

The Influence of Information Disclosure Transparency and Transparency Rankings on Earnings Informativeness and Future Earnings

資訊揭露評鑑透明度對盈餘資訊性與未來績效之影響

Min-Jeng Shiue, Department of Accountancy, National Taipei University
薛敏正 / 國立臺北大學會計學系

Chien-Hao Tseng, Department of Insurance and Financial Management, Takming University of Science and Technology
曾乾豪 / 德明財經科技大學保險金融管理系

Yan-Yi Chiou, Department of Financial Management, National Defense University
邱彥毅 / 國防大學財務管理學系

Received 2014/9, Final revision received 2016/3

Abstract

This study examines how firm disclosure activity affects the relationship between annual stock returns and changes in annual earnings. This study uses the Taiwanese Information Disclosure and Transparency Ranking System (IDTRS) as a proxy for disclosure activity, and samples were collected from Taiwanese publicly traded firms between 2005 and 2010. Our results show that the informativeness of accounting earnings is stronger for firms ranking higher in transparency than for other firms. In addition, we find that changes in disclosure activity are incrementally positively related to changes in current earnings for returns, and that disclosure activity is significantly and positively associated with firms' future performance, though changes in disclosure activity is not. Last, the results show that disclosure activity is positively and significantly associated with the comparability of firms' future financial reports.

【Keywords】 information transparency, information disclosure and transparency ranking system, earnings informativeness

摘要

本研究旨在深入分析與討論資訊揭露評鑑透明度及其更動對盈餘與股價關聯性及未來績效的影響。以財團法人證券暨期貨市場發展基金會建置之「資訊揭露評鑑系統」之評鑑結果，作為資訊透明度及其更動之替代變數。研究樣本選自 2005 年至 2010 年間於國內公開交易之上市、櫃公司。研究結果發現，資訊透明度較佳的公司會有較高之盈餘資訊性。同時，實證結果亦發現評鑑結果的調升與盈餘資訊性間呈現顯著正相關。此外，本文發現資訊透明度的程度對未來會計績效有正向的關聯性，及對未來財務報表可比較性也有正向提升的效果，但資訊透明度的更動與未來會計績效沒有顯著的關聯性。

【關鍵字】 資訊透明度、資訊揭露評鑑系統、盈餘資訊性

壹、緒論

過去文獻多指出，財報透明度或資訊透明度的提高可傳達另項有價值的訊息。如 Lundholm and Myers (2002) 以資訊揭露排名結果作為企業揭露資訊品質之代理變數，並主張公司資訊揭露的水準 (Level) 會影響股票報酬與公司未來盈餘之間的關係，若再將研究樣本分為排名提升及排名下降，其盈餘與報酬攸關性的模型解釋力在兩群樣本下確有差異，但該研究未於研究模型中考慮資訊揭露評鑑變動 (Change) 的增額效果，且資訊揭露排名機制與本國的資訊揭露評鑑系統的評等機制略有不同。Healy, Hutton, and Palepu (1999) 以資訊揭露排名上升作為企業揭露資訊品質提升之代理變數，研究結果發現自願揭露程度增加，會提高當期公司股票績效，但該研究未考慮是否會影響未來績效及資訊揭露排名下降的情況。據此，乃激起本研究探討之議題，資訊揭露評鑑透明度及其更動對盈餘資訊性與未來績效之影響。

有關資訊揭露評鑑的文獻¹，國外研究大多以 AIMR 資訊揭露之排名結果作為資訊透明度的代理變數 (Healy et al., 1999; Bushee and Noe, 2000; Lundholm and Myers, 2002; Gelb and Zarowin, 2002)；國內文獻則多以資訊揭露評鑑系統之評鑑結果作為資訊透明度的代理變數（張瑞當與方俊儒，2006；Lin, Huang, Chang, and Tseng, 2007; 廖秀梅與陳依婷，2010；林有志、傅鍾仁與陳筱平，2013）。雖然評等結果表達方式不同，但無論是 AIMR 或資訊揭露評鑑系統，研究結果皆顯示評鑑結果較佳的公司會有較好的經濟後果。如過去文獻指出，不論以市場基礎衡量 (Botosan, 1997; Barth, Konchitchki, and Landsman, 2013) 或會計基礎衡量資金成本 (Botosan and Plumlee, 2002; Francis, Khurana, and Pereira, 2005)，多獲得財務報導透明度與資金成本呈負相關的一致結論，同時隱喻公司揭露程度的提升可增加公司的營運績效。如 Healy et al. (1999) 使用 AIMR 自願揭露評鑑結果報告，研究結果發現自願揭露程度增加，會提高公司股票績效、股票流動性及影響分析師關注。

有關資訊透明度或財務透明度之研究，多著重於企業透明度水準對資本市場的影響（廖秀梅與陳依婷，2010；林有志等，2013），鮮少文獻分析透明度的更動對資本市場所傳達之訊息。本研究認為納入透明度的更動有其重要性，因揭露的更動能夠更能清楚地呈現影響資訊環境的意向 (Jo and Kim, 2007)。參酌過去國外資訊揭

1 專業評等機構陸續建置許多資訊揭露評等機制，如美國投資和管理研究協會 (Association for Investment and Management Research; AIMR) 之評比報告，以及我國證券暨期貨市場發展基金會（證基會）於 2003 年建立資訊揭露評鑑系統 (Information Disclosure and Transparency Ranking System)。上述的評等機制皆提供與比較企業資訊揭露程度，以 AIMR 評等機制而言，將自願揭露公司的揭露程度比較後給予排名。而我國的資訊揭露評鑑系統，除第一屆及第二屆僅公布評鑑結果為資訊揭露較透明名單外；自第三屆（2005 年）起始較穩定的採取五等級 (A+、A、B、C、C-) 的畫分。

露評鑑結果更動的文獻，如 Bushee and Noe (2000) 探討資訊透明度更動與機構投資人持股的關聯性。研究結果顯示資訊揭露評等提升與短暫型機構投資人 (Transient Institutions) 的持股比例呈正向關係，即資訊揭露評等提升，較積極的投資人更願意交易，使得股票交易量及股價波動性提高。另 Mensah, Song, and Ho (2003) 探討公司揭露水準變動與分析師盈餘預測誤差及盈餘預測離散程度之關聯性，發現公司增額的揭露水準變動可降低分析師盈餘預測誤差及盈餘預測離散程度，隱喻公司揭露程度可減緩經理人與外部投資人間的資訊不對稱。故本研究認為資訊揭露評鑑結果更動係對投資人傳遞的一種增額資訊，對於盈餘資訊性將造成影響。

另有文獻指出，企業資訊揭露活動受到企業特性的影響。研究者曾發現影響資訊揭露政策的因素為公司規模 (Eng and Mak, 2003; 陳瑞斌與許崇源，2007)、獲利能力 (Lang and Lundholm, 1993; Raffournier, 2006)、負債比例 (Raffournier, 2006)、法人的持股比率 (Haniffa and Cooke, 2002; 陳瑞斌與許崇源，2007; 廖益興，2010; 陳慶隆、張傳章與翁佩瑜，2017)、控制股東所掌握的董監事席次比率與現金流量權比率之偏離程度 (Ho and Wong, 2001; 陳瑞斌與許崇源，2007)、以及是否由大型會計師事務所查核 (Wallace and Naser, 1995) 等。為考量以上資訊透明度或更動可能產生之內生性影響，本文參考 Heckman (1979) 的方法對自我選擇偏誤的內生性問題加以控制。實證結果顯示，資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之間呈顯著正相關 (控制內生性之影響後)，與過去文獻 (Lundholm and Myers, 2002; Gelb and Zarowin, 2002; 林有志與曾乾豪，2007; Lin et al., 2007; 廖秀梅與陳依婷，2010) 的發現相符。即公司透明度較低時，盈餘資訊性較低；反之，公司透明度較高時，盈餘資訊性較高。但若未控制內生性影響，資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之間不具統計上顯著關係。

