



# 會計與財務論壇

## Accounting and Finance Forum

### 《會計與財務論壇》投稿規範

#### 壹、發刊主旨

本論壇由靜宜大學會計系出版，一年發行一期(一月出刊及不定期出版特刊)，為學術與實務兼具之刊物，以發表「會計與審計」、「財務管理與會計」、「成本與管理會計」、「資訊決策與會計」、「管理實務與會計」、「公司治理」、「稅務管理」、「回顧性文獻與評論」、「會計未來發展」、及其他與會計相關之文章為主。本論壇發行之主要目的，在於鼓勵學者關注會計與財務相關領域的理論與實務議題，並促成學術研究之發展與交流。

#### 貳、格式規範

《會計與財務論壇》來稿全文，中文稿件以 30000 字，英文稿件以 15000 字為限。來稿內容包含中文與英文摘要，以及 3-5 個中文與英文關鍵詞，書寫格式請參考如下規範：「中文來稿」書寫字體為細明體；「英文來稿」書寫字體為 Time New Rome。中文與英文題目字體大小為 18 號字、大標題為 16 號字、表格與圖標題為 14 號字、內容為 12 號字，前後段距為 6 pt、行距請採單行行距。

#### 參、審查方式

來稿將由兩位專家學者匿名評審，依據兩位評審審查結果，劃分為「刊登」、「修改後刊登」、「送交第三位審查人再審」，以及「退稿」，方式如下：

第一位審查 結果 第二位審查結果	直接刊登	小修後刊登	大修後刊登	退稿
直接刊登	刊登	修改後刊登	修改後 刊登	第三位 審查人再審
小修後刊登	修改後 刊登	修改後 刊登	修改後 刊登	第三位 審查人再審
大修後刊登	修改後 刊登	修正後 刊登	修改並 再審後刊登	退稿
退稿	第三位 審查人再審	第三位 審查人再審	退稿	退稿

#### 肆、來稿方式

來稿請寄論文 Word 檔或 PDF 檔一份,以及「論文刊登與發表意願聲明書」與「論文刊登與發表授權書」各一份, E-mail 至《會計與財務論壇》編輯助理：[徐妍榛 phhsu@pu.edu.tw](mailto:phhsu@pu.edu.tw) 信箱。學刊連絡電話：04-26328001#13023，聯絡地址：433 台中市沙鹿區台灣大道 72 段 200 號 靜宜大學會計系辦公室。

來稿經本刊接受發表後,版權歸本學刊所有,本系將致贈《會計與財務論壇》一本及刊登論文抽印本五份,如需增加份數,每增加五份酌收新台幣 500 元。

## 編輯陣容

總編輯 簡義信 副教授

執行編輯 蔡垂君 副教授

## 編輯委員會委員

陳育成 教授（中興大學財金系） 鄭 莉 副教授（靜宜大學會計系）

黃劭彥 教授（中正大學會資系） 王雅芳 副教授（靜宜大學會計系）

許月瑜 副教授（靜宜大學會計系） 樓雍儀 助理教授（靜宜大學會計系）

陳佳輝 副教授（靜宜大學會計系） 陳欣妤 助理教授（靜宜大學會計系）

劉沂佩 副教授（靜宜大學會計系）



# 會計與財務論壇

## Accounting and Finance Forum

---

第一期

中華民國一〇五年十二月

---

### 目 錄

獨立董事任期與盈餘管理之關係	陳韻珊、吳冠勳、林嘉諭.....	1
公司內部治理機制與財務報表重編之關聯性	鄭莉、王怡婷.....	21
董監事責任險與權益資金成本的影響之關聯性研究	樓雍儀、黃聖芬.....	45

---

## 獨立董事任期與盈餘管理之關係

陳韻珊<sup>1</sup>

銘傳大學會計學系

吳冠勳<sup>2</sup>

中原大學會計學系

林嘉諭<sup>3</sup>

中原大學會計學系

論文編號：1051201

收稿 2016 年 8 月 17 日→第一次修正 2016 年 9 月 26 日→正式接受 2016 年 11 月 11 日

---

本文研究獨立董事之任期是否影響盈餘管理之程度，認為當公司之獨立董事任職期間較長時，能累積較多經驗而有效監督，使抑制盈餘管理的效果較佳。為了測試此觀點，本文探討獨立董事任期對於裁量應計數及數種實質盈餘管理衡量之影響，實證結果顯示當公司獨立董事及獨立監事任期之平均數較長時，公司的裁量應計數水準較低，且從事實質盈餘管理之程度亦較低。進行補充測試時使用數種應計數裁量性與實質盈餘管理之代理變數亦發現一致之研究結果。本文結果意味著獨立董事任期增長並無損其獨立性，反而能累積經驗及達到更好的監督效果。

**關鍵字：**盈餘管理，裁量性應計數，實質盈餘管理，獨立董事任期

---

---

<sup>1</sup>銘傳大學會計學系助理教授

<sup>2</sup>通訊作者，中原大學會計學系助理教授 E-mail: [guan\\_syun@cycu.edu.tw](mailto:guan_syun@cycu.edu.tw)

<sup>3</sup>中原大學會計學系碩士生

---

# The Relation between the Tenure of Independent Directors and Earnings Management

Yun-Shan Chen<sup>1</sup>

Ming Chung University

Guan-Syun Wu<sup>2</sup>

Chung Yuan Christian University

Jia-Yu Lin<sup>3</sup>

Chung Yuan Christian University

Paper No:1051201

Received August 17, 2016→First Revised September 26, 2016→Accepted November 11, 2016

---

This study researches whether the tenure of independent directors affects earnings management. We predict a longer tenure helps to enhance the quality of financial reporting by constraining management's earnings management to a greater extent. Our empirical tests report that firms with a longer averaged tenure of independent directors and independent supervisors experience less obvious earning management, in the respects of both discretion at accruals and real activities earnings management. Our findings maintain qualitatively similar while applying different measures of earnings management. These outcomes imply that an independent director's experience accumulated at a specific firm does not harm his integrity, but can facilitate to sharpen his monitoring skills and thus lift the quality of financial statements.

**Keywords:** Earnings management, discretionary accruals, real activity earnings management, the tenure of independent directors

---

---

<sup>1</sup>Assistant professor, Department of Accounting, Ming Chung University

<sup>2</sup>Corresponding Author, Assistant professor, Department of Accounting, Chung Yuan Christian University

<sup>3</sup>Master in Graduate Department of Accounting, Chung Yuan Christian University

## 壹、緒論

自 1997 年亞洲金融風暴突顯出亞洲企業存在股權集中，且公司治理機制不健全的現象，而在此背景下，使得外資對投資我國公司產生疑慮，造成股市重挫與匯率大幅貶值的情況(葉銀華等人 2002)，2001 年時美國又陸續爆發安隆(Enron)、世界通訊(World Com)等企業財務報導不實之重大舞弊，嚴重打擊市場對公司財務報表的信任度，也喚起了各國對公司治理的重視。

董事會為公司監理機制的核心，而獨立董監事則更是董事會中主要擔任監督財務資訊品質之重要角色，因此美國紐約證券交易所規定，只有獨立董事才能擔任審計委員會與薪酬委員會之委員，說明著獨立董事人選的構成對董事會效能具關鍵性影響。過去存在大量文獻探究獨立董事佔董事會成員之比率對於公司報導資訊之品質具有正面影響(例如 Dechow et al. 1996；Klein 2002；陳瑞斌與許崇源 2007；方俊儒等人 2008；許永聲等人 2013)，但亦有部份研究顯示獨立董事之存在與資訊報導品質呈現負相關(Eng and Mak, 2003)或無相關 (Ho and Wong, 2001; Haniffa and Cooke, 2002)。研究結果不一致之原因包括了研究樣本因當地法規或經營文化不同所致，或獨立董事所扮演之角色不同而有所差異，本文則進一步認為，獨立董事之任期長度亦可能是影響對財務報表監督效果的重要因子。董事會特性與公司治理效果之關係雖已經有許多研究加以探討，但對於獨立董事任期長度與會計資訊品質之關聯性卻少有研究加以探討。過去有研究探討會計師任期長度與會計資訊品質之關聯性，會計師任期過長可能因與管理階層因過度熟悉而失去應有之查核警覺性，過短的會計師任期會使會計師因查核經驗不足，導致對財務報表品質之間都效果較差(Geiger and Raghunandan 2001; Palmrose 1986, 1991)。相同地，本文認為獨立董事的任期長度對會計資訊品質亦可能存在相似影響，當任期增長時獨立董事能累積監督經驗與監督能力，但亦可能因任期增加而怠懈，或因與管理階層過度熟悉而降低對管理者之監督效果。

為了探討獨立董事任期是否對於財報資訊品質之存在影響，本文先計算各公司董事會成員中獨立董事、獨立監事任職年數之平均數，分別測試平均任期對於裁量應計數以及實質盈餘管理行為之影響。實證結果顯示任職年數較長之公司其裁量應計數之絕對值較低，本文亦將裁量應計數依據正負方向分組，測試結果仍支持獨立董監事任期較長時，管理者以應計數裁量權進行向上或向下之盈餘管理之程度較低。在獨立董事任期與實質盈餘管理之關係上，本文測試發現平均獨立董監事任期較長之公司較不會以犧牲毛利、延長付款期間方式進行業務促銷，亦較不會以從事過度生產存貨及減少裁量性支出之方式進行實質盈餘管理，整體結果顯示較長之獨立董監事任期有助於抑制各種盈餘管理行為。

本文的研究發具有以下貢獻：第一，安隆案與沙賓法案突顯了公司治理與董事會職能之重要性，然而，獨立董事任期長度與公司治理效果之關聯性卻少為過

去文獻探討，藉由發現較長之獨立董事任期能增進對公司之了解並增強監督效果，而並非損及獨立性，使後續研究者了解獨立董監事任期長度的確對於治理效果造成影響。第二，本文研究結果顯示當公司所有獨立董監事任職經驗皆未滿三年時，對於財務報表品質之監督效果較差，這意味著公司於獨立董監事之聘僱上可採取階段式的離職或退休，避免一次性全面更換獨立董監事較能確保會計資訊品質。第三，盈餘管理之相關研究一直為會計界熱門之研究議題，本文之研究結果使盈餘管理以及實質盈餘管理之文獻更為豐富，結果顯示公司治理特性會影響應計數為基礎之盈餘管理及實質盈餘管理，再次說明著進行盈餘管理相關之研究時只考量裁量應計數已經不足以涵蓋盈餘管理之完整性，應一併測試實質營運行為。第四，本文研究使用我國數據資料，研究獨立董事之任職經驗對監督效果之影響並顯示這一塊研究領域仍具有許多尚待探討之空間，未來研究可延伸於董事會對於財務報表品質以外公司特性之監督，例如管理者薪酬、公司績效、會計師聘任。

本文結構如下，第二章回顧相關文獻並建立測試假說，第三章說明實證模型與測試樣本，第四章報導實證結果，第五章提供研究結論。

## 貳、文獻回顧與建立假說

### 一、盈餘管理相關研究回顧

財務報表功能為反映公司現時的財務狀況及經營績效，亦幫助資訊使用者評估公司未來之獲利能力及公司價值。管理階層因此可能為了各種市場或私人誘因，透過盈餘管理使會計資訊失真，進而誤導資訊使用者之評估。早期文獻大多從會計應計基礎固有之彈性、判斷空間進行研究(Dechow et al. 1995; Kothari et al. 2005)，自從 Roychowdhury (2006)發表以後，後續有大量文獻研究透過實質的營運活動操弄會計資訊之行為，並稱其為實質盈餘管理 (real activities earnings management)。

應計基礎會計先天上存在需要人為判斷之裁量空間，管理者因而能在一般公認會計原則允許之範疇內具備自主裁量空間，例如：估計存貨跌價損失或提列應收帳款之壞帳比率等，這使管理階層可能利用應計項目的彈性操控盈餘。管理階層在使用應計項目盈餘管理時，必須考慮先前的盈餘管理所造成的效果，因為應計項目具有迴轉的性質，其雖不涉及真實營運活動，但在以後年度若要再度使用應計項目進行盈餘管理，會因為以前年度的應計項目之迴轉造成後續期間盈餘管理空間減少，造成公司必須用更激烈的手段進行財務報表美化(Dechow et al. 1995, 1996; Kothari et al. 2005; Zhang 2012; Ali and Wang 2015; Chan et al. 2015)。

實質盈餘管理是指管理階層不操弄會計政策之彈性，而從實際的營運決策、經濟交易著手，例如改變營業銷貨定價或收款授信政策、改變諸如研發或管理費



用之裁決性支出，或者變動存貨生產計畫等影響現金流量數量或時間點之決策，藉此達成盈餘目標並誤導報表資訊使用者判斷公司之真實營運能力 (Roychowdhury 2006)。過去研究常見之實質盈餘管理方法有下列幾種：(1)削減裁決性研究發展支出及廣告支出，以降低現金流出量，避免減少公司盈餘 (例如 Dechow and Sloan 1991; Bushee 1998)；(2)利用銷貨折扣增加銷貨量或放寬信用條件，以增加銷貨收入 (Roychowdhury 2006)；(3)過度生產決策，大量製造生產提高存貨水準，超額生產將降低每單位產品的固定成本分攤額，藉此減低本期銷貨成本以增加本期淨利 (Baber, Bushee 1998; Roychowdhury 2006)，上述實質盈餘管理之動機往往是出於投機性動機，並使公司經營績效產生負面衝擊。自從 Roychowdhury (2006)發表以後，國內外進行盈餘管理之許多文章於不再僅以裁量應計數進行測試，亦同時考量了實質盈餘管理 (例如 Zhang 2012; Ali and Wang 2015; Chan et al. 2015; 許永聲等人 2013; 黃惠君與翁子涵 2015)。

## 二、獨立董事相關研究回顧

過去文獻證實了公司治理品質對會計資訊品質具有重大影響，如何提升會計資訊品質以保障各方利害關係人一直為公司治理機制應如何設計的重要課題 (例如 Yang and Krishnan 2005; Klein 2002; 許永聲等人 2013; 陳昭蓉 2014)。為此，國際經濟組織提出了發佈了公司治理實務相關守則來做為改革的依循，其中以經濟合作暨發展組織 (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) 及世界銀行 (World Bank) 的公司治理原則廣泛被引用。二個原則框架下均強調董事會的監督的職責，並指出公司應有足夠的獨立董事以防範利益衝突的發生。目前各國之公司治理內部機制可概分兩種，一是單軌制，僅設立董事會，美國與英國屬之，另一種為雙軌制，即同時設有董事會與監察人，董事會負責公司經營策略的決策執行，監察人負責公司營運及財務狀況的監督，德國、日本與我國屬之。

在國內獨立董監事緣起於 2000 年證交所在審議上櫃轉上市之公司時，要求其承諾上市後增設獨立董事與監察人一至二名，直至後來在 2002 年起發布「上市上櫃公司治理實務守則」規定，上市櫃公司至少必須設置二位獨立董事及一位獨立監察人，希望藉由獨立董監事的引進，發揮獨立性與專業性的職能進行有效監督，從此明確立定「獨立董事」與「審計委員會」之法源，並明令「審計委員會」與「監察人」擇一適用，審計委員會自此屬董事會之功能性委員會，但當決議之重大事項仍須董事會決議，藉由專業分工及獨立之立場協助董事會決策。

相關研究顯示獨立董監事的定位，在於以獨立的立場、專業的觀點提供專業且客觀的意見，協助董事會作出對公司所有利害關係人之最佳決策，有效的監督管理階層。過去研究大多支持獨立董事比非獨立董事能更有效監督，相關文獻包括了獨立董事有助於提昇公司報導之資訊品質 (Bedard et al. 2004; 陳瑞斌與許崇源 2007; 柯承恩等人 2010; 許永聲等人 2013)，緩和對於管理者之過高薪酬

支付(Cadenillas et al. 2004；陳昭蓉 2014)，並藉由較有效之監督提昇公司營運績效 (Fama 1980; Fama and Jensen 1983; Brickley et al. 1994；方俊儒等人 2008)。我國於 2002 年證交法之修正正式於法律上肯定董事會獨立性對於有效監督之重要性，呼應了過去研究支持董事會獨立性與會計資訊品質之正向關係。

### 三、獨立董事任期與盈餘管理之相關性

過去研究對於董事會之獨立性及其職能專業性雖已經有許多文獻，但對於獨立董事任期長度造成之監督效果卻少有研究加以探討。Kim et al. (2014)指出董事會監督之有效性除了會受到其獨立特性所影響，隨著時間的經過累積對公司的了解亦能增進其監督效果。Kim et al. (2014)之研究結果顯示獨立董事隨著任期之增長能加強對公司之了解，進而提昇投資績效，說明著存在資深之獨立董事能有使管理者於選擇投資標的時更加審慎。然而，任期雖然能累積查核經驗，但亦可能帶來侵蝕獨立性的隱憂。雖然過去研究顯示公司新聘任會計師時，財務報表之裁量性應計數較高，並且較容易發生財務報表舞弊(Geiger and Raghunandan 2001; Palmrose 1986, 1991)，但安隆案亦突顯了會計師任期過長時可能與管理階層因過從甚密而降低監督，導致聘任會計師任期過長之公司其財務報表品質亦較差。

上述論述意味著獨立董事任期之長度與財務報表資訊品質可能亦存在著類似關係，獨立董事能由任職期間之增長累積經驗並增進監督效果。然而，獨立董事與會計師於職能、薪酬制度上並不一致，安隆之會計師因欲維持非審計之管理顧問服務而以損害審計品質作為交換，然而獨立董事身為公司最高監理單位—董事會之成員，不存在必須以兜售管理顧問服務降低監督品質之誘因，且我國亦尚未存在會計師任期過長會損害審計品質之證據(蘇裕惠 2005；范宏書與陳靜宜 2014)，因此本文採納 Kim et al. (2014)觀點，認為獨立董事任期之增加能累積對公司的了解並增進監督效果，而不是隨著任期增長而損及獨立性。綜合上述，本文建立以下假說：

