, 證券商分析師對於擁有高無形資產公司之未來價值抱持樂觀的態度。當前期負債比率愈高, 證券商分析師會傾向樂觀預測。當公司的負債比例愈高, 證券商分析師對公司未來盈餘的正

確預測將會愈困難，故亦會藉由樂觀偏誤以與管理當局建立良好關係，獲取資訊進而提升預測正確性。當前期被報導為損失之企業者，證券商分析師會傾向樂觀預測，支持 Das et al. (1998) 實證結果，分析師對於損失企業的預測較非損失企業樂觀。

另外，本研究亦針對應變數—證券商分析師預測偏誤方向 (Bias) 採「絕對金額」(即預期每股盈餘與實際每股盈餘之差) 作測試，其實證結果 (未列表) 與採用虛擬變數的結果相近，故表 5 仍以後者的統計值列示。

陸、結論與建議

隨著 1998 年的亞洲金融風暴、美國及世界各地陸續發生的重大財務醜聞案，乃至我國也接連爆發多起企業弊案後，資訊透明度之重要性才廣受重視。其中，為提升公開發行公司之資訊透明度，臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心 (Gretai Securities Market, OTC) 遂委託證基會建置「資訊揭露評鑑系統」，以提升資訊透明度。本文檢驗財務分析師預測行為是否受資訊透明度高低之影響，並且進一步檢視「資訊揭露評鑑系統」之有效性。

本文之實證結果可歸納獲得以下結論：(一) 證券商分析師為資訊中介者，其主要任務在於蒐集、整理及分析公司相關資料，進而將公司相關資訊轉換為一般投資大眾易於瞭解與運用之資訊，以利其制定適當的投資決策。秉此，當公司之資訊透明度愈高，則證券商分析師對該公司進行預測之意願愈高。其中，當期性資訊具有攸關性之特質 (如：預測價值)，公司之當期性資訊透明度愈高，證券商分析師預測意願愈高。然而，基於蒐集資訊的利益誘因下，公司之資訊透明度不足時，證券商分析師會利用個人特殊管道蒐集私有資訊，進而利用預測公司未來盈餘的行為，以提供投資大眾與公司相關之資訊。故公司的資訊透明度雖會影響證券商分析師之預測意願，但並非最關鍵的要素。(二) 充分獲取與公司相關的資訊乃是提升證券商分析師預測精確性的要件，而本文實證結果發現，公司資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間呈現顯著正相關。再者，不論當期性資訊抑或年報資訊皆能增進證券商分析師預測精確性。然而，隨著創新技術之演進以及商業經營模式之轉變，財務性資訊已逐漸無法充分傳遞公司真正價值；反之，非財務性資訊之重要性逐漸提升。觀察本文研究結果亦發現，年報中非財務性資訊透明度與證券商分析師預測精確性之間呈現顯著正相關，但與年報中財務性資訊透明度則未達顯著水準。另外，進一步觀察實證結果之標準化係數可知，年報中非財務性資訊透明度對證券商分析師預測精確性的影響最大。該結果指出，在現今知識經濟的時代中，非財務性資訊更具有資訊內涵，故藉由具備專業背景與經驗人士解析公司之非財務性資訊後，將得以更為精確地預測公司未來營運狀況。(三) 蒐集公司相關資訊乃是財務分析師提升預測精確性之關鍵要素。依據「管理階層關係假說」可以瞭解，當公司未充分揭露公開資訊時，財務分析師會利用「樂觀偏誤預測」，與管理當局建立良好關係進

而獲取私有資訊。本文研究結果發現，資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向之相關性雖然並未達到顯著水準，但是，兩者之間大致上皆呈現負相關，即當公司資訊透明度不足時，證券商分析師傾向發布樂觀預測。年報中財務性資訊透明度與證券商分析師預測偏誤方向為正相關，即年報中財務性資訊透明度愈低，證券商分析師可能傾向悲觀預測。當年報中財務性資訊透明度愈低，表示公司管理當局意圖隱匿公司經營不佳之負面消息，故證券商分析師在不看好公司未來發展之情境思考下，可能傾向悲觀預測。