至於評鑑結果更動之影響部分，結果顯示評鑑結果的更動與盈餘資訊性間呈現顯著正相關，亦與預期相符。即資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，會有較高的盈餘資訊性。其結果與 Lundholm and Myers (2002) 的研究結果類似，即揭露排名提升的子樣本相較揭露排名下降的子樣本，其盈餘與報酬攸關性的模型解釋力較高。最後，有關對未來績效的影響方面，實證結果顯示，自願揭露程度與未來一年及二年公司績效呈現顯著正相關。但資訊揭露評鑑結果的更動對未來相對績效的影響則未達一般統計顯著水準，與預期不符。本研究實證結果並未發現資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，次期會有較佳的績效。

比較盈餘與報酬攸關性的模型解釋力方面，參考 Lundholm and Myers (2002) 的建議，將本期異常報酬的反應來源區分兩個部分，一為本期未預期盈餘，另一為未來預期盈餘的變動。結果發現，增額測試模型、原模型及 Lundholm and Myers (2002) 的模型解釋力類似，表示本研究考量資訊揭露評鑑結果的更動與 Lundholm and

Myers (2002) 考量資訊揭露評鑑結果的排名，對盈餘與報酬攸關性模型的解釋力有類似效果。最後，本文延申過去文獻提及資訊透明度與盈餘品質的關聯性，探討資訊揭露評鑑結果對於未來財務報表的可比較性是否會產生影響。本文依 De Franco, Kothari, and Verdi (2011) 的建議，衡量財務報表可比較性，並測試未來財務報表可比較性與資訊揭露評鑑結果的關聯性。實證結果發現資訊揭露評鑑結果較佳者，其未來財務報表的可比較性亦較佳。

本研究主要貢獻在深入分析與探討資訊透明度及其更動對盈餘與股價間之關聯性與未來績效之影響。本研究較特殊之處有二，其一，同時考量資訊透明度及其更動對證券報酬及未來會計績效之影響，其二，分析時考量資訊透明度變數可能產生之內生性影響，兼採兩階段迴歸分析模式進行。本研究發現似可填補文獻上的缺漏，再次突顯資訊透明度訊息的重要性，及其扮演的角色。最後，本文亦測試資訊揭露評鑑結果是否影響未來財務報表的可比較性，此為本文另項特色。

本研究共分五節，本節為緒論；第貳節為文獻探討；第參節為研究方法，包括變數衡量、研究模型、樣本選取及資料來源；第肆節為實證結果與分析，討論實證分析之結果與發現；第伍節為結論，說明本研究之結論及建議。

貳、文獻探討

過去國內文獻探討資訊透明度與盈餘資訊性之關聯性，除廖芝嫻與連晨帆 (2015) 表示揭露未來研發費用，可增進股票報酬與未來盈餘之間的關係，大部分著重於資訊透明度的水準對於與盈餘資訊性之關聯性（林有志與曾乾豪，2007；Lin et al., 2007；廖秀梅與陳依婷，2010），鮮少考慮資訊透明度的更動對於與盈餘資訊性之影響。且多未適當考量前三屆之資訊透明度評鑑結果等級不一致，致指標變數未臻完善，以及資訊透明度變數可能的內生性影響。國外相關文獻，主要探討資訊揭露透明度如何影響本期股票報酬對於未來盈餘的反應能力，如 Lundholm and Myers (2002) 及 Gelb and Zarowin (2002) 以 AIMR 評鑑結果作為企業揭露資訊內涵之代理變數，並主張公司資訊揭露的水準會影響股票報酬與公司未來盈餘之間的關係。雖然僅採用資訊揭露評鑑結果的評等作為揭露品質的代理變數，研究結果仍顯示公司資訊揭露的行為，會對股票報酬與未來盈餘之間的關係產生影響。

以上文獻均未考慮評鑑結果調升與調降的增額資訊，但增額資訊確實會帶給外部投資人另一種新的訊息，產生巨大影響。Trabelsi, Labelle, and Dumontier (2008)，曾以網站增額資訊分析並觀察到，增額揭露的變動可降低市場參與者間之資訊不對稱的情形。過去國外資訊揭露評鑑結果更動的相關文獻，主要是探討資訊揭露透明度更動如何影響市場投資人的行為。如 Healy et al. (1999)，發現自願揭露程度增加，會提高公司股票績效、股票流動性及影響分析師關注。惟 AIMR 的報告僅列示自願

揭露資訊公司的揭露品質排名，並無法補捉所有公司資訊揭露品質的全貌，乃該研究之限制。Bushee and Noe (2000) 探討資訊透明度更動與機構投資人持股的關聯性，同樣地以 AIMR 揭露評等的更動作為資訊透明度改變的代理變數，結果發現資訊揭露評等提升與短暫型機構投資人的持股比例呈正向關係。即資訊揭露評等提升，較積極的投資人更願意交易，使得股票交易量及股價波動性提高。另 Mensah et al. (2003) 探討公司揭露水準變動與分析師盈餘預測誤差及盈餘預測離散程度之關聯性時，發現公司增額的揭露水準變動可降低分析師盈餘預測誤差及盈餘預測離散程度，隱喻公司揭露程度可減低經理人與外部投資人間的資訊不對稱。

綜合上述文獻，可知財務透明度與盈餘資訊內涵具有顯著的正向關係。再加上，Healy et al. (1999)、Bushee and Noe (2000) 及 Mensah et al. (2003) 的研究亦觀察到，資訊透明度的更動會影響市場投資行為。據此，本研究擬提出以下兩項與盈餘資訊性有關的研究假說，所有假說均以對立假說的形式表示，且均為有方向性之假說。

假說 1.1：假定其他情況不變下，資訊透明度較高的公司其盈餘資訊性較高。

假說 1.2：假定其他情況不變下，資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，其盈餘資訊性較高。

其他理論文獻亦指出，資訊透明度的提升，尤其是財務報導透明度的提升可降低資金成本，即高財報透明度可減低資訊風險 (Easley and O'hara, 2004; Diamond and Verrecchia, 1991; Handa and Linn, 1993; Lambert, Leuz, and Verrecchia, 2011)。國外實證文獻上採多種指標衡量資訊透明度，亦獲得相似的結論，財務報導透明度與資金成本呈負相關 (Welker, 1995; Botosan, 1997; Healy et al., 1999; Botosan and Plumlee, 2002; Lang and Lundholm, 2010; Francis et al., 2005; Barth et al., 2013)。國內研究方面也有類似發現，陳瑞斌與許崇源 (2008) 的研究即指出，資訊揭露水準²與企業權益資金成本呈負相關，且估算出每增加資訊揭露水準一單位約可減低資金成本 2.18%。顯示在台灣資本市場中，增加企業的資訊揭露水準，能降低外部投資人與管理當局間的資訊不對稱，降低投資人所承擔的資訊風險與代理風險，以致於投資人願意降低其所要求的必要報酬率，導致公司可獲得較低的權益資金成本。此外，也有研究嘗試聯結資訊透明度與企業價值間之關聯（周建新與林宗得，2005；邱垂昌與莊清駿，2010；林有志等，2013），皆證實資訊透明度與企業價值的確存有正向關聯。