假說：獨立董事任期長度與會計資訊品質呈現正相關。

## 參、研究設計與測試樣本

為了測試所建立的假說，本文分別以應計基礎會計之裁量權以及實質盈餘管理進行測試。測試會計政策之裁量權是基於以下模型：

$$\begin{aligned} abs(DA)_{i,t} = & \text{Constant} + b_1 * AveTenure_{i,t} + b_2 * Size_{i,t} + b_3 * Lev_{i,t} + b_4 * Age_{i,t} + \\ & b_5 * MBratio_{i,t} + b_6 * Loss_{i,t} + b_7 * ROA_{i,t} + b_8 * Issue_{i,t} + b_9 * OCF_{i,t} + \\ & b_{10} * BigCPA_{i,t} + b_{11} * lagTA_{i,t} + Years_{i,t} + e_{i,t} \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

其中，應變數  $abs(DA)$  為裁量性應計數之絕對值，裁量性應計數之估計係依據 Kothari et al. (2005)，以同年同產業之公司為一組估計調整績效後之裁量應計數，

由於公司可能進行向上虛增盈餘,亦有可能向下壓低盈餘以創造未來盈餘操弄空間,故本研究以裁量性應計數之絕對值作應計基礎會計之盈餘管理代理變數。

模型(1)主要測試自變數為 *AveTenure*, 定義為某一公司於 12 月底時所有獨立董事與獨立監事任職年數總和除以獨立董事與獨立監事之總人數, 由於董事會成員可能於年度中發生異動, 本研究假設僅於會計年度終了日時仍在職之獨立董事、獨立監事能對財務報表數字具有影響力。

在控制變數方面, 本文依據廖秀梅等人(2012), 加入總資產之自然對數(*Size*)、負債比率(*Lev*)、上市櫃年數(*Age*), 以控制規模及企業生命週期相對應計數的變化。由於高成長型之企業較具有盈餘管理的誘因, 故加入企業每股市價除以每股帳面價值(*MBratio*)。為了控制企業獲利能力對盈餘管理的影響, 也加入前期發生淨損設為 1 之虛擬變數(*Loss*)以及資產報酬率(*ROA*)以控制獲利性。本文亦加入營業活動現金流量除以總資產之比率(*CFO*)以控制現金流量與應計項目間可能存在之負相關; 當企業存在較大之現金需求時較有向上操控盈餘的動機, 故模型(1)加入一虛擬變數, 最近二年內發行超過 10% 之新債或新股時設為 1, 反之為 0 (*Issue*)。最後, 本文加入上一期之總應計數以控制應計數會迴轉之特性, 並加入年度固定效果(*Years*)。

為了測試獨立董事任期與實質盈餘管理之關係, 本文依據黃惠君與翁子涵(2015), 建立以下測試模型:

$$REAL\_Activities_{i,t} = Constant + b_1 * AveTenure_{i,t} + b_2 * Size_{i,t} + b_3 * Lev_{i,t} + b_4 * MBratio_{i,t} + b_5 * lagTA_{i,t} + b_6 * AccFlex_{i,t} + Years_{i,t} + e_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

其中, 應變數(*REAL\_Activities*)為實質盈餘管理之代理變數, *AccFlex* 為會計彈性, 定義為期初營運資產除以總銷貨之比率取負值(黃惠君與翁子涵 2015), 其餘變數之定義與模型(1)相同。

本文依據 Roychowdhury (2006), 以相同年度產業之公司估計三種實質盈餘管理程度之代理變數, 如模型(3-1)至(3-3)所示:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + e_{i,t} \dots \dots (3-1)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + b_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + e_{i,t} \dots \dots (3-2)$$

$$\frac{DisExp_{i,t}}{A_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + e_{i,t} \dots \dots (3-3)$$

其中， $CFO$  為營業活動之現金流量， $A$  為總資產， $Sales$  為總銷貨， $PROD$  為銷貨成本加上存貨變動數之合計數， $DisExp$  為行銷費用、研發費用、一般管理費用之合計數。模型(3-1)之估計殘差愈正時意味著以異常銷貨提高當年盈餘之程度較高，模型(3-2)之估計殘差愈正時意味著以過度生產提高當年盈餘之程度較低，模型(3)之估計殘差愈正時意味著以削減裁量性支出作為手段提昇當年盈餘之程度愈高，為了解釋上的一致性，本文將模型(3-1)之估計殘差乘上負 1 後命名為  $abOCF$ ，模型(3-3)之估計殘差乘上負 1 後命名為  $abDisEXP$ ，模型(3-2) 之估計殘差命名為  $abPROD$ ，使上述三個變數愈正時意味著較大幅度之實質盈餘管理；此外，本文亦加總三種實質盈餘管理之衡量，合成一綜合盈餘管理指標  $REAL$ 。計算出  $abOCF$ 、 $abDisEXP$ 、 $abPROD$  與  $REAL$  後，將這四個實質盈餘管理之衡量分別作為模型(2)之應變數。

關於研究樣本之來源與資料期間，財務報表變數來自於台灣經濟新報財務模組中的所有上市上櫃公司，由於金融保險業之營運及財務報導方式較特殊，故本研究排除之。獨立董事姓名、任職起始與終了相關資訊則來自於台灣經濟新報之公司治理模組。研究期間開始於台灣經濟新報獨立董事資訊之最早可得之 2002 年，結束於執行測試時資料最後可得年度 2014 年。

## 肆、測試結果

表一報導以不同應變數進行測試之最終樣本的篩選過程，顯示從 2002 至 2014 我國所有上市上櫃公司共有 23,472 家，排除了 12,333 個不存在獨立董監事之觀察值，然後再排除各測試模型之財務報表變數發生遺漏值之情況，所有迴歸模型之最終樣本皆介於 9,500 至 10,000 個觀察值之間。表二依照年度報導樣本數，顯示各種盈餘管理衡量之之最終樣本皆是逐年遞增，符合我國獨立董監事制度之推廣趨勢。

[插入表一、表二]

表三提供測試模型之敘述性統計，關於會計資訊品質之衡量， $abs(DA)$ 係取絕對值後的裁量應計數，故最小值為 0，還沒取絕對值前之裁量應計數則呈現接近常態之分配，四種實質盈餘管理之衡量  $abOCF$ 、 $abPROD$ 、 $abDisExp$ 、 $REAL$  亦大致都呈現常態分配。主要自變數平均獨立董監事任期( $AveTenure$ )則顯示平均值為接近 3.89 年，中位數與平均數接近，且分佈亦對稱於中位數。各個控制變數敘述統計量之亦符合過去我國研究趨勢，負債比率( $Lev$ )平均數為 0.364，平均獲利性( $ROA$ )為 0.045，有接近 90% 之公司受到大會計師事務所查核財務報表。

[插入表三]

表四報導獨立董監事任期與裁量應計數之關聯性，當應變數為裁量應計數之絕對值( $abs(DA)$ )，獨立董監事平均任期( $AveTenure$ )對應變數之影響顯著為負( $t$  值

為-4.145)，意味著獨立董監事任期較長時比較能夠抑制管理者以會計裁量彈性進行盈餘管理，意味著會計資訊品質較好，這結果亦說明著獨立董監之年資有助於累積經驗及進行更有效之監督，而不是因任期較長而導致獨立性受損，因此，該證據支持本文所建立假說。關於控制變數之結果則大多符合過去文獻之走勢，例如公司規模(*Size*)與公開發行年數(*Age*)皆係數顯著為負，顯示規模較大、較成熟發展之公司其盈餘管理程度較低，結果亦顯示負債比率較高 (*Lev*)、成長型公司 (*MBratio*)較可能有動機以會計裁量權進行盈餘管理，最後，受大會計師事務所查核之虛擬變數(*bigCPA*)顯示其與裁量應計數之絕對值(*abs(DA)*)呈現顯著為負之關聯性，說明大會計師事務所對於盈餘管理之抑制效果較佳。

[插入表四]

表四進一步將具有方向性之裁量應計數分為進行分群，分別測試正值及負值之裁量應計數與董監事任期間的關聯性。結果顯示，當測試樣本為裁量性應計數為正之子樣本( $DA^+$ )，平均獨立董監事任職年數(*AveTenure*)之係數顯著為負( $t$  值為-2.664)，說明著獨立董監事之任期較長時，管理階層以會計裁量權將盈餘向上提昇之程度較低；當測試裁量應計數為負值之子樣本時( $DA^-$ )，結果顯示平均獨立董監事任職年數(*AveTenure*)之係數顯著為正( $t$  值為 2.200)，意味著獨立董監任期較長之公司對於以會計裁量權向下進行盈餘管理之情況較不明顯，整體上，表四支持獨立董監事會隨著任期累積經驗並增進監督能力，抑制管理階層以應計項目進行盈餘管理，使公司整體財務報表品質較佳。

表五測試各種實質盈餘管理衡量方式與獨立董監事任期長度之關聯性，當應變數為以非常規之銷貨模式進行實質盈餘管理時(*abOCF*)時，平均獨立董監事任職年數(*AveTenure*)係數顯著為負( $t$  值為-3.561)，說明著較長的獨立董監任職時間有助於抑制以降低毛利或延後收款之方式進行促銷。當應變數為以異常生產作為實質盈餘管理之手段(*abPROD*)，平均獨立董監事任職年數 *AveTenure* 係數顯著為負( $t$  值為-5.513)，意味著公司之獨立董監事任期較長時較不會以過度生產之方式隱藏費用並提高淨利；同樣地，應變數為刪減裁量性支出(*abDisExp*)時，*AveTenure* 仍之測試仍然顯示顯著為負之結果( $t$  值為-2.332)，意味著獨立董監任期較長時公司較不會以刪減裁量性支出的方式提高年度淨利，最後，本文將前三項實質盈餘管理變數(*abOCF*、*abPROD*、*abDisExp*)加總，得到一項綜合實質盈餘管理指標 *REAL*，其顯示當該綜合指標為應變數時，平均獨立董監事任職年數(*AveTenure*)之測試結果仍顯著為負( $t$  值為-4.635)，整體而言，表五顯示任期較長之獨立董監事能有助於抑制實質盈餘管理，使公司整體財務報表品質較佳，符合本文所建立之假說。

[插入表五]

為了確定先前測試之穩健性，本文設立一虛擬變數 *Less\_3*，若公司存在獨立董監事且所有獨立董監事之任職經驗都小於三年時設為 1，當公司存在獨立董監

事且至少一名獨立董監事之任職經驗高於三年時設為 0。本文於表六、表七之補充測試中以 *Less\_3* 取代原先的連續變數平均獨立董監事任職年數(*AveTenure*)，其他控制變數則維持不變。表六顯示當應變數為裁量應計數之絕對值(*abs(DA)*)時所有獨立董監任期皆低於三年之虛擬變數(*Less\_3*)係數顯著為正(*t* 值為 3.637)，意味著公司之獨立董監事皆任職經驗較少時容易使管理者以會計裁量權進行盈餘管理。分群樣本亦顯示與先前相似之結論，以裁量應計數為正數之子樣本(*DA<sup>+</sup>*)進行測試時所有獨立董監任期皆低於三年之虛擬變數(*Less\_3*)係數顯著為正(*t* 值為 3.287)，雖然裁量應計數為負數之子樣本進行測試時該主要測試虛擬變數呈現不顯著係數(*t* 值為-1.153)，但整體而言，表六仍支持經驗較淺之獨立董監群較無法抑制管理者以會計裁量權進行盈餘管理之行為。

表七以所有獨立董監任期皆低於三年之虛擬變數(*Less\_3*)分別測試各種實質盈餘管理之衡量，其顯示該虛擬變數對於所有的應變數皆有著顯著為正之之係數，意味著若公司所有的獨立董監事皆任職未滿三年，公司管理階層較可能以犧牲毛利之方式促銷，且以過度生產存貨、削減裁量性支出之方式虛增淨利之程度亦較大；本研究亦以不表列結果之方式，以公司中所有獨立董監事任職未滿兩年或一年作為設定虛擬變數為 1 之門檻，藉此取代 *Less\_3* 作為主要測試自變數，結果仍大致上相似於表六、表七，說明著經驗不足之獨立董監事較無法有效抑制管理者的實質盈餘管理行為，亦無法有效抑制基於會計裁量權之盈餘管理，支持本文所建立之假說。

[插入表六、表七]

## 伍、結論

### 一、研究結果

本文認為獨立董監事能隨著任期之增加累積經驗及對公司的了解，藉此增進監督能力，抑制管理階層之盈餘管理行為。實證結果顯示當獨立董監事之平均任期與裁量應計數之絕對值呈現負相關，意味著任期經驗能加強監督財務報表品質之能力，使管理者較不會以應計基礎會計固有的裁量空間進行向上及向下之盈餘管理。

本文又發現董監事平均任期與各種實質盈餘管理之代理變數亦呈現負向關係，公司獨立董監事平均任期較長時，以壓低毛利之異常銷貨、過度存貨製造或刪減行銷、研發費用之手段進行實質盈餘管理之程度亦較低。整體而言，研究結果支持任期較長之獨立董監事更能有效監督，而不是因懈怠或與管理者過於熟悉而降低監督效果。

### 二、管理意涵

公司治理為確保公司有效率且有效果營運的重要機制，雖在過去已經廣泛地加以探討董事會之獨立性與專業性，但過去文獻卻很少針對獨立董監事任期長度之影響加以探究。本文的研究結果意味著獨立董監事任期不會因為過長而懈怠監督，但卻可能任職經驗不足而對於財務報表品質之監控能力較低，因此公司獨立董監事之離職或退休採取分批式而非全面式的離職，較能確保會計資訊品質。

### 三、未來研究方向與研究限制

本文研究結果發現獨立董監事之任期長度的確能累積經驗與監督能力，證實了任職經驗為一項重要之公司治理特性，後續研究可進一步探索獨立董事任期對於其他公司特性之效果，例如對獲利性、成長性之績效議題，或者管理者薪酬或會計師選任等監督效果議題。

在研究限制上，本文於資料辨認上假設若人名相異即為不同之個人，但可能發生獨立董監事因個人因素進行改名或改姓，這會造成資料辨認上認定為不同個體但實質上仍為同一個人，使任期之計算造成錯誤，本文無法排除此種可能性，但由於改姓名之情況並非頻繁普遍，故認為其對於研究推論不造成重大影響。

## 參考文獻

- 方俊儒、李秀英、龍春伶，2008。獨立董監事對公司績效與盈餘品質 對公司績效與盈餘品質之影響 —控制股東之調節效果。會計與公司治理，第5卷，第1期，第55-80頁。
- 范宏書、陳靜宜，2014。會計師任期與財務報表攸關性。會計審計論叢，第4卷，第2期，第1-23頁。
- 柯承恩、陳耀宗、吳姍穎，2010。董監事治理與盈餘管理之關聯性研究。會計學報，第二卷第二期，頁25-60。
- 許永聲、陳信吉、陳琬菁，2013。董事會特性與盈餘管理之選擇行為。會計評論，第57期，第39-72頁。
- 陳昭蓉，2014。信用評等變動與高階經理人薪酬:董事會獨立性、專業性及參與度之調節效果。第42卷，第1期，第103-155頁。
- 陳瑞斌、許崇源，2007。公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，交大管理學報，第27卷，第2期，第55-109頁。
- 黃惠君、翁子涵，2015。實質盈餘管理與會計師產業專業及審計公費之關聯性：公司管理階層對審計品質之認知。當代會計，第16卷，第2期，第211-249頁。
- 廖秀梅、王貞靜、戚務君，2012。一套台灣完整的審計公費資訊告訴我們什麼？中華會計學刊，第8卷，第1期，第49-88頁。
- 葉銀華、李存修、柯承恩，2002。公司治理與評等系統，商智文化。
- 蘇裕惠，2005。會計師任期與審計品質。當代會計，第6卷，第2期，第187-220頁。
- Ali, A., and W. Zhang. 2015. CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 59, No. 1, pp. 60-79.
- Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 3, pp. 305-333.
- Bedard, J., S. M. Chtourou, and L. Courteau. 2004. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A journal of Practices and Theory*, Vol. 23, No. 2, pp. 13-35.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and R. L. Terry. 1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, No. 3, pp.371-390.
- Cadenillas, A., J. Cvitanic, and F.o Zapatero. 2004. Leverage decision and manager



- 
- compensation with choice of effort and volatility. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, No. 1, pp.71-92.
- Chan, L.H., K.C. Chen, T.Y. Chen, and Y. Yu. 2015. Substitution between real and accruals-based earnings management after voluntary adoption of compensation clawback provisions. *The Accounting Review*, Vol. 90, No. 1, pp. 147-174.
- Dechow, P., and R. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, No. 1, pp. 51-89.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by SEC. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, pp. 1-36.
- Eng, L., and Y. Mak. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, No. 4, pp. 325-345.
- Fama, E. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.
- Fama, E., and M. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-25.
- Geiger, M., and K. Raghunandan. 2001. Auditor tenure and audit reporting failure. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*. Vol. 21, pp. 67-78.
- Haniffa, R., and T. Cooke. 2002. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, Vol. 38, No. 3, pp. 317-349.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 85-107.
- Ho, S., and K. Wong. 2003. A study of corporate disclosure practice and effectiveness in Hong Kong. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12, No. 1, pp. 75-102.
- Kim, K., E. Mauldin, and S. Patro. 2014. Outside directors and board advising and monitoring performance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 57, No. 2, pp. 110-131.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 375-400.

- 
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39(February): 163-197.
- Palmrose, Z. 1986. Litigation and independence auditors: The role of business failures and management fraud. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 6, No. 2, pp. 90-105.
- Palmrose, Z. 1991. Trials of legal disputes involving independent auditors: Some empirical evidence. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 149-185.
- Roychowdhury, P. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, pp. 335-370.
- Yang, J. and K. Krishnan. 2005. Audit committees and quarterly earnings management. *International Journal of Auditing*, Vol. 9, No. 3, pp. 201-219.
- Zang, A. 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 675-703.