綜合上述可知，公司之資訊透明度對證券商分析師預測行為有極為重要的影響，管理當局應該正視揭露公司相關資訊的重要性，進而致力於提升公司之資訊透明度。其中，隨著創新技術時代的來臨以及商業模型之轉變，財務性資訊已逐漸無法充分表達公司真實價值；相反地，非財務性資訊內含充分的資訊價值，故公司應積極揭露非財務性資訊，以利投資者更為完善地瞭解公司概况，以幫助投資人制定有利的投資決策。另外，本文建議證基會應該建立衡量企業非財務性資訊透明度之指標，以提升企業揭露非財務性資訊之意願⁴。

⁴ 作者提供相關文獻予讀者延伸閱讀：程心瑤與蔡宜芬 (2006)、Fried and Givoly (1982)、Porter (1982)、Chung, McInish, Wood, and Wyhowski (1995)、Allen, Cho, and Jung (1997)、Francis, Hanna, and Philbrick (1997)、Bartov and Hayn (2002)、Barth and Hutton (2004)、Lim and Kong (2004)、Chen, Francis, and Jiang (2005)、Bradshaw, Richardson, and Sloan (2006)、Dehning, Pfeiffer, and Richardson (2006)、Loh and Mian (2006)、Clatworthy, Peel, and Pope (2007)、Orens and Lybaert (2007)、Tawatnuntachai and Yaman (2007)、Tong (2007)、Habib and Hossain (2008)、Hodgdon, Tondkar, Harless, and Adhikari (2008)、Barniv and Cao (2009)、Coën, Desfleurs, and L'Her (2009)、Yu, Lord, and Webb (2010)。

參考文獻

- 方軍雄，2007，我國上市公司資訊披露透明度與證券分析師盈餘預測，金融研究，第6期A：136-148。
- 王韶濱與胡雅惠，2010，資訊透明度與市場反應之關聯性研究，修改中論文，國立中興大學會計學系。
- 后祥雯，2004，證券分析師在財務預測資訊中所應扮演的積極角色與功能發揮，證券櫃檯月刊，第97期7月：34-47。
- 吳安妮，1991，經理人員自願揭露盈餘預測資訊給外界之決定因素—實證研究，會計評論，第25期：1-24。
- 吳安妮，1993，財務分析師、管理當局及統計模式預測準確度之比較研究，管理評論，第12卷7月：1-48。
- 林嬋娟與林園成，2002，由安隆案看分析師過度樂觀預測之後果，會計研究月刊，第197期：20-25。
- 范玥琪，1998，財務預測誤差決定性因素之研究，國立彰化師範大學商業教育學系未出版碩士論文。
- 馬淑華，2004，龔照勝：推動公司治理 企業是核心引擎，經濟日報，A7版，第二屆台北公司治理論壇綜合報導。
- 張文瀾、周玲臺與林修葺，2003，內部人持股連續變動公司之盈餘管理行為特性，會計評論，第37期：53-83。
- 張瑞當與方俊儒，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。
- 許秀賓，1993，財務分析師盈餘預測優越性決定因素—實證研究，會計評論，第27期：137-158。
- 陳冠宙、陳育成與陳雪如，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。
- 陳樹，2002，我國企業盈餘操縱問題之誘因、影響與因應對策，當代會計，第3卷第2期：231-242。
- 程心瑤與蔡宜芬，2006，分析師預測與管理當局預測對於企業評價之相對有用性：發佈時機與先後順序，會計評論，第42期：81-107。
- 黃邵彥、吳東憲與紀怡如，2009，企業網站環境會計資訊揭露影響因素之研究，會計與公司治理，第6卷第1期：1-30。
- 謝淑旦、李合龍與李寶桂，2010，資訊揭露評等對企業價值之影響，遠東學報，第27卷第2期：213-228。
- 顏信輝與吳晉誠，2005，法人說明會與公司治理變數對分析師盈餘預測影響之研究，修改中論文，私立淡江大學會計學研究所。