2 資訊揭露水準為針對年報之揭露項目建構出揭露索引表，並利用內容分析法衡量各公司年報的揭露分數。

然而資訊揭露是否真的越多越好，越透明越佳？Fama and Laffer (1971) 指出，當資訊揭露的邊際成本等於邊際效益時，則達最適資訊揭露水準。換言之，企業在權衡自身效益與成本後所決定的揭露水準，未必會與社會整體最適揭露水準相符。此論述引伸出另項疑問，除了可降低公司的資金成本外，資訊透明度的提高是否有助於社會資源的配置？Francis, Huang, Khurana, and Pereira (2009) 蒐集 37 個國家的數據，進行實證分析，研究結果釐清了前述疑慮。發現資訊透明度與產業成長率呈正相關，換言之，支持資訊透明度有助於社會資源的適當配置。但自資產替換的角度分析結果卻不相同，Burkhardt and Strausz (2009) 的分析性文獻指出，資訊透明度會惡化資產替換效果，不利於債權人以及公司的投資價值。因為資訊愈透明，公司與市場間的資訊不對稱情況將會減低，進而提高資產的流動性，減低資產替換的困難度，使得管理者傾向將資源配置於風險較高的資產，導致債權人的權益受損和公司的投資價值降低。

Verrecchia (2001) 指出，若能有效地降低資訊不對稱，公司將能有效降低資金成本。雖然較多的訊息的揭露可提升績效，但亦可能因揭露過多商業機密而影響公司未來績效；因此，理性的企業應會在權衡自身效益與成本後決定最適資訊揭露水準 (Fama and Laffer, 1971)。據此，本研究推論透明度提高的公司其未來績效優於透明度調降的公司，表示成假說 2 如下。

假說 2： 假定其他情況不變下，資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，次期績效較佳。

參、研究方法

一、變數衡量的方式

應變數

異常報酬 (AR_{it})：本研究以市場指數調整模式 (Market Adjusted Returns Model) 加以衡量，即該年度公司實際報酬率減預期報酬率，而預期報酬率為市場大盤之報酬率（沈中華與李建然，2000）。由於市場調整模式的運用相當簡易，且無需任何估計程序，以及 Brown and Warner (1980, 1985) 即指出，此模式的檢定力未必較市場模式 (Market Model) 差，再加上 Chu (1996) 以國內數據分析也有類似的發現，即以市場指數調整模式估計股票累積異常報酬優於市場模式的解釋力，因此本研究擬採市場調整模式估計異常報酬。估計程序如下：

$$AR_{it} = \prod_{p=1}^{12} (1 + R_{ip}) - \prod_{t=1}^{12} (1 + R_{mp}) \quad (1)$$

其中， AR_{it} 為 i 公司 t 年之股票異常報酬（ t 年 5 月 1 日至 $t+1$ 年 4 月 30 日）³。
 R_{ip} 為 i 公司 t 年 p 月之調整後（除息與除權效果）月報酬。 R_{mp} 為交易 i 公司股票所在的 m 市場 t 年 p 月之市場加權平均指數報酬。

自變數

包括資訊揭露評鑑結果變數，以及個別公司特徵變數，例如規模、獲利能力、舉債程度與成長性等。資訊揭露評鑑結果 ($INFTR_{it}$)，係本研究所採之主要測試變數之一，擬以證券市場發展基金會所公告之第三屆至第八屆資訊透明度結果，作為 $INFTR_{it}$ 變數的衡量依據，評鑑結果若屬 A+、A、B、C 與 C- 等級，分別設為 2、1、0、-1 與 -2。 $\Delta INFTR_{it}$ 為資訊揭露評鑑結果更動的虛擬變數，若評鑑結果透明度等級上升設為 1，下降則設為 0。每股盈餘之變動 (ΔEPS_{it}) 為當期繼續營業部門每股獲利扣除上期繼續營業部門每股獲利。為加強實證模型的可靠性，本文加入相關的控制變數，如規模變數 ($SIZE_{it}$)，則以期末公司市值（以仟元為單位）取自然對數衡量，旨在控制公司規模的影響。一般而言大型企業較易引起社會注目，盈餘宣告前投資人多能獲取相較小規模企業更多的訊息，因而盈餘宣告的資訊性較低。Vafeas (2000) 指出，公司規模在盈餘與股價關聯性之研究中具關鍵性影響，惟 Visvanathan (2006) 亦指出企業規模可能隱含許多公司特徵，例如：風險與成長機會等，因而在後續分析模式中不預測其方向。負債比率 (LEV_{it}) 則為期末負債總額除以期末資產總額，Dhaliwal and Reynolds (1994) 與 Billings (1999) 均發現，舉債程度對盈餘資訊性存有負面影響，因而在迴歸模式中預期為負。

另三項控制變數與公司風險或盈餘品質有關，包括系統風險 ($BETA_{it}$)、盈餘持續性 ($EPER_{it}$) 與盈餘變異性 ($EVAR_{it}$)。系統風險 ($BETA_{it}$) 擬採市場模式估計，Collins and Kothari (1989) 與 Easton and Zmijewski (1989) 的研究指出，盈餘與股價間之關聯與公司風險呈負相關，因此預期 $BETA_{it}$ 的係數為負。Kormendi and Lipe (1987) 年的研究指出未預期盈餘較能持續至未來的公司其盈餘反應係數較高，因而 $EPER_{it}$ 的係數預期為正。參考過去文獻常採之估計方式 (Petra, 2006; Gul et al., 2002)，以當季盈餘及前一季盈餘之一階自我相關迴歸係數 (First Order Autocorrelation Coefficients) 作為盈餘持續性的代理變數，估計期間為前 4 年共計 16 季。 $EVAR_{it}$ 則在控制盈餘的穩定性，盈餘穩定性（波動性）和盈餘品質呈正相關（負相關），

3 由於台灣證券主管機關要求上市、上櫃公司年度報表需於隔年 4 月 30 日前公告完畢，加上過去相關文獻大多以對應會計盈餘宣告期間來計算報酬 (Gul, Lynn, and Tsui, 2002; Ali, Chen, and Radhakrishnan, 2007)，故本研究之股票異常報酬率期間為 t 年 5 月 1 日至 $t+1$ 年 4 月 30 日。另外，本研究亦使用 t 年 1 月 1 日至 t 年 12 月 31 日計算股票異常報酬率，重新分析後，並不影響本研究之實證結果。

Lev and Thiagarajan (1993) 的研究即發現，盈餘穩定性越高的公司其盈餘反應係數較高；Tucker and Zarowin (2006) 的研究亦指出，盈餘平穩化有助於盈餘資訊性的提高。 $EVAR_{it}$ 擬採前 16 季之季盈餘標準差估算之，且預期其係數為負值。