表一：樣本篩選

應變數	<i>abs(DA)</i>	<i>abOCF</i>	<i>abPROD</i>	<i>abDisExp</i>	<i>REAL</i>
2002-2014 TEJ 樣本數	23,472	23,472	23,472	23,472	23,472
減：獨立董監事不存在之公司	-12,333	-12,333	-12,333	-12,333	-12,333
減：迴歸分析之變數遺漏者	-1,191	-1,167	-1,214	-1,432	-1,474
最終樣本	9,948	9,972	9,925	9,707	9,665

*abs(DA)*：裁量應計數之絕對值；*abOCF*：異常銷貨行為之實質盈餘管理之衡量；*abPROD*：過度生產存貨之實質盈餘管理之衡量；*abDisExp*：異常刪減裁量性支出之實質盈餘管理衡量 *REAL*：綜合實質盈餘管理衡量指標。

表二：各年樣本分佈

年度	<i>abs(DA)</i>	<i>abOCF</i>	<i>abPROD</i>	<i>abDisExp</i>	<i>REAL</i>
2002	303	303	298	286	281
2003	525	525	524	503	502
2004	741	743	741	711	710
2005	746	746	741	716	713
2006	737	738	738	714	714
2007	750	752	749	736	733
2008	747	749	744	736	731
2009	743	744	740	732	729
2010	798	799	797	784	782
2011	864	867	864	849	846
2012	938	941	934	923	917
2013	996	1,001	992	975	966
2014	1,060	1,064	1,063	1,042	1,041
總計	9,948	9,972	9,925	9,707	9,665

*abs(DA)*：裁量應計數之絕對值；*abOCF*：異常銷貨行為之實質盈餘管理之衡量；*abPROD*：過度生產存貨之實質盈餘管理之衡量；*abDisExp*：異常刪減裁量性支出之實質盈餘管理衡量 *REAL*：綜合實質盈餘管理衡量指標。

表三：敘述性統計

變數名稱	樣本量	平均值	標準差	極小值	第1四分位數	中位數	第3四分位數	極大值
<i>abs(DA)</i>	9,948	0.068	0.068	0.000	0.021	0.048	0.091	0.362
<i>abOCF</i>	9,972	-0.008	0.116	-0.397	-0.071	-0.005	0.054	0.417
<i>abPROD</i>	9,925	-0.008	0.124	-0.445	-0.064	0.001	0.057	0.388
<i>abDisExp</i>	9,707	-0.001	0.087	-0.403	-0.035	0.009	0.046	0.258
<i>REAL</i>	9,665	-0.017	0.256	-1.245	-0.134	0.000	0.122	1.063
<i>AveTenure</i>	9,948	3.891	2.612	0.164	1.836	3.335	5.450	12.173
<i>Size</i>	9,948	14.697	1.345	10.356	13.804	14.485	15.337	21.621
<i>Lev</i>	9,948	0.364	0.169	0.003	0.235	0.353	0.477	0.982
<i>Age</i>	9,948	6.380	5.254	1	2.701	5.447	8.967	52.926
<i>Mbratio</i>	9,948	1.864	1.679	0	0.960	1.440	2.220	55.410
<i>Loss</i>	9,948	0.130	0.337	0	0	0	0	1
<i>ROA</i>	9,948	0.045	0.105	-1.276	0.002	0.044	0.098	0.554
<i>Issue</i>	9,948	0.082	0.275	0	0	0	0	1
<i>OCF</i>	9,948	0.066	0.121	-1.446	0.004	0.066	0.135	1.015
<i>BigCPA</i>	9,948	0.892	0.311	0	1	1	1	1
<i>lagTA</i>	9,948	0.001	0.202	-1.331	-0.072	-0.019	0.042	9.837
<i>AccFlex</i>	9,972	5.223	608.604	-1103	-1.077	-0.575	-0.266	60732

*abs(DA)*：裁量應計數之絕對值；*abOCF*：異常銷貨行為之實質盈餘管理之衡量；*abPROD*：過度生產存貨之實質盈餘管理之衡量；*abDisExp*：異常刪減裁量性支出之實質盈餘管理衡量；*REAL*：綜合實質盈餘管理衡量指標；*AveTenure*：獨立董監事任職年數之平均數；*Size*：年底總資產之自然對數；*Lev*：總負債除以總資產之比率；*Age*：自公開發行以來之年數；*Mbratio*：年底每股市價除以年底每股帳面價值；*Loss*：近兩年發生虧損設為 1 之虛擬變數，反之為 0；*ROA*：年度淨利除以年底總資產；*Issue*：近兩年發行新股或新負債之比率超過 10% 時設為 1 之虛擬變數，反之為 0；*OCF*：來自營業活動之現金流量除以總資產；*BigCPA*：當年受大會計師事務所進行審計設為 1 之虛擬變數，反之為 0；*lagTA*：去年總應計數除以去年底總資產之比率；*AccFlex*：會計彈性，定義為期初營運資產除以總銷貨之比率取負值。

表四：獨立董監事任期與裁量性應計數之關聯性

應變數	<i>abs(DA)</i>		<i>DA</i> <sup>+</sup>		<i>DA</i> <sup>-</sup>	
	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值
截距項	0.089	10.673 ***	0.048	4.881 ***	-0.064	-7.846 ***
<i>AveTenure</i>	-0.001	-4.145 ***	-0.001	-2.664 ***	0.001	2.200 **
<i>Size</i>	-0.002	-3.885 ***	0.000	-0.333	0.003	5.933 ***
<i>Lev</i>	0.045	10.505 ***	0.013	2.677	-0.038	-8.733 ***
<i>Age</i>	-0.001	-5.291 ***	-0.001	-4.921 ***	0.000	0.309
<i>MBratio</i>	0.005	11.322 ***	0.003	6.159 ***	-0.003	-6.858 ***
<i>Loss</i>	-0.001	-0.615	0.012	4.576 ***	0.004	1.597
<i>ROA</i>	-0.006	-0.638	0.486	42.732 ***	0.394	40.909 ***
<i>Issue</i>	0.004	1.613	0.004	1.723 *	-0.003	-1.013
<i>OCF</i>	-0.040	-6.077 ***	-0.540	-68.071 ***	-0.490	-53.914 ***
<i>BigCPA</i>	-0.004	-1.872 *	-0.003	-1.368	0.003	1.130
<i>lagTA</i>	0.039	11.645 ***	0.014	3.514 ***	-0.024	-7.154 ***
樣本量	9,948		4,404		5,544	
Adj. R <sup>2</sup>	0.08		0.57		0.3893	
F 值	38.54 ***		258.14 ***		154.598 ***	

各變數定義同於表三，年度固定效果於迴歸測試時有加入但並沒有列表報導，\*、\*\*及\*\*\*分別代表 10%、5%、1%之雙尾統計顯著水準。

表五：獨立董監事任期與實質盈餘管理之關聯性

應變數	<i>abOCF</i>		<i>abPROD</i>		<i>abDisExp</i>		<i>REAL</i>	
	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值
截距項	0.092	7.033 ***	-0.051	-3.782 ***	-0.079	-7.770 ***	-0.041	-1.443
<i>AveTenure</i>	-0.002	-3.561 ***	-0.003	-5.513 ***	-0.001	-2.332 **	-0.005	-4.635 ***
<i>Size</i>	-0.008	-9.113 ***	0.002	2.341 **	0.007	9.833 ***	0.001	0.444
<i>Lev</i>	0.165	24.241 ***	0.207	29.303 ***	0.019	3.580 ***	0.397	26.535 ***
<i>MBratio</i>	-0.012	-16.883 ***	-0.018	-25.724 ***	-0.010	-18.367 ***	-0.040	-26.902 ***
<i>lagTA</i>	-0.014	-2.448 *	-0.001	-0.236	0.009	2.032	-0.005	-0.402
<i>AccFlex</i>	0.000	0.733	0.000	-0.752	0.000	1.451	0.000	-0.291
樣本量	9,972		9,925		9,707		9,665	
Adj. R <sup>2</sup>	0.09		0.15		0.05		0.14	
F 值	53.72 ***		95.79 ***		27.83 ***		88.23 ***	

各變數定義同於表三，年度固定效果於迴歸測試時有加入但並沒有列表報導，\*、\*\*及\*\*\*分別代表 10%、5%、1%之雙尾統計顯著水準。

表六：額外測試—獨立董監事任期與裁量性應計數之關聯性

應變數	<i>abs(DA)</i>		<i>DA</i> <sup>+</sup>		<i>DA</i> <sup>-</sup>	
	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值
截距項	0.081	9.812 ***	0.043	4.374 ***	-0.061	-7.422 ***
<i>Less_3</i>	0.005	3.637 ***	0.005	3.287 ***	-0.002	-1.153
<i>Size</i>	-0.002	-3.825 ***	0.000	-0.336	0.003	5.938 ***
<i>Lev</i>	0.044	10.482 ***	0.013	2.673 ***	-0.038	-8.729 ***
<i>Age</i>	-0.001	-5.869 ***	-0.001	-5.181 ***	0.000	0.649
<i>MBratio</i>	0.005	11.388 ***	0.003	6.169 ***	-0.003	-6.954 ***
<i>Loss</i>	-0.001	-0.487	0.012	4.616 ***	0.004	1.507
<i>ROA</i>	-0.006	-0.690	0.485	42.728 ***	0.394	40.931 ***
<i>Issue</i>	0.004	1.633	0.004	1.668 *	-0.003	-1.060
<i>OCF</i>	-0.041	-6.140 ***	-0.540	-68.165 ***	-0.490	-53.876 ***
<i>BigCPA</i>	-0.004	-1.810 *	-0.003	-1.329	0.003	1.108
<i>lagTA</i>	0.039	11.635 ***	0.014	3.433 ***	-0.024	-7.179 ***
樣本量	9,948		4,404		5,544	
Adj. R <sup>2</sup>	0.08		0.57		0.389	
F 值	38.35 ***		258.52 ***		154.347 ***	

*Less\_3* 為虛擬變數，或公司存在獨立董監事且所有獨立董監事成員之任職經驗皆小於三年設為 1，若至少有一名獨立董監之任職經驗大於或等於三年則設為 0；其他變數定義同於表三，年度固定效果於迴歸測試時有加入但並沒有列表報導，\*、\*\*及\*\*\*分別代表 10%、5%、1%之雙尾統計顯著水準。

表七：額外測試—獨立董監事任期與實質盈餘管理之關聯性

應變數	<i>abOCF</i>		<i>abPROD</i>		<i>abDisExp</i>		<i>REAL</i>	
	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值	係數	<i>t</i> 值
截距項	0.084	6.358 ***	-0.063	-4.597 ***	-0.083	-8.101 ***	-0.063	-2.193 **
<i>Less_3</i>	0.007	2.878 ***	0.010	3.974 ***	0.004	2.042 **	0.020	3.672 ***
<i>Size</i>	-0.008	-9.370 ***	0.002	1.964 **	0.007	9.760 ***	0.000	0.141
<i>Lev</i>	0.165	24.292 ***	0.208	29.382 ***	0.019	3.624 ***	0.398	26.637 ***
<i>MBratio</i>	-0.011	-16.788 ***	-0.018	-25.511 ***	-0.010	-18.330 ***	-0.040	-26.769 ***
<i>lagTA</i>	-0.014	-2.444 **	-0.001	-0.200	0.009	2.017 **	-0.005	-0.400
<i>AccFlex</i>	0.000	0.747	0.000	-0.765	0.000	1.458	0.000	-0.309
樣本量	9,972		9,925		9,707		9,665	
Adj. R <sup>2</sup>	0.09		0.15		0.05		0.14	
F 值	53.45 ***		94.84 ***		27.75 ***		87.72 ***	

*Less\_3* 為虛擬變數，或公司存在獨立董監事且所有獨立董監事成員之任職經驗皆小於三年設為 1，若至少有一名獨立董監之任職經驗大於或等於三年則設為 0；其他變數定義同於表三，年度固定效果於迴歸測試時有加入但並沒有列表報導，\*、\*\*及\*\*\*分別代表 10%、5%、1%之雙尾統計顯著水準。



---

## 公司內部治理機制與財務報表重編之關聯性

鄭莉<sup>1</sup>

靜宜大學會計系

王怡婷<sup>2</sup>

安侯建業聯合會計師事務所

論文編號：1051202

收稿 2016 年 11 月 21 日→第一次修正 2016 年 12 月 20 日→正式接受 2017 年 01 月 05 日

---

本研究探討公司內部治理機制與財務報表重編之關聯性。過去文獻對於財務報表重編與公司治理之研究，多從董事會特性及會計師審計品質來探討，目前專門探討股權結構與財務報表重編之文獻尚缺乏，因此，本文利用台灣為股權集中之國家特性，探討公司內部治理機制中股權結構與財務報表重編之關聯性。本研究選擇 2007 年到 2012 年的台灣上市櫃發生財務報表重編之公司作為研究樣本，以季資料作為觀察資料。實證結果顯示，大股東持股(BLOCK)及董監事持股(DIRECTOR)與重編呈負向關係，且達顯著水準，符合本研究的假說推論。表示當公司治理佳時，能有效的發揮監督功能，愈能維持公司的財務報表品質，降低重編的可能性。

**關鍵詞：**公司內部治理機制、股權結構、財務報表重編、公司治理指標

---

---

<sup>1</sup> 通訊作者，靜宜大學會計系副教授 E-mail: [licheng@pu.edu.tw](mailto:licheng@pu.edu.tw)

<sup>2</sup> 安侯建業聯合會計師事務所審計員

---

# The Relationship between Internal Corporate Governance Mechanism and Financial Restatement

Li Cheng<sup>1</sup>

Providence University

I-Ting Wang<sup>2</sup>

KPMG

Paper No:1051202

Received November 21, 2016→First Revised December 20, 2016→Accepted January 01, 2017

---

The purpose of the study is to examine the relationship between internal corporate governance mechanism and financial restatement. Prior studies using board characteristics or CPA auditing quality as the measurements of corporate governance and examine the relationship between corporate governance and financial restatements and focus on. The firms in Taiwan have highly concentrated ownership structure, and we use ownership structure as a proxy to measure the firms' internal corporate governance mechanisms. We use the quarterly data from 2007 to 2012 as the sample to investigate the impact of internal corporate governance mechanisms on financial restatement. The empirical results find a significantly negative relationship between the block shareholders' holding and the likelihood of restatements. We also find the firms are less likelihood to restate their financial statement when the firm's directors have higher proportion of the firm's shares. The main implication from the above findings is that enhancing the internal corporate governance would improve the quality of financial statements and decrease the probability of restatements.

**Keywords:** Internal corporate governance mechanism; Ownership structure; Financial Restatements; Corporate governance index

---

---

<sup>1</sup>Corresponding Author, Associate professor, Department of Accounting, Providence University

<sup>2</sup>Auditor, KPMG

## 壹、緒論

一個公司有好的內部治理，除了可以提升財報的資訊揭露品質，降低投資人與公司管理階層之間的資訊不對稱，使投資人承受較低的代理風險，此外公司所要求的風險溢酬也會降低，降低公司的資金成本（鄭宏哲、蘇淑慧、呂倩如，2013）。La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer (1999)的研究結果指出，大多數國家皆存在最終控制者具有股權集中的現象，大股東通常藉由金字塔結構或交叉持股方式控制公司，造成控制權與現金流量權偏離的情況發生，提高大股東與小股東間的代理成本。我國亦為股權結構集中之國家(Yeh, Lee, and Woidtke, 2001)，因此大股東與小股東間的代理問題值得重視。

過去從股權結構探討公司治理方面的研究，主要有針對董監事持股比與公司績效之關聯性（李建然、廖秀梅、廖益興，2003）、大股東持股比例與董監股權質押之關聯性（陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳煥鈺，2013）、機構法人股東持股與股東常會可接近性之關係（張力、侯啟嫻、林翠蓉、許蕙欣，2014）。專門探討股權結構與財務報表重編之文獻不多，僅有董事會特性與重編之關聯性（邱秀清、鄭鈞介，2008；薛敏正、林嬋娟、林秀鳳，2008；Abbott, Parker nad Peters, 2004）、公司績效與重編之關聯性（許崇源、戚務君、林宛瑩，2006）、企業資金成本與重編之關聯性（林宗輝、周玉娟、戚務君，2012）、會計師審計品質與重編之關聯性（邱秀清、鄭鈞介，2008；謝佳君，2009；林宜勉、呂惠民、盧其群，2010；Chin and Chi, 2009）。由於財務報表重編表示將已公告之財務報表錯誤，重新修正之前財務報表所揭露的內容，會計資訊為資本市場中重要的資訊來源，因此重編財務報表，除了影響依據原報表來做決策之投資者的權益外，也損害了財務報表的公信力。我國為股權集中之國家，但目前文獻對於財務報表重編之研究，多從董事會特性與會計師審計品質來探討，專門探討股權結構與財務報表重編之文獻不多，因此本文想從台灣為股權集中的公司治理特性探討對於財務報表重編的影響，以財務報表重編作為衡量財務報表品質的代理變數，股權結構針對大股東持股、董監事持股、機構法人持股、控制權偏離程度及董監事股權質押比等變數來衡量公司內部治理的良窳，檢測公司內部治理機制較佳時，是否能夠降低財報重編的機率，使得公司的財務品質更值得信賴。

本研究選擇 2007 年到 2012 年的台灣上市櫃公司作為研究樣本公司，以季資料為研究對象，由於重編發生可能會影響其他年度之多期財務報表，因此本研究根據過去文獻的做法，檢視重編原因之後，刪除相同重編原因的樣本，選擇同一重編原因初次發生的季資料作為本文的研究對象，篩選之後的重編樣本共 163 筆，加上樣本期間未重編的 29,355 筆樣本，最後以 29,518 筆觀察值進行實證分析。本文以 logistic 模型檢測財務報表重編與公司內部治理機制之關聯性，以財務報表重編為因變數，實驗變數加入股權結構相關變數，如：大股東持股比例、董監事持股比例、機構法人持股比例、控制股東控制權與現金流量權偏離程度及董監事股權質押比例。

並依據過去文獻，加入董事會特性變數，並控制財務問題因素以及公司規模作為控制變數。

研究結果發現，大股東持股、董監持股皆與重編呈顯著負相關，分別支持假說一、二的推論。實證結果表示當大股東與董監持股愈高，愈能維持公司的財務報表品質，可以降低公司重編的可能性。在額外測試，依據 Chen et al. (2007)的做法，將公司治理變數轉換成公司治理指標(Governance index P)，綜合考慮公司治理狀況，將公司治理優劣分成三群樣本，探討公司治理強(CG\_S)與公司治理中等(CG\_M)相對於公司治理弱(CG\_W)的樣本公司，對財務報表重編的影響。Logistic 迴歸結果顯示，公司治理強(CG\_S)及公司治理中等(CG\_M)與重編呈負向關係，但未達顯著水準。