- Allen, A., J. Y. Cho, and K. Jung. 1997. Earnings forecast errors: comparative evidence from the Pacific-Basin capital markets. *Pacific-Basin Finance Journal* 5 (1): 115-129.
- Barniv, R. R., and J. Cao. 2009. Does information uncertainty affect investors' responses to analysts' forecast revisions? An investigation of accounting restatements. *Journal of Accounting and Public Policy* 28 (4): 328-348.
- Barth, M. E., and A. P. Hutton. 2004. Analysts earnings forecast revisions and the pricing of accruals. *Review of Accounting Studies* 9 (1): 59-96.
- Barth, M. E., R. Kasznik, and M. F. McNichols. 2001. Analyst coverage and intangible assets. *Journal of Accounting Research* 39 (1): 1-34.
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2): 173-204.
- Beaver, W. 1998. *Financial Reporting: An Accounting Revolution* (3rd ed.). New Jersey: Prentice-Hall.
- Bhushan, R. 1989. Firm characteristics and analyst following. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2-3): 255-274.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, and R. G. Sloan. 2006. The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): 53-85.
- Brown, L. D. and R. L. Hagerman. 1987. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings. *Journal of Accounting Economics* 9 (1): 61-87.
- Chen, Q., J. Francis, and W. Jiang. 2005. Investor learning about analyst predictive ability. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 3-24.
- Chung, K. H., T. H. McInish, R. A. Wood, and D. J. Wyhowski. 1995. Production of information, information asymmetry, and the bid-ask spread: empirical evidence from analysts forecasts. *Journal of Banking & Finance* 19 (6): 1025-1046.
- Clatworthy, M. A., D. A. Peel, and P. F. Pope. 2007. Evaluating the properties of analysts' forecasts: a bootstrap approach. *The British Accounting Review* 39 (1): 3-13.
- Coën, A., A. Desfleurs, and J-F L'Her. 2009. International evidence on the relative importance of the determinants of earnings forecast accuracy. *Journal of Economics and Business* 61 (6): 453-471.
- Das, S., C. B. Levin, and K. Sivaramakrishnan. 1998. Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review* 73 (2): 277-294.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 145-176.
- Dehning, B., G. M. Pfeiffer, and V. J. Richardson. 2006. Analysts' forecasts and

- investments in information technology. *International Journal of Accounting Information Systems* 7 (3): 238-250.
- Francis, J., and D. Philbrick. 1993. Analysts' decisions as products of a multi-task environment. *Journal of Accounting Research* 31 (2): 216-230.
- Francis, J., J. D. Hanna, and D. R. Philbrick. 1997. Management communications with securities analysts. *Journal of Accounting and Economics* 24 (3): 363-394.
- Fried, D., and D. Givoly. 1982. Financial analysts' forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations. *Journal of Accounting and Economics* 4 (2): 85-107.
- Habib, A. and M. Hossain. 2008. Do managers manage earnings to 'just meet or beat' analyst forecasts? Evidence from Australia. *Journal of Interantional Accounting, Auditing and Taxation* 17 (2): 79-91.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 (2): 125-153.
- Hodgdon, C., R. H. Tondkar, D. W. Harless, and A. Adhikari. 2008. Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts forecast errors. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 17 (1): 1-13.
- Jennings, R. 1987. Unsystematic security price movements, managerial earnings forecast, and revisions in consensus analyst earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 25 (1): 90-110.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71 (4): 467-492.
- Lim, T. 2001. Rationality and analysts' forecast bias. *The Journal of Finance* 56 (1): 369-385.
- Lim, T. K. and H. C. Kong. 2004. New evidence on price impact of analyst forecast revisions. *International Review of Financial Analysis* 13 (2): 161-190.
- Loh, R. K. and G. M. Mian. 2006. Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? *Journal of Financial Economics* 80 (2): 455-483
- Mahoney, W. F. 1991. *Investor Relations: The Professional's Guide to Financial Marketing and Communications* (1st ed.). New York, NY: New York Institute of Finance.
- Orens, R., and N. Lybaert. 2007. Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst. *The International Journal of Accounting* 42 (3): 237-271.
- Porter, G. A. 1982. Determinants of the accuracy of management forecasts of earnings. *Review of Business and Economic Rresearch* 17 (3): 1-13.
- Sedor, L. M. 2002. An explanation for unintentional optimism in analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review* 77 (4): 731-753.