市值對帳面值比變數 (MTB_{it})，此變數設立目的在控制公司的成長性與持續性 (Ho and Wong, 2001)，其衡量方式為每股市值除以每股帳面值。當公司成長性與持續性越高，其未來的預期盈餘越高，進而增強盈餘與報酬的關係 (Collins and Kothari, 1989)，但也因為高成長性的公司伴隨的風險也越高，反而弱化盈餘與報酬的關係 (Fan and Wong, 2002)，故本研究不預測其方向。另兩項控制變數則與股權結構有關，其一為控制股東之盈餘分配權 (CR_{it})，亦即控制股東之直接盈餘分配權再加上所有控制鏈之間接持股率乘積，若 CR_{it} 的係數越大，則與利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis) 一致，即經營者盈餘分配權越高，與其他股東的觀點較趨於一致，作成決策時會極大化企業價值。另一項為控制股東之股份控制權 (VR_{it})，參酌 La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer (2002) 之建議，以控制鏈最末端持股率為其間接持股，即最終控制者之直接持股率再加上間接持股率。 VR_{it} 的係數如越大，則與財富剝奪假說 (Entrenchment Hypothesis) 的觀點一致，即管理當局取得控制權後有誘因犧牲其他股東的權益，以極大化個人財富。如 Lew and Wu (2013) 採超額董監席次控制權 ($VR_{it} - CR_{it}$) 來衡量經營者控制權與盈餘分配權的偏離程度，研究結果表示超額董監席次控制權與盈餘資訊性之間呈負向關係的證據，故本研究預期 VR_{it} 在迴歸模式中為負，而 CR_{it} 在迴歸模式中為正。

二、研究模型之建立

首先，探討資訊揭露評鑑結果對盈餘資訊性的影響⁴，建構下列實證模型進行初步分析：

$$\begin{aligned}
 AR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} \right) + \alpha_2 (INFTR_{it}) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} \right) (INFTR_{it}) + \alpha_4 (SIZE_{it}) + \alpha_5 (LEV_{it}) \\
 & + \alpha_6 (BETA_{it}) + \alpha_7 (EPER_{it}) + \alpha_8 (EVAR_{it}) + \alpha_9 (MTB_{it}) + \alpha_{10} (CR_{it}) + \alpha_{11} (VR_{it}) \\
 & + \sum Industry\ Fixed\ Effect_i + \sum Year\ Fixed\ Effect_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

4 模式 (2) 係依照 Jung and Kwon (2002) 之作法，僅控制某一變數對盈餘資訊性的影響，而非對盈餘反應係數之影響。

其中， i 與 t 分別表示公司與年度別， $INFTR_{it}$ 為資訊透明度變數，視評鑑結果訂為 2、1、0、-1 或 -2。 P_{it-1} 為期初每股價格，*Industry Fixed Effect* 與 *Year Fixed Effect* 分別為產業別及年度別虛擬變數， ε_{it} 為殘差項，其他變數定義請參考前述之說明。本研究預期迴歸式 (2) 之係數 α_3 的符號為正，旨在驗證資訊評鑑結果屬較透明的公司，其盈餘資訊性較高，或稱盈餘與股價間之關聯性較強。

過去文獻指出，企業資訊揭露活動受到企業特性所影響，亦即資訊揭露程度由其企業特性所決定。回覆資訊揭露調查係全體上市櫃公司的義務，且絕大多數的公司皆按規定回覆，但選項中仍有自願性揭露的項目。如證基會 102 年 9 月「資訊揭露評鑑之總分析報告」表示，「第八屆資訊揭露評鑑系統作業要點暨說明手冊」規範的 114 項評鑑指標，其中非屬現行法規所規定之自願性揭露者計有 48 項，至於公司是否願意自願揭露這些項目則有其考量。為考量以上資訊透明度或更動可能產生之內生性影響，本文參考 Heckman (1979) 的方法對自我選擇偏誤的內生性問題加以控制，擬採兩階段模式之間接法重新驗證研究預期。另設資訊透明度之決定因素估計模式，且採多元 Logistic 迴歸分析，列示如下：

$$\begin{aligned} INFTR_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_{it} + \gamma_2 RECINV_{it} + \gamma_3 QUICK_{it} + \gamma_4 ROE_{it} + \gamma_5 LOSS_{it} + \gamma_6 LEV_{it} \\ & + \gamma_7 PSHARE_{it} + \gamma_8 CR_{it} + \gamma_9 VR_{it} + \gamma_{10} BIG4_{it} \\ & + \sum Industry\ Fixed\ Effect_i + \sum Year\ Fixed\ Effect_t + \kappa_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中， $RECINV_{it}$ 與 $QUICK_{it}$ 分別定義為應收帳款與存貨總和與速動資產（均經期初總資產平減）， ROE_{it} 為權益報酬率， $LOSS_{it}$ 則為一虛擬變數，若公司前三年中至少有一年出現營業損失者設為 1，其他設為 0。 $PSHARE_{it}$ 為法人持股比率變數。 $BIG4_{it}$ 為會計師事務所規模虛擬變數，旨在捕捉審計品質，其衡量方式為，若為大型會計師事務所查核者設為 1，其他設為 0。 κ_{it} 為殘差項。模式 (2) 中之 $INFTR_{it}$ 變數改以模式 (3) 中之預測值 ($PredINFTR_{it}$) 替代，而形成模式 (4)。模式 (4) 中之迴歸係數 δ_3 旨在驗證研究假說 1.1，且預期為正。

$$\begin{aligned} AR_{it} = & \delta_0 + \delta_1 \left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} \right) + \delta_2 (PredINFTR_{it}) + \delta_3 \left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} \right) (PredINFTR_{it}) + \delta_4 (SIZE_{it}) \\ & + \delta_5 (LEV_{it}) + \delta_6 (BETA_{it}) + \delta_7 (EPER_{it}) + \delta_8 (EVAR_{it}) + \delta_9 (MTB_{it}) + \delta_{10} (CR_{it}) \\ & + \delta_{11} (VR_{it}) + \sum Industry\ Fixed\ Effect_i + \sum Year\ Fixed\ Effect_t + v_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

其次，有關資訊揭露評鑑結果的更動對盈餘資訊性之影響，則擬由下列模式加以分析：

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} \right) + \beta_2 (\Delta INFTR_{it}) + \beta_3 \left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} \right) (\Delta INFTR_{it}) + \beta_4 (SIZE_{it}) + \beta_5 (LEV_{it}) + \beta_6 (BETA_{it}) + \beta_7 (EPER_{it}) + \beta_8 (EVAR_{it}) + \beta_9 (MTB_{it}) + \beta_{10} (CR_{it}) + \beta_{11} (VR_{it}) + \sum Industry\ Fixed\ Effect_i + \sum Year\ Fixed\ Effect_t + \gamma_{it} \quad (5)$$