會計資訊為投資人評估公司財務狀況的主要參考依據，目前對於財務報表重編之研究，多從董事會特性與會計師審計品質來探討，忽略了台灣是股權集中國家的特性，大小股東間的代理問題值得重視，然而研究股權結構與財務報表重編的文獻不多，本文考慮股權集中特性，檢測與財務報表重編間之關聯性，研究結果顯示股權集中的國家大股東與董監事持股比率越高，與公司利益一致，能夠維持良好的公司治理機制，降低財務報表誤述而須重編的可能，本文研究結果可以彌補目前相關文獻遺漏的不足。

本文後續各章節內容依序如下：第貳部分為財務報表重編及公司內部治理機制的相關文獻與假說推論，第參部分為研究方法，第肆部分為實證結果，第伍部分為結論與建議。

## 貳、文獻探討與假說推論

本文主要針對公司內部治理機制探討對於財務報表重編的影響，茲針對財務報表重編及公司內部治理機制等相關主題進行文獻探討並提出假說推論。

### 一、財務報表重編

無論是有心還是無意，財務報表重編亦即表示將已公布之財務報表作更改變動，推翻了之前財務報表所做的決定，由於會計資訊為資本市場中重要的資訊來源，因此重編財務報表，除了影響依據原報表來做決策之投資者的權益外，也損害了財務報表的公信力。過去文獻指出，當公司績效不佳或面臨較高的資金需求時，經理人可能會有較高操縱盈餘的動因，會透過不當的虛增盈餘，來暫時掩飾或者拖延暴露企業經營失敗的實際情況，導致之後需要更改財務報表的可能性增加(許崇源等，2006；林宗輝等，2012)。因此，有些文獻將財務報表重編視為財務舞弊的警訊，此警訊可以提醒投資大眾注意某些財務上可能已存在問題卻還未引爆的地雷公司(邱秀清、鄭鈞介，2008)，亦可成為內控品質有問題的訊號(Wang and Huang, 2014)。

過去文獻從董事會特性探討與財務報表重編之間的關聯性，發現董事會規模愈

大，容易使董事會運作效率變差，當監督效果不好時，財務報表重編的可能性愈高；董事會任期愈長或董事具有財務專業背景者愈多，對於公司營運可以有更深入且專業的了解，有助董事會發揮監督功能，所以能夠降低財務報表重編的可能性(薛敏正等，2008)。審計委員會獨立性愈高，會降低財務報表重編的機率、審計委員會的開會頻率愈高，可以有效的來監督公司狀況，會顯著地降低財務報表重編的可能性(Abbott et al., 2004)、外部董事席次愈多，能夠降低重編的機率(邱秀清、鄭鈞介，2008)。從會計師審計品質探討與財務報表重編的關聯性，研究發現大型會計師事務所查核的公司，財務報表重編的機會較低(邱秀清、鄭鈞介，2008；謝佳君，2009)、查核會計師任期愈長及產業專精時，可以更有效的了解委託查核之客戶，愈能降低財務報表重編的機率(林宜勉等，2010；Chin, Chen, Kleinman, and Lee, 2009)。過去也有研究從公司盈餘管理角度探討與財務報表重編的關聯性，發現盈餘模糊度、公司財務績效、出資與經營控制力偏離成度等因素，會提高財務報表重編的可能性(許崇源等，2006)。從 Fama and French 三因子模型，探討財務報表重編之經濟後果，發現財務報表重編會對企業的資金成本造成負面影響(林宗輝等，2012)。

由於台灣為股權集中的國家(張力等，2014；Yeh et al., 2001)，大股東與小股東間的代理問題值得重視。大股東可能利用日後可以重編公司財報的特性，暫時性的操控公司盈餘，使財報表現的數字好看，取得依賴財報資訊之使用者的投資，使股價上揚，達到自利的目的，而危害到小股東的權益。過去的文獻指出，公司內部治理機制愈好，則股東常會的可接近性愈佳，顯示小股東更能透過股東會，來表達自己的權益(張力等，2014)。Chen, Kao, and Lu (2014)指出，在高控制股權的環境中，強健的內部治理可以減少控制股權與公司績效的負向關係。

從文獻中可知，透過良好的公司內部治理機制的監督，進而使得財務報表的可信度增加，可維護股東的利益。故本文就台灣股權結構集中現況，探討公司內部治理機制與財務報表重編的關聯性。

## 二、公司內部治理機制

公司治理機制有內部的董事會、監察人及大股東等，企業可藉由提高董事會獨立性、專業性及參與度，建構出良好的內部制理機制，並聘請產業專精會計師補強外部監管機制，使企業的外部投資人能在完整的公司治理機制下，承擔較低的投資風險(鄭宏哲等，2013)。當內部治理機制發揮作用時，會使企業的公司治理有效率，進而讓財務報表的可信度增加，提升資訊的透明度，維護股東的權益。本研究針對公司內部治理機制，檢測其與財務報表重編的關聯性，以下彙總股權結構特性及董事會特性之相關文獻。

過去公司治理文獻探討股權結構者眾多，La Porta et al. (1999)研究發現大多數國家公司的股權結構存在有最終控制者，利用金字塔結構或交叉持股的方式對上市公司進行控制，與美國上市公司普遍具有股權分散的情形不同，而我國上市公司有超過半數是由股權集中的家族企業來領導(Yeh et al., 2001)，研究發現股權偏離程度

愈高，容易損害小股東的權益，降低股東常會的可接近性或是降低公司的經營績效(張力等，2014；林美鳳、金成隆、林良楓，2009；陳安琳等，2013)、股權偏離程度高會減少公司創新活動(Chin et al., 2009)或是公司比較可能會基於剝削小股東的動機進行產品多角化(曹壽民、金成隆、呂學典，2011)，甚至藉由股權影響力來操弄財務報表數字，使得會計保守程度愈低(林美鳳等，2009)。也有文獻支持大股東持股與機構法人持股比率越高，越能夠發揮監督效果，增加公司的經營績效(李建然等，2003；陳安琳等，2013；張力等，2014)，也有文獻發現財務報表不實的嚴重程度會影響自願重編與否的決策，且新任經理人比較願意重編財務報表更正前任經理人的錯誤(林嬋娟、黃惠君，2016)。若從簽證會計師事務所角度來看，會計師產業經驗以及簽證客戶越多，能夠降低重編的機率(陳皆碩、鄭國枝與康湘婷，2016)；受懲戒會計師，懲戒前的重編比率確實比其他未受懲戒會計師高，但是懲戒後，受懲戒會計師的重編比率與其他會計師無顯著差異(Chang, Chen, Chou, and Ko, 2016)。

在董事會特性文獻方面，發現董事會規模愈大，意見眾多不易統整且可能會影響開會效率，反而無法有效監督管理當局，因此可能會提高財務報表重編的可能性(薛敏正等，2008，邱秀清、鄭鈞介，2008；林嬋娟、黃惠君，2016)，董事任期愈長具有豐富經驗能降低重編的可能性(薛敏正等，2008)、董事中具備財務或會計專長者愈多越能預防及偵測財務報表誤述之發生(薛敏正等，2008)、董事會獨立性愈高或董事參與度愈高其資金成本愈低(鄭宏哲等，2013)、審計委員會獨立性愈高、開會頻率愈多及具財務專家，會發揮監督效果，有效降低財務報表重編的可能性(Abbott et al., 2004)；董事會政治關聯性愈高，增加重編機率(紀信義、翁慈青與黃馨儀，2016)。外部董事席次比率愈高，則會有效提升監督效果，使股東常會可接近性增加(張力等，2014)，提升經營績效(李建然等，2003)，降低公司資金成本(鄭宏哲等，2013)，減少重編的機率(邱秀清、鄭鈞介，2008；薛敏正等，2008)。

從董事會特性的文獻可以得知，當董事會獨立性愈高時，董事會能夠有效的監督，可以提升公司的經營績效，降低資金成本。因此當公司治理愈佳時，可以維護股東的權益，減少財務報表重編的可能性。

### 三、假說推論

股權結構與董事會特性為衡量公司內部治理機制良窳之重要依據，一個公司有好的內部治理，除了可以提升財報的資訊揭露品質，降低投資人與公司管理階層之間的資訊不對稱，使投資人承受較低的代理風險，此外公司所要求的風險溢酬也會降低，使公司的資金成本因此降低(鄭宏哲等，2013)。最早的代理問題起源於 Jensen and Meckling (1976)提出的「利益收斂假說」(convergence of interest hypothesis)，內容指出當管理者持股比例愈高，企業績效與自身財務利益依存度較高，因此當公司績效不佳時，會損害到自己的利益，故管理者會有較大的動機去提升公司的經營績效。之後 Jensen and Ruback (1983)提出了「利益掠奪假說」(conflict of interest

hypothesis)，認為當管理者的持股比例愈高，控制公司的權力愈高，反而會產生對公司不利的影響，導致公司經營績效變差。

在過去的文獻中，La Porta et al. (1999)的研究選擇了 27 個富裕國家中的大公司資料，結果發現大多數國家上市公司的股權結構並不像美國上市公司普遍具有股權分散的情形，而是存在最終控制者的股權集中結構，我國上市公司有超過半數是由股權集中的家族企業來領導(Yeh et al., 2001)。因此，在股權集中的國家中，公司真正的核心問題不是管理者與所有者之間的利益衝突問題，而是控制大股東與小股東利益衝突之代理問題(李建然等，2003)。過去文獻對於董事會特性或會計師審計品質變數大多作出一致的結果，由於台灣為股權集中之國家，故本文將以股權結構變數如大股東持股比、董監事持股比、機構法人持股比、股權偏離程度及董監股權質押等變數作為實驗變數，其他過去文獻得出一致結果的相關變數放入控制變數加以控制。

一般而言，當大股東持股比率愈高，基於利益收斂假說，會較積極的去提升公司績效，能有效的降低控制股東與小股東間的代理問題。但是在股權高度集中的國家，有可能產生利益掠奪效果，當大股東持股比愈高，使控制股東與小股東間的代理問題增加，導致公司績效不佳(陳安琳等，2013)。過去文獻對於大股東持股比與重編間的關係不一致，當大股東持股比例愈高，可能會有較大的機會去操控公司財務報表，增加公司績效來取得更大的利益，也有可能產生更多的監督效果，降低重編財務報表的可能性。因此，根據本文推論，提出假說 1：

**H1:**大股東持股比例與財務報表重編有關聯性。

李建然等(2003)研究指出，董監事持股比率與經營績效呈顯著正相關，符合利益收斂假說，表示因為持股比例愈高，董監事自身的利益與公司財務狀況息息相關，董監事與外部投資人間的利益愈趨一致，雙方之間代理成本愈小，使得公司績效愈佳。相反地，基於利益掠奪效果，當董監持股比率愈高，管理者控制公司的權力愈高，容易以自身利益為主要考量，反而會對公司產生不利的影響。過去文獻對於董監持股比與重編間的關係不一致，當董監持股比率愈高，可能會因為控制權影響力大，產生自利而不利公司的情况發生，也有可能產生更多的監督效果，降低重編財務報表的可能性。故根據推論，提出假說 2：

**H2:**董監事持股比例與財務報表重編有關聯性。

相對於小股東，機構法人擁有較多的機會參與公司經營情況，因此對於公司經營者有較大的監督力量。張力等(2014)的實證結果指出，當機構法人的持股比例愈高，股東常會可接近性愈高，表示機構法人股東較重視參與治理來行使其權利。因此，當機構投資人的參與程度愈高，愈會維護股東的利益，致力於監督公司，防止公司做出不正當的財務操控，使得財務報表的可信度增加。因此根據推論，本文提出假說 3：

**H3:**機構法人持股比例愈高，財務報表重編機率愈低。

當控制股東的控制權與現金流量權偏離程度較低，表示股東利益與公司績效較相關，因此會追求公司價值的極大化，使公司的績效較佳，符合利益收斂假說。台灣上市公司股權集中明顯，且普遍有透過金字塔結構或交叉持股達成股權集中現象(Yeh et al., 2001)，當控制股東的控制權與現金流量權偏離程度愈高時，股東本身出資程度較少，仍可取得不對等的權力，控制股東越會追求自身利益極大化，此時就有可能產生剝削小股東的動機，增加代理成本，導致了小股東的權益受損(曹壽民等，2011；張力等，2014)，控制股東甚至可能會藉由其股權影響力來操弄財務報表數字，使得會計保守程度愈低(林美鳳等，2009)。故本文根據文獻推論，提出假說4：

**H4:**控制股東控制權與現金流量權偏離程度愈高，財務報表重編機率愈高。

董監質押股權的動機可能與公司經營有關，如因投機、投資或者現金增資目的，將股權質押以達到目的。但也有可能是因為董監事的個人利益，如想要取得目標公司的控制權，但受限於個人或家族的資金有限，因此以質押股權的方式來取得資金。當公司董監質押比率提高，會擴大盈餘席次偏離程度與股份席次的偏離程度、增加公司的信用風險與加深監察人內部化等代理問題而降低公司績效(陳安琳等，2013)，因此管理者可能容易有掏空舞弊的行為(邱秀清、鄭鈞介，2008)。

當董監事為了取得資金控制公司而質押其股權時，其自身財務利益與公司經營績效關聯性提高，當公司績效不佳時，會損害到董監事自己的利益。因此為了使公司獲得投資人的支持而股價上升，可能會技巧性的操控公司財報盈餘，來掩飾或者拖延暴露企業經營不善的實際情況，導致之後需要更改財務報表的可能性增加(許崇源等，2006)。故根據推論，本文提出假說5：

**H5:**董監事股權質押比例愈高，財務報表重編機率愈高。

## 參、研究方法

本章用來說明本研究所使用的研究方法。第一部分為資料來源，第二部分為實證模型，第三部分為變數定義。

### 一、資料來源

本研究以2007年到2012年作為研究樣本期間，以季資料作為觀察期間的單位，選擇台灣上市櫃公司季報及年報有發生重編之公司為研究對象，並排除金融保險業等行業性質特殊的產業及資料不全的公司。由於重編可能會影響往後年度之多期財務報表，因此本研究檢視重編原因後，刪除同一重編原因的樣本，選取同一重編初次發生作為研究之觀察值(林宜勉等，2010)，篩選後之重編樣本共163筆，加上研究期間內未重編樣本，扣除前後0.5%的極端值後，最終以29,518筆作為研究觀察值。資料選取自臺灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, 簡稱為TEJ)，重編資料及股權結構資料選自審計品質分析資料庫及公司治理資料庫。



[插入表一]

## 二、實證模型

本研究目的主要探討股權結構對於財務報表重編的影響，樣本包含重編及未重編樣本，因變數為財務報表重編(RESTATEMENT)之虛擬變數，以二元 Logistic 迴歸模型檢測財務報表重編與公司內部治理機制之關聯性，實證模型列示如下：

$$\begin{aligned} \text{RESTATEMENT}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{BLOCK}_{i,t} + \beta_2 \text{DIRECTOR}_{i,t} + \beta_3 \text{INSTITUTION}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{DEVIATION}_{i,t} + \beta_5 \text{PLEDGE}_{i,t} + \beta_6 \text{DUALITY}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{BOARDSIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{TENURE}_{i,t} + \beta_9 \text{EXPERT}_{i,t} + \beta_{10} \text{ASSET}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{DEBT}_{i,t} + \beta_{12} \text{BIG4}_{i,t} + \beta_{13} \text{TURNOVER}_{i,t} + \beta_{14} \text{OUTSIDE}_{i,t} \\ & + \beta_{15} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{16} \text{TECH}_{i,t} + \beta_{17} \text{DISTRESS}_{i,t} + \beta_{18} \text{LOSS}_{i,t} \\ & + \beta_{19} \text{OCF}_{i,t} + \beta_{20} \text{NSE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中

RESTATEMENT: 虛擬變數，若公司當季財務報表有重編者為 1，否則為 0；

BLOCK: 大股東持股比例(根據證交所定義，持股 10% 以上為大股東)；

DIRECTOR: 董監事持股比例(董監事持股數/總股數)；

INSTITUTION: 機構法人持股比例(機構法人持股數/總股數)；

DEVIATION: 控制股東控制權與現金流量權偏離程度，偏離程度=股份控制權-現金流量權；

PLEDGE: 董監事股權質押比例(董監事質押股數/董監事持股數)；

DUALITY: 虛擬變數，若總經理同時兼任董事長者為 1，否則為 0；

BOARDSIZE: 董事會規模(人數)取自然對數；

TENURE: 董監平均任期；

EXPERT: 虛擬變數，若董事具備財務或會計專長者為 1，否則為 0；

ASSET: 公司資產總額取自然對數；

DEBT: 負債比率(負債總額/資產總額)；

BIG4: 虛擬變數，查核會計師事務所為四大會計師事務所為 1，否則為 0；

TURNOVER: 虛擬變數，3 年內財務主管異動次數超過一次以上為 1，否則為 0；

OUTSIDE: 董事會中外部個人董事席次比率；

ROA: 稅後息前之總資產報酬率；

TECH: 虛擬變數，若公司屬於電子業者為 1，否則為 0；

DISTRESS: 虛擬變數，若公司有財務危機發生者為 1，否則為 0；

LOSS: 虛擬變數，若稅後淨利為負者設為 1，否則為 0；

OCF: 虛擬變數，若來自營業活動現金流量為負者設為 1，否則為 0；

NSE: 虛擬變數，若股東權益總額為負者設為 1，否則為 0。

### 三、變數定義

本研究因變數為財務報表重編公司虛擬變數，若為公司財務報表重編者為 1，否則為 0。由於董事會特性和會計師審計品質過去皆有文獻專門探討其與財務報表重編的關係，股權結構對重編之文獻尚缺乏，故本文以台灣為股權集中之國家特性，探討股權結構變數與財務報表重編之關聯性。自變數加入以下的股權結構變數：大股東持股比例(BLOCK)，根據證券交易所規定，將大股東定義為持股總數 10% 以上之股東。董監事持股比例(DIRECTOR)，本文以董監事持股數佔總股數為董監事持股比例。機構法人持股比例(INSTITUTION)，本文以上市上櫃公司股權結構中，政府機構持股、本國金融機構持股、本國信託基金持股、本國公司法人持股、本國其他法人持股、僑外金融機構持股、僑外法人持股、僑外信託基金持股之持股比率來代表機構法人之持股，愈大值表示機構法人持股比率愈大。控制股東控制權與現金流量權偏離程度(DEVIATION)，本文以股份控制權扣除現金流量權為控制權偏離。董監事股權質押比例(PLEDGE)，本文以董監事質押股數佔董監事總持股數為董監事股權質押比例。