- Tawatnuntachai, O., and D. Yaman. 2007. Do investors overreact to earnings warnings? *Review of Financial Economics* 16 (2): 177-201.
- Tong, H. 2007. Disclosure standards and market efficiency: evidence from analysts' forecasts. *Journal of International Economics* 72 (1): 222-241.
- Watts, R. L. and J. L., Zimmerman. 1985. *Positive Accounting Theory* (1st ed.). New Jersey: Prentice-Hall.
- Waymire, G. 1986. Additional evidence on the accuracy of analyst forecasts before and after voluntary management earnings forecast. *The Accounting Review* 61 (1): 129-142.
- Yu, S., R. A. Lord, and G. Webb. 2010. The hot-growth companies: how well do analysts predict their performance? *Journal of Economics and Business* 62 (2): 195-219.

附錄 中華民國證券暨期貨市場發展基金會之第一屆資訊揭露評鑑系統

一、資訊揭露時效性

編號	評鑑指標	自評 ⁵ 得分
1	公司是否及時公布月營收報告？	_____
2	公司是否及時公告公司及子公司每月背書保證及資金貸放資訊？	_____
3	公司是否及時公告公司及子公司每月從事衍生性商品交易之金額？	_____
4	公司是否依上市櫃資訊申報作業辦法及時申報赴大陸投資及海外子公司之投資資訊？	_____
5	公司是否及時公布公司獨立董事、監察人之主要現職、主要經歷及其兼任其他公司董事、監察人之資訊？	_____
6	公司是否於公開資訊觀測站揭露董事及監察人出(列)席董事會及進修情形？(本指標係加分獎勵項目)	_____
7	公司是否及時向主管機關、證交所或櫃買中心申報庫藏股相關作業？	_____
8	公司是否依上市櫃資訊申報作業辦法及時申報年度已執行及未執行員工認股權憑證資訊？	_____
9	公司年度財務報告是否及時申報？	_____
10	公司年度財務報告是否於年度結束後兩個月內完成申報？(本指標係加分獎勵項目)	_____
11	公司半年度財務報告是否及時申報？	_____
12	公司半年度財務報告是否於半年度結束後一個月內完成申報？(本指標係加分獎勵項目)	_____
13	公司第一季及第三季財務報告是否及時申報？	_____
14	公司合併報表是否及時申報？	_____
15	公司年報是否及時申報？	_____
小計		分

二、預測性財務資訊揭露

編號	評鑑指標	自評 ⁵ 得分
16	公司當年度所編製之財務預測(包含強制及自願)是否全年度不曾更正(新)？	_____
17	公司是否事先說明可能導致當年度財務預測與實際結果產生重大差異的主要因素(前瞻性資訊的警示)？	_____
18	公司財務預測是否未因延遲更新(正)而經主管機關糾正、證交所或櫃買中心處記缺失？	_____
19	公司財務預測之更新(正)是否未因基本假設不合理而經主管機關糾正、證交所或櫃買中心處記缺失？	_____
小計		分