最後，有關對未來績效影響分析方面，參考 Gunny (2010) 的研究，分別以相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it}) 與相對營業現金流量 (Adj_CFO_{it}) 衡量公司之未來相對績效。 Adj_ROA_{it+1} ，即個別公司之次期總資產報酬率與特定產業總資產報酬率 (ROA_{it}) 中位數間的差異數，資產報酬率則以繼續營業部門淨利除以期初資產總額衡量。 Adj_CFO_{it+1} 為個別公司經期初資產總額平減之次期來自營業現金流量 (CFO_{it}) 與產業中位數間的差異數，採下列模式進行：

$$Adj_ROA_{it+1} (or\ Adj_CFO_{it+1}) = \phi_0 + \phi_1 PredINFTR_{it} + \phi_2 \Delta INFTR_{it} + \phi_3 Adj_ROA_{it} + \phi_4 SIZE_{it} + \phi_5 LEV_{it} + \phi_6 MTB_{it} + \phi_7 AR_{it} + \phi_8 IMILLS_{it} + \sum Industry\ Fixed\ Effect_i + \sum Year\ Fixed\ Effect_t + \pi_{it} \quad (6)$$

模式 (6) 中設立 ϕ_2 係數的目的在檢測研究假說 2，並預期其符號為正，即相對於透明度調降之公司，透明度調升之公司次期績效較佳。 $IMILLS_{it}$ 旨在控制資訊透明度更動變數內生性的影響。 π_{it} 為殘差項。

三、樣本選取及資料來源

本研究以台灣之上市（櫃）公司為研究對象，選樣期間為 2005 年至 2010 年間於國內公開交易之上市（櫃）公司為樣本（評鑑結果更動樣本之選樣期間為 2006 至 2010 年間）⁵，但考量到公司特徵差異及證券交易之流動性後，本研究排除興櫃公司，樣本單位乃公司／年度的型態。且排除金融與保險業公司，由於這些行業內公司性質特殊，且財務結構與一般行業不同，因此予以刪除。以 2005 年為選樣期間起點主要考量為，證券市場發展基金會公告之資訊揭露評鑑系統的評鑑結果，自

5 部分變數需使用前四年與次年資料，因此實際資料蒐集期間將自 2001 至 2011 年。

第三屆（2005 年）起始較穩定的採取五等級的畫分。另由於 2007 年中臺灣證券交易所公開交易公司之行業別劃分大幅度重新調整，本研究有關行業別資料採追溯調整的方式加以區分。至於，本研究所需財務數據、股價和資訊透明度及其他變數資料則取自台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal; TEJ) 之財務與公司治理資料庫、證券暨期貨市場發展基金會網站，以及公開資訊觀測站網站搜尋。

測試第三屆至第八屆資訊揭露評鑑結果對盈餘資訊性之影響性時，研究期間為 2005 年至 2010 年，樣本家數為 5,550 筆；測試資訊揭露評鑑結果的更動對盈餘資訊性之影響時，研究期間為 2006 年至 2010 年，其樣本家數為 1,580 筆；測試資訊揭露評鑑結果的更動對未來績效之影響時，研究期間為 2006 年至 2009 年，其樣本家數為 1,250 筆。樣本篩選過程如表 1。

表 1 第三屆至第八屆受評公司評鑑結果各等級之家數與樣本資料

Panel A 資訊揭露評鑑結果各等級之公司家數							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	總計
A	183	219	219	325	355	416	1,717
A+	12	15	12	37	35	43	154
B	583	613	564	639	565	561	3,525
C	254	205	249	105	180	151	1,144
C-		31	54	12	19	19	135
原始樣本數	1,032	1,083	1,098	1,118	1,154	1,190	6,675
減：金融、 保險業與資 料不全	(283)	(233)	(185)	(173)	(139)	(112)	(1,125)
總計	749	850	913	945	1,015	1,078	5,550
Panel B 資訊揭露評鑑結果的更動之公司家數							
	2006	2007	2008	2009	2010	總計	
調降	118	202	36	190	133	679	
調升	161	122	320	114	184	901	
總計	279	324	356	304	317	1,580	
Panel C 資訊揭露評鑑結果的更動與未來績效之公司家數							
	2006	2007	2008	2009	總計		
調降	118	199	36	186	539		
調升	160	120	317	114	711		
總計	278	319	353	300	1,250		

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計

表 2 為各項變數之敘述性統計量。為避免極端值之影響造成研究結果偏誤，本研究以 winsorized 方式處理前 1% 與後 99% 之資料。表 2 Panel A 顯示，異常報酬率 (AR_{it}) 平均數為 0.099，每股盈餘之變動 (ΔEPS_{it}) 的平均數為 0.045。資訊揭露評鑑結果 ($INFTR_{it}$) 平均數為 0.060，其中 A+ 等級有 93 個樣本，A 等級有 1,401 個樣本，B 等級有 2,930 個樣本，C 等級有 1,000 個樣本，C- 等級有 126 個樣本。公司規模 ($SIZE_{it}$) 變數的平均值為 15.428，還原後約 \$5,015,281 (千元)。平均負債比率 (LEV_{it}) 為 0.415，平均盈餘持續性 ($EPER_{it}$) 為 0.240，平均盈餘變異性 ($EVAR_{it}$) 為 0.019。樣本公司之市值與帳面值比約 1.524，控制股東之盈餘分配權 (CR_{it}) 與股份控制權 (VR_{it}) 之平均數則分別為 0.238 與 0.294。

有關評鑑結果更動之樣本敘述性統計量 (表 2 Panel B) 則顯示，異常報酬率平均數為 0.080，每股盈餘之變動的平均數為 -0.005。資訊揭露評鑑結果的更動之平均數為 -0.098，其中評鑑結果調降有 679 個樣本，鑑結果調升有 901 個樣本，而有 3,970 個樣本則為評鑑結果未更動的部分，顯示評鑑結果未更動公司佔了極高的比率。樣本中平均公司規模為 15.324，與 Panel A 的結果類似。平均負債比率為 0.417，平均盈餘持續性為 0.223，平均盈餘變異性為 0.019。平均市值對帳面值比為 1.446，略低於 Panel A 的結果。控制股東之盈餘分配權與股份控制權的平均數分別為 0.248 與 0.296。

另外，資訊揭露評鑑結果的更動對未來績效之樣本敘述性統計量 (表 2 Panel C) 顯示，未來相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 的平均數為 -0.006，未來相對營業現金流量 (Adj_CFO_{it+1}) 的平均數為 -0.003。資訊揭露評鑑結果之更動 ($\Delta INFTR_{it}$) 的平均數為 0.569，其中評鑑結果調降有 539 個樣本，評鑑結果調升有 711 個樣本。樣本中平均總資產報酬率 (Adj_ROA_{it}) 為 -0.007，而公司規模和舉債情形則與 Panel A 與 Panel B 相近。平均市值對帳面值比 (MTB_{it}) 為 1.398，平均異常報酬率 (AR_{it}) 為 0.129。