控制變數根據過去文獻作法，加入了董事會特性相關變數，如總經理兼任董事長(DUALITY)，當總經理同時兼任董事長設為 1，否則為 0；董事會規模取自然對數(BOARDSIZE)，以董事會人數取自然對數來衡量董事會規模；董監平均任期(TENURE)，本文將同一年度中，各董監的任期取自然對數後加總並且求出平均值，作為董監平均任期；董事具備財務獲會計專長(EXPERT)，根據過去文獻作法，本文利用董事為投資顧問、會計師且有實務經驗者、曾擔任或現在擔任其他上市上櫃公司的財務主管、高階經理人(董事長、總經理、副總經理)設為 1，否則為 0(Abbott et al., 2004；薛敏正等，2008)；為了控制其他變數的影響，本研究根據過去文獻加入了公司資產總額取自然對數(ASSET)、負債比率(DEBT)、四大會計師事務所(BIG4)、財務主管異動(TURNOVER)、外部各人董事席次比率(OUTSIDE)、資產報酬率(ROA)、電子業(TECH)、財務危機發生(DISTRESS)、稅後淨利為負(LOSS)、來自營業活動現金流量為負(OCF)及股東權益總額為負(NSE)。

## 肆、實證結果

### 一、敘述性統計

表二為樣本敘述性統計量。本研究參考過去研究文獻，以財務報表重編作為衡量財務品質的代理變數。由表二得知，財務報表重編(RESTATEMENT)的平均數為 0.006，表示有 0.6% 的樣本公司之財務報表有重編發生；大股東持股比例(BLOCK)的平均數為 19.88%，董監持股比(DIRECTOR)的平均數為 23.428%，機構法人持股

比(INSTITUTION)的平均數為 34.822%，控制權與現金流量權偏離程度(DEVIATION)的平均數為 6.129，董監事股權質押比率(PLEDGE)的平均數為 7.182%。

控制變數方面，總經理兼董事長(DUALITY)的平均數為 0.299，董事會規模(BOARDSIZE)的平均數為 0.82，董監平均任期(TENURE)的平均數為 0.9，董事具備財務或會計專長(EXPERT)的平均數為 0.892，資產總額取自然對數(ASSET)的平均數為 6.534，負債比率(DEBT)的平均數為 36.9，最大值為 282.07，最小值為 0.32，表示樣本公司的舉債程度差異頗大；查核會計師事務所為四大會計師事務所(BIG4)的平均數為 0.842，表示在上市櫃公司中，有 84.2%的公司選擇四大會計師事務所為查核會計師；3年內財務主管異動次數超過一次以上(TURNOVER)的平均數為 0.389，董事會中外部個人董事席次比率(OUTSIDE)的平均數為 2.319，資產報酬率(ROA)的平均數為 0.948，電子業(TECH)的平均數為 0.587，有財務危機之公司(DISTRESS)的平均數為 0.088，淨利為負之公司(LOSS)的平均數為 0.266，來自營業活動現金流量為負之公司(OCF)的平均數為 0.328，股東權益總額為負之公司(NSE)的平均數為 0.003。

[插入表二]

## 二、相關性分析

本研究以 Pearson 相關係數來檢測各變數之間的關聯性與預測方向，其全部的變數結果如表三。從表三可得知，財務報表重編(RESTATEMENT)與董監股權質押(PLEDGE)、負債比率(DEBT)、3年內財務主管異動次數超過一次以上(TRUNOVER)、財務危機公司(DISTRESS)、淨利為負(LOSS)、來自營業活動之現金流量為負(OCF)及股東權益總額為負(NSE)皆呈顯著正相關，與預期方向一致。財務報表重編(RESTATEMENT)與董監持股比(DIRECTOR)、董事具備財務或會計專長(EXPERT)、四大會計師事務所查核(BIG4)、外部個人董事席次比率(OUTSIDE)及資產報酬率(ROA)呈顯著負相關，與預期方向一致。而財務報表重編(RESTATEMENT)與董事會規模(BOARDSIZE)及資產總額(ASSET)預期方向不同，但未達顯著水準。大多數變數的相關性都在 0.438 以下，沒有高度相關。

[插入表三]

## 三、獨立樣本 t 檢定

表四為獨立樣本 t 檢定，將樣本依照是否重編，分成兩群，進行獨立樣本 t 檢定。從表四中的結果可以得知，非重編公司的董監事持股(DIRECTOR)、董事會規模(BOARDSIZE)、外部董事比率(OUTSIDE)皆顯著高於重編公司，且非重編公司顯著多由四大會計師事務所查核(BIG4)且公司績效(ROA)較佳，意謂董監事持股愈高、董事會規模較大、外部董事比率愈高、績效比較好且聘任四大會計師事務所進行財務報表查核之公司，其財務報表重編的可能性較低。此外，我們也發現重編樣本公

司董監事股權質押比率(PLEDGE)越高、董事長兼任總經理(DUALITY)、公司規模(ASSET)、財務主管異動(TURNOVER)、財務危機變數(DISTRESS)、稅後淨利為負(LOSS)、來自營業活動現金流量為負(OCF)和股東權益總額為負(NSE)的平均數皆大於未重編樣本，且達顯著水準。

[插入表四]

#### 四、Logistic 迴歸

本研究依循過去有關財務報表重編的文獻，以 Logistic 迴規模型，來探討公司內部治理機制與財務報表重編的關係。在表五中，大股東持股(BLOCK)與財務報表重編(RESTATEMENT)的係數為-0.020，達 5%顯著水準，與獨立樣本 t 檢定的結果相同，表示當大股東持股比愈高，對於公司愈有監督效果，符合 Jensen et al. (1976)提出的「利益收斂假說」，因此會降低重編的可能性，支持本研究假說一。董監持股比(DIRECTOR)與重編(RESTATEMENT)的係數為-0.024，達 1%顯著水準，表示當董監持股比例愈高，其自身的財務利益與公司經營績效的依存度愈高，因此愈會發揮監督功能，降低日後重編的可能性，符合本研究假說二的推論。

機構法人持股(INSTITUTION)與重編(RESTATEMENT)呈正向關係，與預期方向不符，且未達顯著水準。本研究並未觀察到當機構法人持股愈高，愈能降低財報重編機率的關係，未支持本研究的假說三。股權偏離程度(DEVIATION)與重編呈正向關係，符合本研究預期方向，但未達顯著水準，實證結果未支持本研究的假說四。董監股權質押比(PLEDGE)與重編(RESTATEMENT)呈正向關係，未達顯著水準。本研究並未觀察到當董監質押比與財報重編機率的關係，實證結果未支持本研究的假說五。

在控制變數方面，外部董事(OUTSIDE)和四大會計師事務所(BIG4)與重編呈負向顯著關係，表示當公司內部治理機制愈佳，也會聘雇較具獨立性的公司外部治理，來維護公司的財務狀況，降低往後財務報表重編的可能性。反之，負債比率(DEBT)、3年內財務主管異動(TURNOVER)、稅後淨利為負(LOSS)與財務報表重編呈正向關係，且達顯著水準。表示內部治理機制較差的公司，無法有效監督及改善公司的財務狀況，導致公司財務狀況不佳，因此提高了重編的可能性。

[插入表五]

#### 五、額外測試

由於公司治理變數眾多，只考慮單一變數未能完整評估公司治理機制優劣，Chen, Kao, Tsao, and Wu (2007)藉由建立公司治理指標變數(Governance index P)取代眾多的單一公司治理變數，作為衡量公司整體的公司治理狀況，避免不同的單一變數所導致結果的不一致。高蘭芬、盧正壽、黃冠智、陳安琳(2012)研究發現，單一公司治理構面不能完整呈現公司治理的全貌，反之，整合性公司治理評等指標比單一公司治理構面，更能反映出公司整理的公司治理程度強弱。故本研究額外測試探

討公司治理指標對財務報表重編的影響，依據 Chen et al. (2007)的做法，綜合考量公司治理各項機制，使用公司治理指標變數(Governance index P)來做為衡量公司內部治理的狀況，公司治理指標為四個指標變數的總和，範圍從 0 到 4，公司治理指標計算及定義如下：

$$\begin{aligned} \text{公司治理指標"P"} &= \text{CEO 雙重性指標} + \text{董事會規模指標} \\ &+ \text{管理階層持股指標} + \text{大股東持股指標} \end{aligned}$$

[插入表六]

依據 Chen et al. (2007)的做法，建立公司治理指標(P)來做為衡量公司整體的公司治理狀況，將公司治理指標分成三群，本文設兩個虛擬變數，當公司治理指標總和為 3 或 4 時，設為公司治理強的指標變數，若符合則設為 1，否則為 0。當公司治理指標總和為 2 時，設為公司治理中等的指標變數，符合設為 1，否則為 0。本研究探討公司治理強(CG\_S)及公司治理中等(CG\_M)相對於公司治理弱的公司，與重編的關聯性。納入公司治理指標後，模型(2)如下：

$$\begin{aligned} \text{RESTATEMENT}_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \text{CG\_S}_{i,t} + \beta_2 \text{CG\_M}_{i,t} + \beta_3 \text{INSTITUTION}_{i,t} \\ &+ \beta_4 \text{DEVIATION}_{i,t} + \beta_5 \text{PLEDGE}_{i,t} + \beta_6 \text{TENURE}_{i,t} + \beta_7 \text{EXPERT}_{i,t} \\ &+ \beta_8 \text{ASSET}_{i,t} + \beta_9 \text{DEBT}_{i,t} + \beta_{10} \text{BIG4}_{i,t} + \beta_{11} \text{TURNOVER}_{i,t} \\ &+ \beta_{12} \text{OUTSIDE}_{i,t} + \beta_{13} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{14} \text{TECH}_{i,t} + \beta_{15} \text{DISTRESS}_{i,t} \\ &+ \beta_{16} \text{LOSS}_{i,t} + \beta_{17} \text{OCF}_{i,t} + \beta_{18} \text{NSE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

本研究額外測試依據 Chen et al. (2007)的做法，建立公司治理指標(P)，並將公司治理指標分成三群，本文設兩個虛擬變數，探討公司治理強(CG\_S)及公司治理中等(CG\_M)相對於公司治理弱的公司，與重編的關聯性。表七為加入公司治理指標變數之 Logistic 迴歸結果，根據 7 的結果發現公司治理強(CG\_S)與公司治理中等(CG\_M)的係數分別為-0.009 和-0.056，與財務報表重編呈負向關係，表示相對於公司治理弱的樣本公司，公司治理較好的公司，其重編機率較低，但未達顯著水準。

在控制變數方面，結果大多與表五類似。四大會計師事務所(BIG4)及外部個人董事(OUTSIDE)與重編呈負向顯著關係，當公司內部治理機制愈好，對於公司愈有監督效果，因此愈有可能聘請較專業的外部治理來維護公司的財務狀況，降低往後財務報表重編的可能性。反之，負債比率(DEBT)、稅後淨利為負(LOSS)和股東權益總額為負(NSE)與財務報表重編呈正向關係，且達顯著水準。

[插入表七]

## 伍、結論與建議

本研究的目的是在探討公司內部治理機制與財務報表重編的關聯性，樣本期間為 2007 年到 2012 年，共六年。Logistic 迴歸分析結果發現，大股東持股(BLOCK)與重編(RESTATEMENT)呈負向顯著關係，當大股東持股比愈高，對於公司愈有監督效果，因此會降低重編的可能性，支持本研究假說一。董監持股比(DIRECTOR)與重編(RESTATEMENT)呈負向顯著關係，表示當董監持股比例愈高，其自身的財務利益與公司經營績效的依存度愈高，因此愈會發揮監督功能，降低日後重編的可能性，符合本研究假說二的推論。機構法人持股比(INSTITUTION)、股權偏離程度(DEVIATION)和董監股權質押比(PLEDGE)與重編(RESTATEMENT)皆為正向關係，皆未達顯著水準。本研究未觀察到機構法人持股、股權偏離程度及董監股權質押與重編的關聯性，未支持本研究的假說三、四、五。

本研究的額外測試依據 Chen et al. (2007)的做法，建立公司治理指標(Governance index P)來做為衡量公司整體的公司治理狀況，指標變數的 Logistic 迴歸結果顯示，公司治理指標強(CG\_S)及公司治理指標中等(CG\_M)與重編呈負向關係，與本研究預期方向相同，表示相對於公司治理弱的樣本公司，公司治理較好的公司，其重編機率較低，但皆未達顯著水準。控制變數結果與表 5 類似，當公司內部治理機制愈好，對於公司愈有監督效果，因此愈有可能聘請較專業的外部治理來維護公司的財務狀況，降低往後財務報表重編的可能性。

我國為股權集中的國家，主要存在大小股東間的代理問題，本文研究考慮股權集中的特性後，發現大股東持股與董監事持股越高與公司利益越一致，支持利益收斂觀點，因此可以降低財務報表誤述而須重編的情形，本文研究結果可以彌補目前相關文獻遺漏的不足。然而財務報表重編的原因很多，有些屬於非錯誤或者舞弊等重大影響財務報表重編的因素，例如會計政策變動，因此未來研究建議可以先排除由於會計政策變動所引起的財務報表重編樣本，再執行進一步的實證研究。

## 參考文獻

- 李建然、廖秀梅、廖益興，2003，股權結構、董事會獨立性與企業經營績效之研究，2003 成功大學會計理論與實務研討會。
- 林宗輝、周玉娟、戚務君，2012，財務報表重編與資金成本，中山管理評論，第 20 卷第 2 期，533-567 頁。
- 林宜勉、呂惠民、盧其群，2010，會計師審計品質與財務報表重編之關聯性，中山管理評論，第 18 卷第 2 期，407-445 頁。
- 林美鳳、金成隆、林良楓，2009，股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究，臺大管理論叢，第 20 卷第 1 期，289-330 頁。
- 林嬋娟、黃惠君，2016，自願性財務報表重編：經理人誘因與壓力之觀點，管理評論，第35卷第1期，1-20頁。
- 邱秀清、鄭鈞介，2008，董監事會及審計品質與財務報表重編，國立空中大學商學學報，第 16 期，67-86 頁。
- 紀信義、翁慈青、黃馨儀，2016，董事會政治關連與財務報表重編之關係，中山管理評論，第 24 卷第 3 期，409-445 頁。
- 高蘭芬、盧正壽、黃冠智、陳安琳，2012，公司治理、公司績效與投資策略，中山管理評論，第 20 卷第 3 期，851-880 頁。
- 張力、侯啟嫻、林翠蓉、許蕙欣，2014，公司治理結構與股東常會可接近性之關係，臺大管理論叢，第 24 卷第 2 期，213-248 頁。
- 曹壽民、金成隆、呂學典，2011，股權結構與多角化，臺大管理論叢，第 22 卷第 1 期，165-198 頁。
- 許崇源、戚務君、林宛瑩，2006，財務報表重編的影響因素：誘因與機會觀點，財務報告重編、盈餘透明度與公司治理計畫(國科會計畫 NSC93-2416-H-004-037)。
- 陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳煊鈺，2013，董監事股權質押與公司治理之研究，中山管理評論，第 21 卷第 2 期，299-337 頁。
- 陳皆碩、鄭國枝、康湘婷，2016，會計師產業簽證經驗與簽證工作量對財務報表重編之影響，中山管理評論，第24卷第1期, 153-198頁。
- 鄭宏哲、蘇淑慧、呂倩如，2013，董事會特性暨會計師產業專精於權益資金成本之研究，會計審計論叢，第 3 卷第 2 期，27-59 頁。
- 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 28 期第 2 卷，73-103 頁。

- 謝佳君，2009，股權結構、董事會組成與審計品質對財務報表重編關聯性之研究，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
- Abbott L. J., S. Parker, and G. F. Peters. 2004. Audit Committee Characteristics and Restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23(1), pp. 69-87.
- Chang, W. C., Y. S. Chen, L. T. L. Chou, and C. H. Ko. 2016. Audit Partner Disciplinary Actions and Financial Restatements. *A Journal of accounting, Finance and Business Studies* 52(2), pp. 286-318.
- Chen A., L. Kao, and C. S. Lu. 2014. Controlling Ownership and Firm Performance in Taiwan: The Role of External Competition and Internal Governance. *Pacific-Basin Finance Journal* 29, pp. 219-238.
- Chen A., L. Kao, M. Tsao, and C. Wu. 2007. Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review* 15(2), pp. 251-261.
- Chin C. L., and H. Y. Chi. 2009. Reducing Restatements with Increased Industry Expertise. *Contemporary Accounting Research* 26(3), pp. 729-765.
- Chin C. L., Y. J. Chen, G. Kleinman, and P. Lee. 2009. Corporate Ownership Structure and Innovation: Evidence from Taiwan's Electronics Industry. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 24(1), pp.145-175.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11(1-4), pp. 5-50.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* 54(2), pp. 471-517.
- Wang Y. F., and Y. T. Huang. 2014. Types of Restatement Decisions and Ex-ante Red Flags of Internal Control Quality. *Global Journal of Business Research* 8(1), pp. 1-8.
- Yeh Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2(1), pp. 21-48.