⁵ 若「是」於「自評得分」欄中填「1」，若「否」則填「0」，若不適用填「NA」。

三、年報之資訊揭露

編號	評鑑指標	自評 ⁵ 得分
20	公司年報是否揭露重要會計政策？	_____
21	公司年報所使用的會計原則是否與國內一般公認會計原則一致？	_____
22	公司年報是否揭露固定資產折舊之方法及年限？	_____
23	公司年報是否揭露資產負債評價科目提列方式的評估依據及基礎？ (本指標係加分獎勵項目)	_____
24	公司年報是否揭露長短期投資互轉時之相關資訊？	_____
25	公司年報是否揭露部門別的分析？	_____
26	公司年報是否揭露簽證會計師事務所之名稱及查核報告為無保留(修正式無保留)意見？	_____
27	公司年報是否揭露給付同一簽證會計師及其所屬會計師事務所關係企業之其他非審計公費的金額與性質？	_____
28	公司年報是否揭露關係企業組織圖及股權結構？	_____
29	公司年報是否揭露關係企業之背書保證、資金貸與他人及從事衍生性商品交易資訊？	_____
30	公司年報是否揭露關係人(含關係企業)交易資訊？	_____
31	公司年報是否揭露經營團隊對公司營運之檢討？	_____
32	公司年報是否揭露從總體經濟環境及公司所屬產業的趨勢概況討論？	_____
33	公司年報是否揭露長短期業務發展計畫？	_____
34	公司年報是否揭露研發投資之計畫(金額及進度)？	_____
35	公司年報是否揭露所製造的產品或提供服務之詳細情況？	_____
36	公司年報是否揭露產銷量值及產品組合？	_____
37	公司年報是否揭露具行業特殊性的關鍵比率？(本指標係加分獎勵項目)	_____
38	公司年報是否揭露歷史績效指標(如股東權益報酬率、資產報酬率...等)？	_____
39	公司年報是否揭露風險管理之政策？	_____
40	公司年報是否揭露風險管理之組織架構？(本指標係加分獎勵項目)	_____
41	公司年報是否揭露適用避險會計之目標與方法？	_____
42	公司年報是否揭露員工產值(生產力)？	_____
43	公司年報是否揭露員工之進修與訓練？(本指標係加分獎勵項目)	_____
44	公司年報是否揭露員工行為或倫理守則之有無？(本指標係加分獎勵項目)	_____
45	公司年報是否揭露工作環境與員工人身安全的保護措施(本指標係加分獎勵項目)	_____
46	公司年報是否揭露履行社會責任的描述？(本指標係加分獎勵項目)	_____
47	公司年報是否揭露董監事成員名單、學經歷、持有股數及加入董事會時間？	_____
48	公司年報對董監事相關資訊的揭露是否依其獨立性加以分類？	_____
49	公司年報對董監事相關資訊是否依其擔任公司職務與否加以分類？	_____
50	公司年報對董監事相關資訊的揭露是否依其兼任他公司職務與否加以分類？	_____
51	公司年報是否揭露董監事酬勞的細目與形式(不限金額)？	_____

編號	評鑑指標	自評 ⁵ 得分
52	公司年報是否揭露董監、經理人及大股東股權質押變動情形？	_____
53	公司年報是否揭露提供董監事之訓練？	_____
54	公司年報是否揭露公司治理狀況之討論？	_____
55	公司年報是否揭露前十大取得員工認股權人士之姓名及職位？	_____
56	公司年報是否揭露前十大取得員工分紅人士之姓名、職位及分紅總股數？	_____
57	公司年報是否揭露經理人名單、持有股數及員工認股權持有數？	_____
58	公司年報是否揭露考慮配發員工紅利與董監酬勞後之設算每股盈餘？	_____
59	公司年報是否揭露考慮配發員工分紅配股（以市價計算）後設算之每股盈餘？	_____
60	公司年報是否揭露持股超過 5% 的股東及其持有股數、比例？	_____
61	公司年報是否揭露持股排名前十的股東及其持有股數、比例？	_____
62	公司年報是否揭露股東大會決議事項執行情形之檢討？	_____
小計		分