表 2 樣本敘述性統計量

Panel A 資訊揭露評鑑結果之樣本敘述性統計量 (N = 5,550)							
	平均數 (mean)	標準差 (stdev)	最小值 (min)	第一四分 位數 (p25)	中位數 (median)	第三四分 位數 (p75)	最大值 (max)
AR_{it}	0.099	0.502	-0.791	-0.213	0.020	0.278	2.184
ΔEPS_{it}	0.045	1.881	-5.880	-0.780	0.050	0.870	6.380
P_{it-1}	27.345	29.115	2.790	10.600	17.900	32.500	190.000
$INFTR_{it}$	0.060	0.766	-2.000	0.000	0.000	1.000	2.000
$PredINFTR_{it}$	0.060	0.291	-0.630	-0.139	0.058	0.254	0.788
$SIZE_{it}$	15.428	1.380	12.990	14.428	15.255	16.180	19.661
LEV_{it}	0.415	0.169	0.067	0.286	0.421	0.539	0.801
$BETA_{it}$	0.874	0.330	0.106	0.646	0.906	1.109	1.597
$EPER_{it}$	0.240	0.316	-0.492	0.012	0.229	0.472	0.990
$EVAR_{it}$	0.019	0.014	0.003	0.010	0.015	0.022	0.084
MTB_{it}	1.524	1.020	0.288	0.837	1.251	1.896	5.958
CR_{it}	0.238	0.167	0.006	0.106	0.200	0.339	0.717
VR_{it}	0.294	0.168	0.028	0.161	0.271	0.406	0.751
Panel B 資訊揭露評鑑結果的更動之樣本敘述性統計量 (N = 1,580)							
	mean	stdev	min	p25	median	p75	max
AR_{it}	0.080	0.486	-0.791	-0.215	0.013	0.262	2.184
ΔEPS_{it}	-0.005	1.802	-5.880	-0.805	0.020	0.840	6.380
P_{it-1}	25.595	27.884	2.790	9.990	17.000	30.075	190.000
$INFTR_{it}$	-0.098	0.919	-2.000	-1.000	0.000	1.000	2.000
$\Delta INFTR_{it}$	0.570	0.495	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$SIZE_{it}$	15.324	1.311	12.990	14.396	15.172	16.037	19.661
LEV_{it}	0.417	0.170	0.067	0.287	0.422	0.545	0.801
$BETA_{it}$	0.871	0.304	0.106	0.660	0.911	1.089	1.597
$EPER_{it}$	0.223	0.317	-0.492	-0.003	0.213	0.462	0.990
$EVAR_{it}$	0.019	0.014	0.003	0.010	0.016	0.023	0.084
MTB_{it}	1.446	0.955	0.288	0.801	1.202	1.779	5.958
CR_{it}	0.248	0.171	0.006	0.109	0.211	0.351	0.717
VR_{it}	0.296	0.172	0.028	0.156	0.272	0.410	0.751

Panel C 資訊揭露評鑑結果的更動與未來績效之樣本敘述性統計量 (N = 1,250)							
	mean	stdev	min	p25	median	p75	max
Adj_ROA_{t+1}	-0.006	0.071	-0.252	-0.036	-0.003	0.032	0.175
Adj_CFO_{t+1}	-0.003	0.101	-0.349	-0.055	-0.005	0.054	0.280
$PredINFTR_t$	0.002	0.279	-0.670	-0.186	-0.002	0.191	0.702
$\Delta INFTR_t$	0.569	0.495	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Adj_ROA_t	-0.007	0.073	-0.253	-0.038	-0.002	0.032	0.203
$SIZE_t$	15.343	1.313	13.086	14.423	15.197	16.048	19.486
LEV_t	0.421	0.168	0.089	0.288	0.427	0.549	0.787
MTB_t	1.398	0.962	0.269	0.728	1.131	1.750	5.735
AR_t	0.129	0.547	-0.879	-0.168	0.061	0.307	2.817

註：變數定義：

AR_t ：異常報酬率，以市場指數調整模式加以衡量，即該年度公司實際報酬率減預期報酬率； ΔEPS_t ：當期繼續營業部門每股獲利扣除上期繼續營業部門每股獲利； P_{t-1} ：期初每股價格； $INFTR_t$ ：證券市場發展基金會所公告之第三屆至第八屆資訊透明度結果，評鑑結果若屬 A+、A、B、C 與 C- 等級，分別設為 2、1、0、-1 與 -2； $PredINFTR_t$ ：由模式 (3) 估計之預測值； $\Delta INFTR_t$ ：資訊揭露評鑑結果更動的虛擬變數，若評鑑結果透明度等級上升設為 1，下降則設為 0； $SIZE_t$ ：公司規模，以期末公司市值（以仟元為單位）取自然對數衡量； LEV_t ：負債比率，以期末負債總額除以資產總額； $BETA_t$ ：系統風險，採市場模式估計； $EPER_t$ ：盈餘持續性，以當季盈餘及前一季盈餘之一階自我相關迴歸係數，估計期間為前 4 年共計 16 季； $EVAR_t$ ：盈餘變異性，擬採前 16 季之季盈餘標準差估算之； MTB_t ：市值對帳面值比，為每股市值除以每股帳面值； CR_t ：控制股東之盈餘分配權，為控制股東之直接盈餘分配權再加上所有控制鏈之間接持股率乘積； VR_t ：控制股東之股份控制權，以控制鏈最末端持股率為其間接持股，即最終控制者之直接持股率再加上間接持股率； Adj_ROA_{t+1} ：未來相對總資產報酬率，即個別公司之次期總資產報酬率與特定產業總資產報酬率中位數間的差異數，本研究擬採預見未來的方式，以次期實際資產報酬衡量，資產報酬率則以繼續營業部門淨利除以期初資產總額衡量； Adj_CFO_{t+1} ：未來相對營業現金流量，為個別公司經期初資產總額平減之次期來自營業現金流量與產業中位數間的差異數。

二、相關性分析

表 3 為 Pearson 相關係數表，自表中可看出每股盈餘的變動數與資訊透明度或其更動呈負相關，惟僅後者達 5% 顯著水準。再者，資訊透明度的更動與未來績效（總資產報酬率與來自營業之現金流量）間則呈正相關，相關係數分別達 1.5% 與 1.4%。另由於各項解釋變數間之相關係數皆未超過 0.7，顯示自變數間似無較高之相關性，不致產生共線性的疑慮。另外，本研究進一步檢測解釋變數間之膨脹係數 (Variance Inflation Factor; VIF)（未列表），結果未發現自變數間之 VIF 值有過高的情形（VIF 值 < 10），故本研究模型中各項解釋變數間的共線性疑慮應不大。

表 3 相關係數矩陣

Panel A 資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之相關係數矩陣 (N = 5,550)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
1. AR_{it}	1.000											
2. ΔEPS_{it}	0.267*	1.000										
3. $INFTR_{it}$	-0.011	-0.018	1.000									
4. $PredINFTR_{it}$	-0.078*	-0.010	0.388*	1.000								
5. $SIZE_{it}$	-0.048*	0.002	0.232*	0.594*	1.000							
6. LEV_{it}	0.043*	0.010	-0.056*	-0.151*	0.319*	1.000						
7. $BETA_{it}$	-0.058*	0.026	0.133*	0.367*	0.323*	0.010	1.000					
8. $EPER_{it}$	-0.011	-0.101*	0.084*	0.166*	0.076*	0.002	0.161*	1.000				
9. $EVAR_{it}$	-0.014	0.038*	-0.053*	-0.127*	-0.163*	-0.017	0.083*	0.014	1.000			
10. MTB_{it}	0.127*	0.218*	0.069*	0.147*	-0.024	-0.125*	0.127*	0.121*	0.092*	1.000		
11. CR_{it}	0.031*	0.019	-0.106*	-0.271*	-0.136*	0.034*	-0.310*	-0.122*	-0.065*	-0.072*	1.000	
12. VR_{it}	0.032*	0.031*	-0.049*	-0.127*	-0.068*	0.026	-0.287*	-0.084*	-0.077*	-0.049*	0.857*	1.000