表一：樣本篩選

2007~2012 年重編樣本	774
扣除：金融保險證券業	(157)
扣除：資料不全	(137)
扣除：相同重編原因之樣本	<u>(317)</u>
最終重編樣本	163
研究期間內未重編樣本	<u>29,355</u>
全部觀察值	<u>29,518</u>

表二：敘述性統計(n=29,518)

變數名稱		平均數	標準差	最小值	Q1	Q3	最大值
財務報表重編	RESTATEMENT	0.006	0.074	0.000	0.000	0.000	1.000
大股東持股比	BLOCK	19.880	11.354	0.000	11.940	25.730	87.190
董監事持股比	DIRECTOR	23.428	14.152	0.000	13.080	29.920	87.670
機構法人持股比	INSTITUTION	34.822	21.731	0.000	17.010	50.480	93.070
股權偏離程度	DEVIATION	6.129	10.352	0.000	0.340	6.370	91.670
董監股權質押比	PLEDGE	7.182	14.900	0.000	0.000	6.300	86.530
總經理兼任董事長	DUALITY	0.299	0.458	0.000	0.000	1.000	1.000
董事會規模	BOARDSIZE	0.820	0.114	0.301	0.699	0.845	1.431
董監平均任期	TENURE	0.900	0.235	0.033	0.762	1.046	1.763
董事具財會專長	EXPERT	0.892	0.311	0.000	1.000	1.000	1.000
公司資產總額	ASSET	6.534	0.586	4.021	6.136	6.854	9.234
負債比率	DEBT	36.900	18.406	0.320	23.820	47.500	282.070
四大會計師事務所	BIG4	0.842	0.365	0.000	1.000	1.000	1.000
財務主管異動	TURNOVER	0.389	0.487	0.000	0.000	1.000	1.000
外部個人董事席次	OUTSIDE	2.319	1.498	0.000	1.000	3.000	16.000
資產報酬率	ROA	0.948	4.799	-431.410	-0.060	2.560	113.470
電子業	TECH	0.587	0.492	0.000	0.000	1.000	1.000
財務危機	DISTRESS	0.088	0.283	0.000	0.000	0.000	1.000
稅後淨利為負	LOSS	0.266	0.442	0.000	0.000	1.000	1.000
營業活動現金流量為負	OCF	0.328	0.469	0.000	0.000	1.000	1.000
股東權益總額為負	NSE	0.003	0.059	0.000	0.000	0.000	1.000

## 變數定義：

RESTATEMENT：虛擬變數，若公司當季財務報表有重編者為1，否則為0；

BLOCK：大股東持股比例(根據證交所定義，持股10%以上為大股東)；

DIRECTOR：董監事持股比例(董監事持股數/總股數)；

INSTITUTION：機構法人持股比例；

DEVIATION：控制股東控制權與現金流量權偏離程度(股份控制權-現金流量權)；

PLEDGE：董監事股權質押比例(年底董監事質押股數/年底董監事持股數)；

DUALITY：虛擬變數，若總經理同時兼任董事長者為1，否則為0；

BOARDSIZE：董事會規模(人數)取自然對數；

TENURE：董監平均任期；

EXPERT：虛擬變數，若董事具備財務或會計專長者為1，否則為0；

ASSET：公司資產總額取自然對數；

DEBT：負債比率(負債總額除以資產總額)；

BIG4：虛擬變數，查核會計師事務所為四大會計師事務所設為1，否則為0；

TURNOVER：虛擬變數，3年內財務主管異動次數超過一次以上為1，否則為0；

OUTSIDE：董事會中外部個人董事席次比率；

ROA：稅後息前之總資產報酬率；

TECH：虛擬變數，如果該公司為電子業設為1，否則為0；

DISTRESS：虛擬變數，若公司有財務危機發生者為1，否則為0；

LOSS：虛擬變數，若稅後淨利為負者設為1，否則為0；

OCF：虛擬變數，若來自營業活動現金流量為負者設為1，否則為0；

NSE：虛擬變數，若股東權益總額為負者設為1，否則為0。

表三：Pearson 相關係數表(n=29,518)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	14.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.
1.RESTATEMENT	1																				
2.BLOCK	-0.004	1																			
3.DIRECTOR	-0.019**	-0.152**	1																		
4.INSTITUTION	-0.009	0.222**	0.423**	1																	
5.DEVIATION	-0.006	-0.110**	0.438**	0.374**	1																
6.PLEDGE	0.017*	-0.010	-0.101**	0.022**	-0.088**	1															
7.DUALITY	0.010	0.018**	-0.083**	-0.162**	-0.152**	-0.004	1														
8.BOARDSIZE	-0.003	-0.170**	0.079**	0.204**	0.148**	0.034**	-0.131**	1													
9.TENURE	-0.006	-0.048**	-0.148**	-0.106**	-0.131**	0.095**	0.002	0.007	1												
10.EXPERT	-0.012*	-0.020**	0.021**	0.063**	0.061**	-0.044**	-0.026**	0.004	-0.215**	1											
11.ASSET	0.002	-0.119**	-0.165**	0.385**	0.079**	0.190**	-0.119**	0.312**	0.234**	-0.027**	1										
12.DEBT	0.083**	0.072**	-0.001	0.016*	-0.024*	0.132**	-0.001	-0.058**	-0.018**	-0.055**	0.126**	1									
13.BIG4	-0.040**	-0.019**	-0.014	0.129**	0.105**	-0.028**	-0.063**	0.034**	-0.053**	0.110**	0.154**	-0.110**	1								
14.TURNOVER	0.022**	0.018**	0.043**	0.021**	0.033**	-0.018**	0.016*	-0.034**	-0.192**	0.067**	-0.090**	0.049**	-0.012*	1							
15.OUTSIDE	-0.020**	-0.038**	-0.076**	-0.134**	0.008*	-0.093**	0.031**	0.347**	-0.308**	0.139**	-0.108**	-0.084**	0.076**	0.026**	1						
16.ROA	-0.072**	-0.005	0.033**	0.120**	0.034**	-0.028**	-0.049**	0.039**	0.015**	0.022**	0.126**	-0.150**	0.090**	-0.068**	0.021**	1					
17.TECH	-0.009	-0.161**	-0.117**	-0.060**	0.090**	-0.089**	0.045**	-0.079**	-0.224**	0.226**	-0.036**	-0.095**	0.159**	0.059**	0.197**	-0.023**	1				
18.DISTRESS	0.052**	0.109**	0.029**	-0.023**	-0.056**	0.089**	0.060**	-0.067**	-0.119**	-0.026**	-0.153**	0.351**	-0.212**	0.128**	-0.083**	-0.181**	0.083	1			
19.LOSS	0.038**	0.023**	-0.035**	-0.157**	-0.031**	0.042**	0.060**	-0.069**	-0.052**	-0.019**	-0.178**	0.121**	-0.102**	0.106**	-0.015**	-0.479**	-0.029**	0.217**	1		
20.OCF	0.022**	0.046**	-0.000	-0.067**	-0.021**	-0.002	0.044**	-0.068**	-0.038**	-0.011	-0.090**	0.139**	-0.065**	0.043**	-0.023**	-0.121**	-0.026**	0.113**	0.150**	1	
21.NSE	0.120**	-0.006	-0.028**	-0.025**	-0.020**	0.009	0.014*	-0.032**	-0.053**	-0.002	-0.014**	0.326**	-0.088**	0.035**	-0.029**	-0.098**	-0.010	0.191**	0.081**	0.032**	1

1. 變數定義請參照表 2。 2. \*\*表示顯著水準(雙尾)<0.01，\*表示顯著水準(雙尾)<0.05。

表四：獨立樣本 t 檢定

	重編樣本(n=163)		未重編樣本(n=29,355)		平均差異 (1)-(3)	t
	平均數 (1)	標準差 (2)	平均數 (3)	標準差 (4)		
BLOCK	19.234	12.771	19.884	11.346	-0.650	-0.729
DIRECTOR	19.902	13.939	23.448	14.151	-3.546***	-3.191
INSTITUTION	32.173	21.807	34.837	21.730	-2.664	-1.561
DEVIATION	5.269	10.103	6.134	10.354	-0.865	-1.057
PLEDGE	10.497	19.129	7.164	14.871	3.333***	2.849
DUALITY	0.362	0.482	0.299	0.458	0.063**	2.221
BOARDSIZE	0.815	0.127	0.820	0.114	-0.005*	1.671
TENURE	0.882	0.269	0.900	0.235	-0.018	-0.452
EXPERT	0.840	0.367	0.892	0.310	-0.052	-0.839
ASSET	6.552	0.626	6.533	0.586	0.018*	-1.790
DEBT	57.309	44.157	36.787	18.099	20.522	0.370
BIG4	0.644	0.480	0.843	0.364	-0.198***	5.931
TURNOVER	0.534	0.500	0.388	0.487	0.146***	-5.267
OUTSIDE	1.920	1.427	2.321	1.498	-0.401***	3.711
ROA	-3.687	15.751	0.974	4.655	-4.661***	-3.777
TECH	0.528	0.501	0.587	0.492	-0.059	-1.506
DISTRESS	0.286	0.453	0.087	0.281	0.199***	5.572
LOSS	0.491	0.501	0.265	0.441	0.226***	5.695
OCF	0.466	0.500	0.327	0.469	0.139***	3.506
NSE	0.099	0.300	0.003	0.054	0.096***	4.076

1. 變數定義請參照表 2。

2. \*\*\*表示顯著水準(雙尾) $<0.01$ ，\*\*表示顯著水準(雙尾) $<0.05$ ，\*表示顯著水準(雙尾) $<0.1$ 。

表五：二元 Logistic 迴歸

	預期方向	估計係數	Wald 值
BLOCK	+/-	-0.020**	5.124
DIRECTOR	+/-	-0.024***	7.817
INSTITUTION	-	0.005	0.771
DEVIATION	+	0.008	0.696
PLEDGE	+	0.001	0.091
DUALITY	+/-	0.166	0.895
BOARDSIZE	+	0.861	1.223
TENURE	-	-0.290	0.653
EXPERT	-	-0.254	1.148
ASSET	-	0.108	0.371
DEBT	+	0.015***	15.298
BIG4	-	-0.567***	8.370
TURNOVER	+	0.366**	4.643
OUTSIDE	+/-	-0.143**	4.884
ROA	-	-0.011**	6.209
TECH	?	-0.214	1.398
DISTRESS	+	0.249	1.039
LOSS	+	0.484***	7.033
OCF	+	0.268	2.573
NSE	+	0.735	2.029
常數		-5.813***	20.154
-2 Log Likelihood		1813.226	
Cox & Snell R Square		0.006	
Nagelkerke R Square		0.096	
n		29,518	

1. 變數定義請參照表 2。
2. \*\*\*表示顯著水準(雙尾) $<0.01$ ，\*\*表示顯著水準(雙尾) $<0.05$ ，\*表示顯著水準(雙尾) $<0.1$ 。

表六：公司治理指標定義

指標	定義
CEO 雙重性指標	總經理(CEO)同時擔任董事長(COB)。 大公司中，當 CEO 雙重性時設為 0，否則為 1； 小公司中，當 CEO 雙重性時設為 1，否則為 0； 當公司市值大於樣本市值的平均數時，定義其為大公司。
董事會規模指標	董事會人數。 當董事會規模大於法定人數要求且小於董事會規模平均值的兩個標準差者設為 1，否則為 0。
管理階層持股指標	依據 Chen et al. (2007)係以前五大股東持股百分比作為管理階層持股的代理變數，當前五大股東的持股數大於 10%時設為 1，否則為 0。
大股東持股指標	個別股東流通在外的持股總數達 5%以上者。 當所有大股東的總持股數大於 25%時設為 1，否則為 0。

資料來源：Chen A., L. Kao, M. Tsao, and C. Wu. 2007. Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review* 15(2), pp. 251-261.

表七：公司治理指標變數之 Logistic 迴歸

	估計係數	Wald 值
CG_S	-0.009	0.001
CG_M	-0.056	0.062
INSTITUTION	-0.006	1.747
DEVIATION	0.003	0.096
PLEDGE	0.002	0.278
TENURE	-0.214	0.357
EXPERT	-0.223	0.885
ASSET	0.434***	8.885
DEBT	0.014***	13.534
BIG4	-0.573***	8.652
TURNOVER	0.391**	5.327
OUTSIDE	-0.108**	3.095
ROA	-0.012***	7.361
TECH	-0.118	0.461
DISTRESS	0.245	1.009
LOSS	0.486***	7.231
OCF	0.258	2.402
NSE	0.979*	3.817
常數	-7.875***	64.288
-2 Log Likelihood	1825.123	
Cox & Snell R Square	0.006	
Nagelkerke R Square	0.089	
n	29,518	

1. 變數定義請參照表 2。

2. 依據 Chen et al. (2007)的做法綜合考量公司治理各項機制，建立公司治理指標(P)(範圍 0~4)，做為衡量公司整體的公司治理狀況，再依據公司治理指標將樣本分成公司治理強、中、弱三群，當公司治理指標總和為 3 或 4 時，則公司治理強的指標變數(CG\_S)設為 1，否則為 0。當公司治理指標總和為 2 時，公司治理中等指標變數(CG\_M)設為 1，否則為 0。額外測試再將模式(1)中的公司內部治理變數(大股東持股比例(BLOCK)與董監事持股(DIRECTOR))替換成(CG\_S)與(CG\_M)，重新執行測試。

3. \*\*\*表示顯著水準(雙尾)<0.01，\*\*表示顯著水準(雙尾)<0.05，\*表示顯著水準(雙尾)<0.1。





---

## 董監事責任險與權益資金成本的影響之關聯性研究

樓雍儀<sup>1</sup>

靜宜大學會計學系

黃聖芬<sup>2</sup>

靜宜大學會計學系

論文編號：1051203

收稿 2016 年 12 月 05 日→第一次修正 2017 年 01 月 14 日→正式接受 2017 年 01 月 20 日

---

本研究檢視公司投保董監事責任險之決策，對於臺灣上市上櫃公司權益資金成本的影響。以 2008 年到 2012 年在台灣證券交易所交易之上市上櫃公司為對象，探討台灣上市櫃公司投保董監事責任險與否與保額大小，是否影響投資人對公司之投資意願，影響公司權益資金成本。實證結果顯示，董監事責任險投保與否與保額的高低對於權益資金成本，呈現負向關係，市場對於投保董監事責任險之公司給予公司整體風險降低之評價，且投保金額愈高，亦願意給予較低之權益資金成本之報償。但若以 CAPM 等其他替代模型衡量權益資金成本，則結果未達顯著水準。

**關鍵字：**權益資金成本、董監事責任險

---

---

<sup>1</sup> 通訊作者，靜宜大學會計學系助理教授 E-mail: [yilou@pu.edu.tw](mailto:yilou@pu.edu.tw)

<sup>2</sup> 靜宜大學會計學系碩士生

---

## The Effect of Directors and Officers Liability Insurance on Cost of Equity Capital

Yung-I Lou<sup>1</sup>  
Providence University

Sheng-Fen Huang<sup>2</sup>  
Providence University

Paper No:1051203

Received December 05, 2016→First Revised January 14, 2017→Accepted January 20, 2017

---

The study examines the association between directors and officers liability insurance and insurance (D&O insurance) and the cost of equity capital. The samples of this paper are from Taiwanese publicly traded companies, including the Taiwan Stock Exchange (TSE) and the GreTai Securities Market during 2008 to 2012. To explore whether or not purchasing D&O insurance and the D&O insurance coverage amount impact on the company's cost of equity capital. The empirical results show that there's negative significant relationship between the level of D&O insurance coverage and the equity capital cost. It reveals that firms purchasing the D&O insurance and higher the D&O insurance coverage did reduce the cost of equity capital. Using other measure of the equity cost, the relationship between the level of D&O insurance coverage and the equity capital cost is not significant.

**Keywords:** Cost of Equity Capital, Directors and Officers Liability Insurance

---

---

<sup>1</sup>Corresponding Author, Assistant professor, Department of Accounting, Providence University

<sup>2</sup>Master in Graduate Department of Accounting, Providence University

## 壹、緒論

近年來由於上市櫃的公司數量增加，再加上國內外先後爆發公司對外財報不實表達的事件，皆造成外部投資人的投資損失，進而引起相關主管機關的注意，並且進而加強監理對於股票有上市櫃公司情況，例如對公司推導「公司治理」、修訂「公司法」的規定、制定「證券投資人及期貨交易人保護法」，甚至參考、引進美國的「集體訴訟」(Class Action) 之法律機制等方式，來加重公司經營者或管理階層需負擔的責任。而「上市上櫃公司治理實務守則」第 39 條及第 50 條訂定：上市上櫃公司得依公司章程或股東會決議，於董監事任期內就其執行職務範圍應負之賠償責任為其購買保險，以降低或分散了董監事之賠償責任風險。

臺灣的主管機關在2008年後開始要求上市櫃公司要揭露此一重大公司治理資訊，讓投資人瞭解公司是否購買了董監事責任險以及其保障金額。這賦予我們機會，利用此系統性的公開資料，探討公司在董監事責任險保障下究竟會對公司權益資金成本的影響。董監事責任險的投保與否與保額大小的決策，是否影響權益資金成本，此為本研究目的。

本文架構如下，首先為緒論；第二部份為文獻回顧，探討董監事責任險相關既有研究結果；第三部份為樣本選取、變數定義、資料來源與實證模型；第四部份為實證結果，透過敘述性分析、相關分析以及多元迴歸分析的結果進行討論；第五部分為額外測試，最後為研究結論。

## 貳、文獻探討

權益資金成本是指公司的所有權者（股東）所投入公司的資金成本，若是以加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital，簡稱 WACC)作估計成本計算，對於權益資金成本可分成三類：特別股資金成本、保留盈餘資金成本（內部權益資金成本）和新普通股資金成本（外部權益資金成本）。在資本市場全球化的趨勢下，投資人可以選擇投資不同國家的資本市場，而公司的公司治理制度是否完善，為影響投資人做投資決策的重要因素之一。

董監事及重要職員責任保險 (Directors and Officers Liability Insurance，簡稱 D&O 保險或 D&O)，是近年來自美國引進之新種責任保險。我國為了配合公司法監察人責任之相關規定，便也將監察人納入保障範圍，而成為目前的董監事及高級職員（高級經理人員）責任保險。第一張董監事責任險引進台灣始於民國 85 年，由美商美國環球產物保險有限公司分公司成為台灣第一家開賣保險保單的保險公司。Bhagat, Brickley and Coles (1987) 認為公司投保董監事責任保險可使被保人之心理壓力減輕，能更無後顧之憂的為股東創造更多的財富。但承保公

司也面臨逆選擇(adverse selection)和道德風險(moral hazard) (Holderness, 1990)，且投保公司亦被質疑，董監事受到保單的保障後，反而做出傷害股東的行為(Gutierrez, 2003)。

董事會在公司治理機制中扮演一個重要角色，且可視為股東控制高階管理人員的主要工具 (Kose and Senbet, 1998)。Shleifer and Vishny (1997)也提出在良好的公司治理機制下，督促管理階層或經理人給予資金提供者得到合理的報酬，公司也比較能對外部投資人籌措資金。Holderness (1990) 提出公司投保董監事責任險，除了可將未來的訴訟風險和賠償費用等風險轉移給保險公司，企業可更容易招攬監督能力較強的外部董事，且董監事為了避免自身的名譽受損，會互相監督其他董事的行為，有利於股東財富的提昇；另外，保險公司為控制風險，在核保的過程中，將檢測其董監事是否適任，謹慎審視公司營運情形和狀況，因此當企業購買了此保險，亦增加外部監督的效果。Cadbury (1992) 及 Hampel (1998) 即認為董事責任險和董事會的組成皆有其監督的效用，二者相輔相成將使監督效果更為強烈。

過去關於董監事責任保險的相關研究，除了探討董監事責任險對股東財富的影響外(Chen, Lin and Yi, 2011; Lin et al., 2013; Aguir et al., 2014)。亦有討論當特定經濟事件發生時，公司投保董監事責任險對公司價值的影響，包括股票新上市櫃(Chalmers et al., 2002)，公司購併(Lin et al., 2011)，財務報表重編(Lin et al. 2013)，投資效率(Li and Liao, 2014)以及股票流動性(Chen, Lin, and Yi, 2011)，缺乏關於資金成本的相關討論。

## 參、研究方法

### 一、研究假說之設立

資金成本是公司為了籌集與使用資金所需付出的代價，且公司對外籌措資金的來源有兩種：(一) 透過發行股票向股東募集資金；(二) 透過發行公司債向債權人募集資金。所以，股東與債權人會注意該公司對外出具的報導為投資依據或是否願意提供給公司資金。而且，現在各國政府部門對於公司經營管理的監督與約束愈來愈多，因此公司外部第三方對於向董事和高級職員（經理人），提出民事賠償的法律依據也愈來愈充分，所以公司在內部體制之外建立一個保障機制，於是董監事責任險因應其需求而誕生。既然，有投保董監事責任險的公司，對於外部第三方（股東和債權人）來說，也可以算是一種保障。O'Sullivan (1997)認為企業會透過董監事暨重要職員責任保險和外部董事去監督經理人，藉由外部的監督力量和避免訴訟案件的發生，因此經理人將會更專注於自身的工作上，代理

問題也因而降低，股東對公司所要求之報酬率可能也因此隨之降低，亦即公司的權益資金成本隨之降低。藉此本研究，進一步了解公司投保董監事責任險與否，以及投保董監事責任險的投保金額愈高時，公司募集資金所需支付的權益資金成本相對較低，故提出本研究假說一與假說二：

**H<sub>1</sub>：董監事責任險投保公司相對於未投保之公司，權益資金成本相對較低。**

**H<sub>2</sub>：董監事責任險投保公司之保額愈高，權益資金成本相對較低。**

## 二、變數衡量

### (一) 應變數的衡量：權益資金成本(EPR)

Francis et al. (2005) 對於權益資金成本的衡量方式，是以經常利益除以期末市價來表示投資普通股的報酬率，可以稱為盈餘收益率 (Earning Yield Rate)或是益本比，而且投資人對於此比率希望該值愈大愈好，因為在既定的市價之下，若是經常利益愈大，也代表著盈餘收益率愈大。本研究以常用之事後已實現的股票報酬來衡量權益資金成本。EPR 的計算方式如下：

EPR = 除權息調整後普通股股價之年報酬率。

### (二) 自變數的衡量：董監事責任險(DI)以二種衡量方式表達：

DI1 = 虛擬變數，該年度有投保董監事責任險的公司其 DI 為 1，反之為 0。

DI2 = 為有投保董監事責任險的保額，取自然對數。

### (三) 控制變數的衡量：

#### 1. 產業審計專家(PROF)

在效率或近乎效率的市場下，審計品質將影響公司證券的價格(Teoh and Wong, 1993; Datar et al., 1991; Balvers et al., 1988)，為審計品質控制對權益資金成本的影響，放入產業審計專家來做為審計品質的代理變數。本文採用 Hogan & Jeter (1999)定義以所受查核公司的在該產業之總資產占該產業所有公司總資產達 20%以上時，視會計師事務所為產業審計專家。

PROF = 會計師事務所查核產業上市櫃客戶之資產總和除以該產業所有上市公司資產總和，取百分比，且若是占有率超過 20%視為產業審計專家，則 PROF 的虛擬變數為 1，反之為 0。

#### 2. 公司規模(SIZE)

Zmijewski et al. (1981) 先前的研究指出，大公司相較於小公司傾向採用較穩健的會計處理方法；以邊際資金成本（Marginal Cost of Capital，MCC）曲線理論觀之，隨著公司規模的擴張，資金成本似乎也愈來愈高，本文以公司資產總額取自然對數(ln)來衡量，一方面亦作為其他遺漏變數的替代變數。

### 3. 機構投資人持股比率 (INS)

機構投資人相較於一般外部投資大眾，較具有專業能力以及充裕資金的優勢，公司會為了取得機構投資人的信賴，傾向採用較穩健的會計處理方法，導致公司出具的報表盈餘品質也較穩定；再加上機構投資人擁有較多的資源以監督公司管理階層或經理人，故機構投資人的持股比愈高時，對於該公司的監控功能愈強，使得管理階層相對較少去做盈餘管理之類的行為。預期機構投資人持股比率愈高，權益資金成本愈低。

### 4. 內部人持股比率 (INSIDER)

在經營權與所有權分離的情況下，董監持股比愈低時，其擁有的表決權與現金流量請求權的分離程度也就會愈大，進而增加代理成本；反之，若內部人持股比率增加，其代理成本較低，預期權益資金成本愈低。內部人持股比率 (INSIDER) 為大股東持股比率、董監事持股比率、經理人持股比率之總和。其中

大股東持股比 = 大股東的持股佔公司總發行股份 10% 以上 (不含 10%) 者之平均持股比率。

董監事持股比 = 公司董事和監察人平均持股比率。

經理人持股比 = 為公司內部經理人或集團經理人平均持股比率。

### 5. 董監事質押比率 (PLEDGE)

當董監事質押比率愈高時，代表董監事財務壓力愈大，大股東及債權人所承受的風險也就會愈大，權益資金成本愈大。

董監事質押比率 (PLEDGE) = 董監質押股數除以董監事總持股。

### 6. 股利支付率 (DIV)

當公司支付較多股利給股東時，更能吸引潛在投資人投資，權益資金成本愈低。計算方式如下：

股利支付率 (DIV) = 現金股利除以年底市值。

## 7. 長期負債比率 (LEV)

公司採用負債籌資後，對於持有普通股的股東而言，就必須承擔額外的風險，對此財務風險的高低與公司的槓桿程度有密切關係。而槓桿的高低隱含著債權人對公司資產請求權的多寡，因為對債權人而言，槓桿愈高，則與股東的利益衝突也就愈大(Ahmed et al., 2002)，所以對於公司是否過度分配財富給股東的問題上，債權人會更加注意與關心。計算方式如下：

LEV = 期初長期負債除以總資產。

## 8. 資產報酬率的標準差 (STDROA)

資產報酬率的標準差作為公司營運風險衡量的指標，如未來盈餘的不確定性愈高時，隱含著公司可能將資源移轉給股東的風險也就愈大 (Watts, 1993)，所以當 STDROA 值愈大、該公司的營運風險也愈高 (Ahmed et al., 2002)，預期資產報酬率的標準差愈大，權益資金成本愈高。

## 9. 市值淨值比率(MBR)

先前的研究(Givoly et al., 2003; Francis et al., 2004)，皆採用以市價對淨值比或是其倒數來衡量公司的未來成長機會，若其比率愈高，預期權益資金成本愈低。計算方式如下：

市值淨值比率(MBR) = 權益市值除以淨值。

## 10. 市場風險(BETA)

市場風險愈大，該公司的營運風險也愈高，預期權益資金成本愈高。計算方式如下：

BETA = 以每月月報酬與加權指數月報酬進行迴歸估計其 BETA 值。

$$R = \delta + \beta R_m + \varepsilon$$

(R 表示總月報酬；R<sub>m</sub> 表示加權指數的月報酬；β 表示 BETA 值的風險係數。)

## 11. 信用風險(TCRI)

資料來源為 TEJ 資料庫共有 10 個等級，評定等級愈大，代表說投資該公司的風險也愈高，若某公司信用評等為第 10 等級時，表示該公司已發生財務危機。信用風險愈大，預期權益資金成本愈大。

## 12. 年度別(YEAR)

本研究探討的樣本期間為 2008 年至 2012 年，但由於各年度的樣本數目不一致，且經歷次貸風暴，所以為了控制年度效果的影響，在此設立虛擬控制變數。

YEAR09 = 當該樣本的年度為 2009 年時，虛擬變數設為 1，反之為 0。

YEAR10 = 當該樣本的年度為 2010 年時，虛擬變數設為 1，反之為 0。

YEAR11 = 當該樣本的年度為 2011 年時，虛擬變數設為 1，反之為 0。

YEAR12 = 當該樣本的年度為 2012 年時，虛擬變數設為 1，反之為 0。

### 13. 產業別(INDUSTRY)

為了控制產業效果的影響，本研究採用 TEJ 資料庫產業別的代號，對照由小到大的順序，依序設立 1、2、3 到 20 之類別。

本研究建立實證模式如式(1)：

$$\begin{aligned} \text{EPR} = & \beta_1 \text{DI} + \beta_2 \text{PROF} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{INS} + \beta_5 \text{INSIDER} + \beta_6 \text{PLEDGE} \\ & + \beta_7 \text{DIV} + \beta_8 \text{LEV} + \beta_9 \text{STDROA} + \beta_{10} \text{MBR} + \beta_{11} \text{BETA} + \beta_{12} \text{TCRI} \\ & + \beta_{13} \text{YEAR09} + \beta_{14} \text{YEAR10} + \beta_{15} \text{YEAR11} + \beta_{16} \text{YEAR12} \\ & + \beta_{17} \text{INDUSTRY} + e \dots\dots\dots(1) \end{aligned}$$

其中，權益資金成本(EPR)；董監事責任險(DI)；產業審計專家(PROF)；公司規模(SIZE)；機構投資人持股比率(INS)；內部人持股比率(INSIDER)；董監事質押比率(PLEDGE)；股利支付比率(DIV)；長期負債比率(LEV)；資產報酬率的標準差(STDROA)；市值淨值比率(MBR)；市場風險(BETA)；信用風險(TCRI)；年度別(YEAR09、YEAR10、YEAR11、YEAR12)；產業別(INDUSTRY)。

## 三、研究期間及樣本選取

本研究樣本及資料，皆取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)資料庫中 2008 ~ 2012 年之上市櫃公司，樣本選取排除金融、證券、投資、建經仲介、及媒體行業，樣本數為 7,620 筆，刪除資料缺漏共 1,519 筆，接著參照過去文獻的做法(Stevens, 1990; Shiffler, 1988)去除 896 筆的極端值 717 筆，最後有效樣本為 5,205，樣本篩選過程如表一。表二顯示樣本產業分布，顯示台灣上市上櫃公司除了金融證券相關行業外，電子相關產業占全部公司一半以上。

[插入表一]



[插入表二]

## 肆、實證結果

### 一、敘述性統計

本研究的敘述性統計量分析列示於表三，為了可以更清楚瞭解到全數樣本做分組(有投保董監事責任險為1，沒投保董監事責任險為0；即DI1=1為有投保樣本，DI1=0則為未投保樣本)，有無投保董監事責任險的樣本數量分別為，有投保2,747筆，沒投保則為2,458筆。有投保董監事責任險公司權益資金成本(EPR)的平均數顯著較小(有投保之平均數為14.102%分別小於沒投保的16.853%之平均數)，顯示對於投保董監事責任險公司，市場給予較低風險評價，權益資金成本顯著較低；有投保董監事責任險之公司，會更傾向選用產業審計專家來查核；機構投資人愈有意願投資該公司。內部人持股比率顯著較低，股利支付率愈高，顯示代理成本愈高，營運風險愈高，成長機會愈小、市場風險愈高，愈有意願購買董監事責任保險，以降低整體風險。

[插入表三]

### 二、相關係數分析

董監事責任險(DI)與權益資金成本(EPR)皆為負相關，顯示投保與否與投保金額高低與權益資金成本呈現負相關。全部控制變數與權益資金成本(EPR)，其二者之間正、負相關參半，方向大致符合預期，變數與變數之間，投保與否與投保金額高低(DI1和DI2)之外，無相關係數過大之顯著相關，其它結果列示如表四。

[插入表四]

### 三、迴歸結果分析

迴歸分析結果列於表五，所有迴歸式Adj R<sup>2</sup>皆大於0.67(達1%顯著水準)，顯示模型配適良好。公司若投保董監事責任險以及投保金額愈高，可取得較低之權益資金成本，顯示市場對於投保董監事責任險之公司給予公司整體風險降低之評價，且投保金額愈高，亦願意給予較低之權益資金成本之報償，假說一及假說二成立。迴歸式中控制變數的迴歸結果可看出，公司規模愈大，反而權益資金成

本愈高，可看出大部分的公司，在邊際資金成本曲線上，已達到公司規模愈大，邊際資金成本愈高的階段。當公司營運風險愈大(資產報酬率的標準差;STDROA)、市場風險(BETA)愈大以及信用風險(TCRI)愈大，權益資金成本如預期也將愈高。公司的未來成長機會愈多(市值淨值比率愈高)，則權益資金成本愈低。

[插入表五]

## 伍、額外測試

過去的文獻中，亦有以資本資產定價模式(Capital Asset Pricing Model; CAPM)(Sharpe, 1964; Lintner, 1965)以及 Fama-French 三因子模型(The Fama-French Three-Factor Model, FF3F) (Fama and French, 1997)來衡量權益資金成本(EPR)，在此分別以這兩種模型衡量權益資金成本。首先 CAPM 模式的權益資金成本衡量方式如下式(2)：

$EPR = \text{公司之貝他係數 } \beta \text{ 與市場風險溢酬相乘後，再加上無風險利率。} \dots(2)$

額外測試之迴歸結果如表六，若以 CAPM 模型所計算之權益資金成本(EPR)觀之，投保董監事責任險以及投保金額愈高，與權益資金成本雖然呈現負向，但皆未達統計上顯著水準。其他控制變數的迴歸結果與表五類似，但公司營運風險(資產報酬率的標準差;STDROA)與市場風險(BETA)卻與預期不符，應該是 CAPM 模式中，已經考量風險溢酬的緣故。因此在以 CAPM 模式衡量權益資金成本模式中，控制變數不須加入此兩項變數<sup>1</sup>。

[插入表六]

接下來以 Fama-French 三因子模型(The Fama-French Three-Factor Model, FF3F) (Fama and French, 1997)來衡量權益資金成本(EPR)，個別公司的資金成本等於無風險利率加上個別公司之市場風險溢酬、規模溢酬(size premium)、淨值市價比溢酬，亦稱為價值溢酬(value premium)<sup>2</sup>。額外測試之迴歸結果如表七，若以 FF3F 模型所計算之權益資金成本(EPR)觀之，投保董監事責任險以及投保金額愈高，與權益資金成本雖然呈現負向，但皆未達統計上顯著水準。其他控制變數的迴歸結果與表五類似，但公司營運風險(資產報酬率的標準差;STDROA)與市場風險(BETA)卻與預期不符，且公司規模控制變數，從顯著轉為不顯著應該是 CAPM 模式中，已經考量規模溢酬的緣故。因此在以 FF3F 模式衡量權益資金成

<sup>1</sup>資產報酬率的標準差(STDROA)以及市場風險(BETA)與以 CAPM 模型所計算之權益資金成本(EPR)之相關係數分別為-0.021 及 0.017，皆未達統計上之顯著性。

<sup>2</sup>詳細計算公式請參閱(Fama and French, 1997)。

本模式中，不須加入公司規模做為控制變數<sup>3</sup>。

[插入表七]

## 陸、結論

就公司的立場而言，公司可以透過公司經營風險、訴訟風險移轉以減少股東的風險，並藉由董監事責任保險，吸引專業經理人才來經營，創造公司營運成果，提升股東的財富，吸引投資人投資，進而改變公司權益資金成本。過去很少文獻同時考量董監事責任保險投保與否與保額高低對公司在募集資金成本的影響，本研究以包含金融風暴的5年期國內上市上櫃公司為對象進行研究。

從實證結果可得知，公司選擇投保董監事責任險，且投保金額愈高，權益資金成本，呈現負向顯著關係，市場對於投保董監事責任險之公司給予公司整體風險降低之評價，且投保金額愈高，亦願意給予較低之權益資金成本之報價，假說一及假說二成立。公司規模愈大，反而權益資金成本愈高。當公司營運風險愈大(資產報酬率的標準差；STDROA)、市場風險(BETA)愈大以及信用風險(TCRI)愈大，權益資金成本愈高；公司的未來成長機會愈多(市值淨值比率愈高)，則權益資金成本愈低。

除了以 Francis et al. (2005) 的權益資金成本的衡量方式進行檢定外，在額外測試中，以資本資產定價模式(CAPM)以及 Fama-French 三因子模型(FF3F)來衡量權益資金成本(EPR)，檢定董監事責任保險投保與否與保額高低對公司在募集資金成本的影響，反而呈現不顯著的結果。應是公司權益資金成本的高低，受到眾多因素的影響，但檢視各模式迴歸結果可發現，所有自變數的係數，係數值較明顯且顯著者，主要為資產報酬率的標準差(STDROA)、市值淨值比率(MBR)、市場風險(BETA)、信用風險(TCRI)及年度別(YEAR09、YEAR10、YEAR11、YEAR12)，推論可能的原因應是，本研究期間為2008-2012，適逢次貸風暴期間，加上台灣股票市場規模小，屬於淺碟市場，未若國際金融中心之胃納大與資源豐富，任何風吹草動，均會造成市場甚大波動，以致消息面的影響大於實質面，減弱董監事責任保險單一因素對權益資金成本的影響，建議後續的研究可以以拉長研究期間，觀察董監事責任保險對權益資金成本的影響。

<sup>3</sup>將 CAPM 模式，拿掉資產報酬率的標準差(STDROA)、市場風險(BETA)以及在 FF3F 模式去除 STDROA、BETA 與 SIZE，迴歸結果與表五差異不大。

---

## 參考文獻

- Aguir, I., N. Burns, S. A. Mansi, and J. K. Wald. 2014. Liability Protection, Director Compensation, and Incentives. *Journal of Financial Intermediation*, 23 (4): 570-589.
- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, and M. Stanford-Harris, 2002, The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs, *The Accounting Review*, 77(10), 867-890.
- Bhagat, Sanjai, James A. Brickley Coles and Jeffrey L., 1987, Managerial Indemnification and Liability Insurance: The Effect on Shareholder Wealth, *The Journal of Risk and Insurance*, 54, 721-736.
- Balvers, R. J., B. McDonald, and R. E. Miller, 1988, Underpricing of New Issues and the Choice of Auditors as a Signal of Investment Banker Reputation., *The Accounting Review*, 63 (4), 605-622.
- Cadbury, A. 1992, *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, UK, Gee & Co. Chalmers, John
- Chalmers, J. M. R., L. Y. Dann, and J. Harford. 2002. Managerial Opportunism? Evidence from Directors' and Officers' Insurance Purchases. *The Journal of Finance*, 57 (2): 609-636.
- Chen, K. C. W., Z. Chen, and K. C. J. Wei. 2011. Agency Costs of Free Cash Flow And The Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1): 171-207.
- Chen, C. W., J. B. Lin, and B. Yi. 2011. Directors' Liability Insurance and Stock Market Liquidity. *Journal of International Finance Studies*, 11 (2):171-190.
- Datar, S., G. A. Feltham, and J. S. Hughes, 1991, The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues., *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 3-49.
- Fama, E. F., and K. R. French., 1997, Industry costs of capital., *Journal of Financial Economics*, (43) , p153-193.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper K., 2004, Costs of Equity and Earnings Attributes., *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Francis, J., 2005, The Market Pricing of Accruals Quality, *Journal of Accounting and Economics*, 39(March), 295-327.