Panel B 資訊揭露評鑑結果的更動與盈餘資訊性之相關係數矩陣 (N = 1,580)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.
1. ΔEPS_{it}	1.000									
2. $\Delta INFTR_{it}$	-0.126*	1.000								
3. $SIZE_{it}$	0.013	-0.008	1.000							
4. LEV_{it}	0.026	-0.023	0.337*	1.000						
5. $BETA_{it}$	0.032	0.024	0.308*	0.005	1.000					
6. $EPER_{it}$	-0.091*	-0.023	0.026	-0.005	0.129*	1.000				
7. $EVAR_{it}$	-0.017	0.002	-0.138*	0.029	0.091*	0.021	1.000			
8. MTB_{it}	0.219*	-0.129*	-0.039	-0.118*	0.080*	0.092*	0.018	1.000		
9. CR_{it}	-0.003	-0.020	-0.150*	0.043	-0.303*	-0.065*	-0.077*	-0.078*	1.000	
10. VR_{it}	0.024	-0.010	-0.111*	0.032	-0.284*	-0.027	-0.082*	-0.049	0.891*	1.000

The Influence of Information Disclosure Transparency and Transparency Rankings on Earnings Informativeness and Future Earnings

Panel C 資訊揭露評鑑結果的更動與未來績效之相關係數矩陣 (N = 1,250)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
1. Adj_ROA_{t+1}	1.000								
2. Adj_CFO_{t+1}	0.454*	1.000							
3. $PredINFTR_{it}$	0.237*	0.178*	1.000						
4. $\Delta INFTR_{it}$	0.015	0.014	0.177*	1.000					
5. Adj_ROA_{it}	0.658*	0.378*	0.305*	0.044	1.000				
6. $SIZE_{it}$	0.118*	0.114*	0.541*	0.002	0.146*	1.000			
7. LEV_{it}	-0.122*	-0.119*	-0.162*	-0.032	-0.195*	0.334*	1.000		
8. MTB_{it}	0.324*	0.174*	0.073*	-0.159*	0.398*	-0.040	-0.113*	1.000	
9. AR_{it}	0.149*	0.058*	-0.079*	-0.196*	0.084*	-0.061*	-0.004	0.317*	1.000

註：1. 上標 * 表示在雙尾水準下，已達 5% 之顯著水準。

2. 變數定義參照表 2。

三、迴歸分析

本節先探討資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之關聯性，再探討資訊揭露評鑑結果的更動與盈餘資訊性之關聯性，最後為資訊揭露評鑑結果的更動與未來績效之分析。

(一) 資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之關聯性

表 4 為資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之迴歸分析。實證結果顯示，盈餘與異常報酬間呈現 1% 顯著正相關（係數 = 0.986， $t = 24.340$ ），與預期相符。表示當公司所報導的會計盈餘愈高時，該公司股票的異常報酬率也愈大，故公司盈餘對於異常報酬應具有一定的資訊內涵。至於，資訊揭露評鑑結果 ($INFTR_{it}$) 其係數則未達一般統計顯著水準（係數 = 0.013， $t = 1.502$ ）。此外，每股盈餘之變動與資訊揭露評鑑結果的交乘項 ($\Delta EPS_{it}/P_{it-1} \times INFTR_{it}$) 亦未達到統計顯著水準（係數 = 0.025， $t = 0.380$ ），與預期不符，故未支持假說 1.1。控制變數方面，公司規模 ($SIZE_{it}$) 達 1% 的負向顯著水準（係數 = -0.030， $t = -5.522$ ），顯示公司規模愈大，異常報酬會愈低，和林有志等 (2013) 與 Jung and Kwon (2002) 的結果相同；負債比率 (LEV_{it}) 達 1% 的正向顯著水準（係數 = 0.164， $t = 4.101$ ），顯示負債比率愈高的公司，異常報酬會愈高，與 Jung and Kwon (2002) 的結果相同；盈餘持續性 ($EPER_{it}$) 達 10% 的正向顯著水準（係數 = 0.034， $t = 1.666$ ），顯示盈餘持續性愈高的公司，異常報酬會愈高，支持 Kormendi and Lipe (1987) 的結果；盈餘變異性 ($EVAR_{it}$) 達 1% 的負向顯著水準（係數 = -2.627， $t = -5.764$ ），顯示盈餘變異性愈小的公司，異常報酬會愈高，支持 Lev and Thiagarajan (1993) 與 Tucker and Zarowin (2006) 的結果；市值對帳面值比 (MTB_{it}) 達 1% 的正向顯著水準（係數 = 0.102， $t = 15.365$ ），顯示市值對帳面值比愈大的公司，異常報酬會愈高。最後，表 4 結果並未發現系統風險 ($BETA_{it}$)、控制股東之盈餘分配權 (CR_{it}) 與控制股東之股份控制權 (VR_{it}) 達統計顯著水準。

表 5 為考量內生性影響之迴歸分析⁶。結果亦與前述發現相似，盈餘與異常報酬間亦呈現 1% 顯著正相關（係數 = 1.007， $t = 24.111$ ）。至於，資訊揭露評鑑結果之預測值 ($PredINFTR_{it}$) 其係數並未達到統計顯著水準（係數 = -0.120， $t = -1.335$ ）。此外，每股盈餘之變動與資訊揭露評鑑結果之預測值的交乘項 ($\Delta EPS_{it}/$

6 利用模式 (3) 為資訊透明度決定因素的估計模式。其迴歸結果為公司規模 ($SIZE_{it}$) 及權益報酬率 (ROE_{it}) 皆與資訊揭露評鑑結果 ($INFTR_{it}$) 呈 1% 顯著正相關 (t 值分別為 14.211 與 2.679)；營業損失 ($LOSS_{it}$) 與負債比率 (LEV_{it}) 變數的係數則顯著為負 (t 值分別為 -3.677 與 -5.305)；控制股東之盈餘分配權 (CR_{it}) 達 1% 的負向顯著水準（係數 = -0.522， $t = -4.468$ ）；與控制股東之股份控制權 (VR_{it}) 達 1% 的正向顯著水準（係數 = 0.429， $t = 3.543$ ）。會計師事務所規模變數 ($BIG4_{it}$) 的係數則達 1% 的正向顯著水準（係數 = 0.11， $t = 4.078$ ）。另應收帳款與存貨總和 ($RECINV_{it}$)、速動資產 ($QUICK_{it}$)、法人持股比率 ($PSHARE_{it}$) 與資訊揭露評鑑結果 ($INFTR_{it}$) 間則未達一般統計顯著水準。

$P_{it-1} \times PredINFTR_{it}$) 其係數與預期符號相符且達到 10% 之顯著水準 (係數 = 0.288, $t = 1.797$)，支持假說 1.1，顯示在控制內生性影響之後，資訊透明度較高的公司其盈餘資訊性亦會較高。控制變數方面，負債比率 (LEV_{it}) 達 10% 的正向顯著水準 (係數 = 0.101, $t = 1.735$)；盈餘持續性 ($EPER_{it}$) 達 10% 的正向顯著水準 (係數 = 0.035, $t = 1.704$)；盈餘變異性 ($EVAR_{it}$) 達 1% 的負向顯著水準 (係數 = -2.928, $t = -5.952$)；市值對帳面值比 (MTB_{it}) 達 1% 的正向顯著水準 (係數 = 0.106, $t = 14.891$)。最後，表 5 結果並未發現公司規模 ($SIZE_{it}$)、系統風險 ($BETA_{it}$)、控制股東之盈餘分配權 (CR_{it}) 與控制股東之股份控制權 (VR_{it}) 變數達一般統計顯著水準⁷。