- Givoly, D., C. Hayn, and A. Natarajan, 2000, The Changing Time-Series Propertiw of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?, *Journal of Accounting and Economics*, 27 (3), p287-320.
- Gutierrez, M. 2003, An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties, *Journal of Economics*, 34, 516-535.
- Hampel, R. 1998, Committee on Corporate Governance, London, UK, Gee & Co.
- Hogan, C. E., and D. C. Jeter., 1999, Industry Specialization by Auditors, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 18(1), 1-17.
- Holderness, O. G., 1990, Liability Insurers as Corporate Monitors, *International Review of Law and Economics*, 10, 115-129.
- Kose J., and L. W. Senbet. 1998. Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22 (4): 371-403.
- Li, K.-F., and Y.-P. Liao. 2014. Directors' and Officers' Liability Insurance and Investment Efficiency: Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29: 18-34.
- Lin, C., M. S. Officer, and H. Zou. 2011. Directors' and Officers' Liability Insurance and Acquisition Outcomes. *Journal of Financial Economics*, 102 (3): 507-525.
- Lin, C., M. S. Officer, R. Wang, and H. Zou. 2013. Directors' and Officers' Liability Insurance and Loan Spreads. *Journal of Financial Economics*, 110 (1): 37-60.
- Lintner, J., 1965, The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, 2, 13-37.
- O'Sullivan, Noel, 1997, Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance, *The Journal of Risk and Insurance*, 64, 545-556.
- Sharpe, W. F., 1964, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, 19, 3, 425-442.
- Shleifer, A., R. W. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Steven, J. P., 1990, *Intermediate statistics: A modern approach*. Hillsdale., New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Teoh, S. H., and T. J. Wong., 1993, Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient, *The Accounting Review*, 68(2), 346-366.

---

Watts, R. L., J. L. Zimmerman, 1983, Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence, *Journal of Law and Economics*, 26(3), 613-633.

Zmijewski, M.E. and Hagerman, R.L., 1981, An Income Strategy Approach To The Positive Theory Of Accounting Standard Setting Choice, *Journal of Accounting and Economics*, 3 (August): 129 –149.

表一：研究樣本篩選過程彙整表

篩選過程	樣本數
初步獲得的上市櫃樣本數	7,620
減：樣本資料缺漏不全者	(1,519)
屬於極端值的樣本數	( 896)
最後有效樣本數	5,205

表二：研究樣本產業分布表

	樣本數	%
水泥	30	0.58
食品	112	2.15
石化塑膠	112	2.15
紡織人纖	213	4.09
機電設備	269	5.17
電線	66	1.27
化學	393	7.55
玻璃陶磁	20	0.38
造紙	33	0.63
鋼鐵	148	2.84
橡膠輪胎	53	1.02
汽車	21	0.40
電子工業	2909	55.89
營建	276	5.30
運輸	76	1.46
觀光	57	1.10
貿易百貨	76	1.46
文化創意*	48	0.92
油電燃氣	48	0.92
其它	245	4.71
全部	5205	

表三：敘述性統計

	投保與否	樣本		中位數	標準差	最小值	最大值	t 值	Wilcoxon
		數	平均數						
EPR	1	2747	14.102	-4.923	72.669	-91.953	307.067	2.469	-2.865***
	0	2458	16.853	-0.475	69.659	-89.09	303.902		
PROF	1	2747	0.511	1	0	0	1	23.546***	-4.433***
	0	2458	0.45	0	0	0	1		
SIZE	1	2747	15.267	15.131	1.29	11.7	19.587	7.852***	-3.338***
	0	2458	15.138	14.991	1.231	11.742	19.515		
INS	1	2747	7.448	3.63	10.158	0	49.29	38.168***	-9.381***
	0	2458	5.566	1.745	8.84	0	49.32		
INSIDER	1	2747	41.603	39.75	15.865	7.01	94.4	0.367	-12.095***
	0	2458	46.72	45.87	15.563	12.86	94.37		
PLEDGE	1	2747	6.407	0	12.268	0	57.66	8.243***	-0.597
	0	2458	6.903	0	13.002	0	57.62		
DIV	1	2747	3.307	3.017	3.017	0	12.915	2.152	-3.915***
	0	2458	3.02	2.331	3.07	0	12.648		
LEV	1	2747	5.885	2.09	7.816	0	33.736	1.719	-1.076
	0	2458	5.624	1.907	7.54	0	32.239		
STDROA	1	2747	7.14	7.01	7.721	-19.69	32.7	24.17***	-4.038***
	0	2458	6.514	6.145	6.773	-19.76	32.15		
MBR	1	2747	0.943	0.813	0.562	0.039	3.226	0.239	-6.368***
	0	2458	1.026	0.909	0.568	0.021	3.226		
BETA	1	2747	0.925	0.893	0.604	-1.485	3.705	4.592**	-9.83***
	0	2458	0.773	0.716	0.585	-1.702	3.523		
TCRI	1	2747	5.609	6	1.365	1	10	0.683	-6.905***
	0	2458	5.914	6	1.459	2	10		
YEAR09	1	2747	0.167	0	0.373	0	1	20.607***	-2.271**
	0	2458	0.192	0	0.394	0	1		
YEAR10	1	2747	0.205	0	0.403	0	1	0.197	-0.222
	0	2458	0.207	0	0.405	0	1		
YEAR11	1	2747	0.226	0	0.418	0	1	10.644***	-1.627
	0	2458	0.207	0	0.405	0	1		
YEAR12	1	2747	0.244	0	0.43	0	1	54.833***	-3.674***
	0	2458	0.201	0	0.401	0	1		

權益資金成本(EPR)；產業審計專家(PROF)；公司規模(SIZE)；機構投資人持股比率(INS)；內部人持股比率(INSIDER)；董監事質押比率(PLEDGE)；股利支付比率(DIV)；長期負債比率(LEV)；資產報酬率的標準差(STDROA)；市值淨值比率(MBR)；市場風險(BETA)；信用風險(TCRI)；年度別(YEAR09、YEAR10、YEAR11、YEAR12)；產業別(INDUSTRY)。



表四：相關係數分析

	EPR	DI1	DI2	PROF	SIZE	INS	INSIDER	PLEDGE	DIV	LEV	STDROA	MBR	BETA	TCRI
EPR	1													
DI1	-.019	1												
DI2	-.018	.990**	1											
PROF	-.001	.061**	.070**	1										
SIZE	-.008	.051**	.092**	.108**	1									
INS	.008	.098**	.117**	.087**	.471**	1								
INSIDER	.036**	-.160**	-.174**	.008	-.169**	.014	1							
PLEDGE	-.019	-.020	-.015	-.025	.183**	.049**	-.088**	1						
DIV	-.033*	.047**	.050**	.057**	.153**	.129**	.001	-.041**	1					
LEV	-.022	.017	.032*	.013	.303**	.077**	-.053**	.140**	-.159**	1				
STDROA	.109**	.043**	.049**	.113**	.170**	.231**	.049**	-.057**	.560**	-.087**	1			
MBR	-.405**	-.073**	-.069**	-.023	.088**	-.139**	-.103**	.051**	-.163**	.140**	-.373**	1		
BETA	.068**	.126**	.134**	.035*	.136**	.036**	-.177**	-.012	-.030*	.007	.041**	-.033*	1	
TCRI	-.036**	-.107**	-.131**	-.132**	-.532**	-.414**	.077**	.014	-.487**	.101**	-.537**	.216**	-.056**	1

權益資金成本(EPR)；董監事責任險(DI)；產業審計專家(PROF)；公司規模(SIZE)；機構投資人持股比率(INS)；內部人持股比率(INSIDER)；董監事質押比率(PLEDGE)；股利支付比率(DIV)；長期負債比率(LEV)；資產報酬率的標準差(STDROA)；市值淨值比率(MBR)；市場風險(BETA)；信用風險(TCRI)。\*\*\*表示達 1%的顯著水準；\*\*表示達 5%的顯著水準；\*表示達 10%的顯著水準

表五：迴歸結果

$$EPR = \beta_1 DI + \beta_2 PROF + \beta_3 SIZE + \beta_4 INS + \beta_5 INSIDER + \beta_6 PLEDGE + \beta_7 DIV + \beta_8 LEV + \beta_9 STDROA + \beta_{10} MBR + \beta_{11} BETA + \beta_{12} TCRI + \beta_{13} YEAR09 + \beta_{14} YEAR10 + \beta_{15} YEAR11 + \beta_{16} YEAR12 + \beta_{17} INDUSTRY + e$$

	預期	是否投保		投保金額	
		係數	t 值	係數	t 值
DI1	?	-.015*	-1.750		
DI2	?			-.016*	-1.903
PROF	?	-.009	-1.161	-.009	-1.145
SIZE	?	.043***	3.642	.044***	3.684
INS	-	-.013	-1.330	-.013	-1.318
INSIDER	-	.007	.817	.007	.779
PLEDGE	+	-.008	-.950	-.008	-.959
DIV	-	.001	.053	.000	.047
LEV	+	-.013	-1.473	-.013	-1.458
STDROA	+	.111***	9.931	.110***	9.921
MBR	-	-.169***	-16.153	-.169***	-16.162
BETA	+	.023***	2.745	.023***	2.762
TCRI	+	.069***	5.488	.068***	5.464
YEAR09	?	.832***	71.301	.832***	71.302
YEAR10	?	.207***	17.171	.207***	17.169
YEAR11	?	.050***	4.518	.050***	4.510
YEAR12	?	.302***	26.520	.302***	26.521
INDUSTRY	?	-.036***	-4.419	-.036***	-4.397
F 檢定		614.882***		614.981***	
Adj R <sup>2</sup>		0.667		0.667	

\*\*\*表示達 1%的顯著水準；\*\*表示達 5%的顯著水準；\*表示達 10%的顯著水準

權益資金成本(EPR)；董監事責任險(DI)；產業審計專家(PROF)；公司規模(SIZE)；機構投資人持股比率(INS)；內部人持股比率(INSIDER)；董監事質押比率(PLEDGE)；股利支付比率(DIV)；長期負債比率(LEV)；資產報酬率的標準差(STDROA)；市值淨值比率(MBR)；市場風險(BETA)；信用風險(TCRI)；年度別(YEAR09、YEAR10、YEAR11、YEAR12)；產業別(INDUSTRY)。

表六：額外測試(CAPM)迴歸結果

$$EPR = \beta_1 DI + \beta_2 PROF + \beta_3 SIZE + \beta_4 INS + \beta_5 INSIDER + \beta_6 PLEDGE + \beta_7 DIV + \beta_8 LEV + \beta_9 STDROA + \beta_{10} MBR + \beta_{11} BETA + \beta_{12} TCRI + \beta_{13} YEAR09 + \beta_{14} YEAR10 + \beta_{15} YEAR11 + \beta_{16} YEAR12 + \beta_{17} INDUSTRY + e$$

	預期	是否投保		投保金額	
		係數	t 值	係數	t 值
DI1	?	-0.005	-0.953		
DI2	?			-0.006	-1.225
PROF	?	.001	.250	.001	0.268
SIZE	?	.015**	2.080	.015**	2.096
INS	-	-0.005	-0.817	-0.005	-0.798
INSIDER	-	.005	.905	.004	.853
PLEDGE	+	.005	.951	.005	.942
DIV	-	-0.007	-1.028	-0.007	-1.043
LEV	+	-0.001	-.176	-0.007	-.157
STDROA	+	-0.015**	-2.145	-0.015**	-2.158
MBR	-	-0.025***	-3.890	-0.025***	-3.903
BETA	+	-0.026***	-5.045	-0.026***	-5.018
TCRI	+	-0.005	-.698	-0.006	-.727
YEAR09	?	1.113***	153.272	1.113***	153.275
YEAR10	?	.612***	81.769	.612***	81.761
YEAR11	?	.290***	42.079	.290***	42.086
YEAR12	?	.636***	89.654	.636***	89.689
INDUSTRY	?	.011**	2.233	.012**	2.276
F 檢定		2072.248***		2072.521***	
Adj R <sup>2</sup>		0.871		0.871	

\*\*\*表示達 1% 的顯著水準；\*\*表示達 5% 的顯著水準；\*表示達 10% 的顯著水準

權益資金成本(EPR)；董監事責任險(DI)；產業審計專家(PROF)；公司規模(SIZE)；機構投資人持股比率(INS)；內部人持股比率(INSIDER)；董監事質押比率(PLEDGE)；股利支付比率(DIV)；長期負債比率(LEV)；資產報酬率的標準差(STDROA)；市值淨值比率(MBR)；市場風險(BETA)；信用風險(TCRI)；年度別(YEAR09、YEAR10、YEAR11、YEAR12)；產業別(INDUSTRY)。

表七：額外測試(Fama and French 三因子模式；FF3F)迴歸結果

$$EPR = \beta_1 DI + \beta_2 PROF + \beta_3 SIZE + \beta_4 INS + \beta_5 INSIDER + \beta_6 PLEDGE + \beta_7 DIV + \beta_8 LEV + \beta_9 STDROA + \beta_{10} MBR + \beta_{11} BETA + \beta_{12} TCRI + \beta_{13} YEAR09 + \beta_{14} YEAR10 + \beta_{15} YEAR11 + \beta_{16} YEAR12 + \beta_{17} INDUSTRY + e$$

	預期	是否投保		投保金額	
		係數	t 值	係數	t 值
DI1	?	-.002	-7.83		
DI2	?			-.003	-1.094
PROF	?	.001	.324	.001	.345
SIZE	?	.005	1.466	.005	1.477
INS	-	-.001	-.446	-.001	-.421
INSIDER	-	.003	1.004	.002	.945
PLEDGE	+	.003	1.038	.003	1.028
DIV	-	-.002	-.521	-.002	-.521
LEV	+	.000	-.130	.000	-.111
STDROA	+	-.008**	-2.319	-.008**	-2.334
MBR	-	-.012***	-3.915	-.012***	-3.935
BETA	+	-.010***	-4.027	-.010***	-4.001
TCRI	+	-.003	-.840	-.003	-.870
YEAR09	?	1.074***	307.618	1.074***	307.619
YEAR10	?	.299***	83.530	.299***	83.543
YEAR11	?	.011***	3.311	.011***	3.312
YEAR12	?	.292***	84.443	.292***	84.478
INDUSTRY	?	.003	1.219	.003	1.224
F 檢定		9233.182***		9234.254***	
Adj R <sup>2</sup>		0.968		0.968	

\*\*\*表示達 1%的顯著水準；\*\*表示達 5%的顯著水準；\*表示達 10%的顯著水準

權益資金成本(EPR)；董監事責任險(DI)；產業審計專家(PROF)；公司規模(SIZE)；機構投資人持股比率(INS)；內部人持股比率(INSIDER)；董監事質押比率(PLEDGE)；股利支付比率(DIV)；長期負債比率(LEV)；資產報酬率的標準差(STDROA)；市值淨值比率(MBR)；市場風險(BETA)；信用風險(TCRI)；年度別(YEAR09、YEAR10、YEAR11、YEAR12)；產業別(INDUSTRY)。

# 會計與財務論壇

**Accounting and Finance Forum**

發行人：簡義信

發行所：靜宜大學會計學系

地址：台中市 433 沙鹿區臺灣大道七段二〇〇號

電話：(04)26328001 分機：13021~13028

網址：[http://www.acc.pu.edu.tw/acc/super\\_pages.php?ID=acc1](http://www.acc.pu.edu.tw/acc/super_pages.php?ID=acc1)

印刷所：高源印刷股份有限公司

地址：台中市西屯區大河街 53 號

電話：(04)23115697

版權所有 本刊圖文非經同意 不得轉載