(二) 資訊揭露評鑑結果的更動與盈餘資訊性之關聯性

鑒於以上研究結果顯示，資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性間呈現顯著正相關，故本研究進一步以資訊揭露評鑑結果的更動探討與盈餘資訊性之關係。表 6 結果顯示，盈餘與異常報酬間亦呈現 1% 顯著正相關 (係數 = 0.835, $t = 8.192$)，與預期相符。然而，資訊揭露評鑑結果的更動 ($\Delta INFTR_{it}$) 係數並未達到統計顯著水準 (係數 = 0.013, $t = 0.516$)⁸。至於，每股盈餘之變動與資訊揭露評鑑結果的更動之交乘項 ($\Delta EPS_{it}/P_{it-1} \times \Delta INFTR_{it}$) 則達到 1% 之顯著水準 (係數 = 0.501, $t = 3.027$)，與預期相符，故支持假說 1.2，資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，其盈餘資訊性較高。控制變數方面，公司規模 ($SIZE_{it}$) 達 10% 的負向顯著水準 (係數 = -0.017, $t = -1.686$)；盈餘變異性 ($EVAR_{it}$) 達 10% 的負向顯著水準 (係數 = -1.415, $t = -1.687$)；市值對帳面值比 (MTB_{it}) 達 1% 的正向顯著水準 (係數 = 0.069, $t = 5.274$)。

(三) 資訊揭露評鑑結果的更動與未來績效間之關聯性

表 7 為資訊揭露評鑑結果之更動與未來一年績效間之迴歸分析。實證結果顯示，資訊揭露評鑑結果之預測值 ($PredINFTR_{it}$) 與未來一年相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 和未來一年相對營業現金流量 (Adj_CFO_{it+1}) 間皆呈現 5% 顯著正相關 (係數 = 0.048, $t = 2.254$ ；係數 = 0.082, $t = 2.232$)，顯示資訊揭露評鑑結果屬於較透明的公司，其未來一年績效亦會愈好。然而，資訊揭露評鑑結果的更動 ($\Delta INFTR_{it}$) 與未來相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 和未來相對營業現金流量 (Adj_CFO_{it+1}) 間則未

7 本文採 Aboody and Lev (1998) 的方法，主要測試變數調整為變動型式，即資訊揭露評鑑結果更動的虛擬變數，若評鑑結果透明度等級上升設為 1，下降則設為 0。另外，資訊透明度的更動模式部分，採 Heckman (1979) 主張之兩階段模式，首先藉由模式 (6) 估算 Mills 反比例 (Inverse Mills Ratio)，再帶入原模式 (5) 作為另項控制變數形成模式 (7)，其迴歸結果類似。

8 以資訊揭露評鑑結果更動的原始衡量指標計算其變動數 (如一家公司資訊揭露評鑑結果從 B 調升為 A+，則變動數為 2，依此類推)，其迴歸結果類似。

達到統計顯著水準（係數 = -0.002， $t = -0.668$ ；係數 = 0.002， $t = 0.302$ ），與預期不相符，故未支持假說 2。控制變數方面，當期相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it}) 與未來相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 和未來相對營業現金流量 (Adj_CFO_{it+1}) 間皆呈現 1% 顯著正相關（係數 = 0.583， $t = 19.387$ ；係數 = 0.447， $t = 8.546$ ），顯示當期資產報酬率愈高的公司，其未來績效亦會愈好；市值對帳面值比 (MTB_{it}) 與未來相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 間呈現 5% 顯著正相關（係數 = 0.005， $t = 2.394$ ），顯示市值對帳面值比愈大的公司，企業未來績效會愈佳；異常報酬率 (AR_{it}) 與未來相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 間呈現 1% 顯著正相關（係數 = 0.012， $t = 4.136$ ），顯示異常報酬率愈高的公司，企業未來績效亦會愈佳。最後，其餘控制變數與未來相對總資產報酬率 (Adj_ROA_{it+1}) 和未來相對營業現金流量 (Adj_CFO_{it+1}) 間皆未達一般統計顯著水準⁹。

9 本文考量未來績效的遞延效果（戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015），故加入未來二年及三年的績效。實證結果顯示資訊揭露評鑑結果屬於較透明的公司，其增額績效已於未來二年內反應完畢。

表 4 資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之迴歸結果

	預期符號	AR_{it}
<i>INTERCEPT</i>	?	0.619 *** (5.391)
$\Delta EPS_{it}/P_{it-1}$	+	0.986 *** (24.340)
$INFTR_{it}$	+	0.013 (1.502)
$(\Delta EPS_{it}/P_{it-1}) \times (INFTR_{it})$	+	0.025 (0.380)
$SIZE_{it}$	?	-0.030 *** (-5.522)
LEV_{it}	+	0.164 *** (4.101)
$BETA_{it}$	-	-0.004 (-0.163)
$EPER_{it}$	+	0.034 * (1.666)
$EVAR_{it}$	-	-2.627 *** (-5.764)
MTB_{it}	?	0.102 *** (15.365)
CR_{it}	-	-0.001 (-0.017)
VR_{it}	+	0.033 (0.468)
<i>Industry Fixed Effect</i>		Yes
<i>Year Fixed Effect</i>		Yes
<i>N</i>		5,550
<i>adj. R²</i>		0.193
<i>F value</i>		40.136 ***

註：1.***、**、及 * 分別表示達 1%、5% 及 10% 顯著水準。

2. 為節省篇幅，產業與年度影響之迴歸係數未列示於表中。

3. 變數定義參照表 2。

表 5 資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性之迴歸結果－考量內生性影響

	預期符號	AR_{it}
<i>INTERCEPT</i>	?	0.328 (1.420)
$\Delta EPS_{it}/P_{it-1}$	+	1.007 *** (24.111)
$PredINFTR_{it}$	+	-0.120 (-1.335)
$(\Delta EPS_{it}/P_{it-1}) \times (PredINFTR_{it})$	+	0.288 * (1.797)
$SIZE_{it}$	?	-0.011 (-0.807)
LEV_{it}	+	0.101 * (1.735)
$BETA_{it}$	-	-0.007 (-0.300)
$EPER_{it}$	+	0.035 * (1.704)
$EVAR_{it}$	-	-2.928 *** (-5.952)
MTB_{it}	?	0.106 *** (14.891)
CR_{it}	+	-0.072 (-0.815)
VR_{it}	-	0.098 (1.172)
<i>Industry Fixed Effect</i>		Yes
<i>Year Fixed Effect</i>		Yes
<i>N</i>		5,550
<i>adj. R²</i>		0.194
<i>F value</i>		40.219 ***

註：1.***、**、及 * 分別表示達 1%、5% 及 10% 顯著水準。

2. 為節省篇幅，產業與年度影響之迴歸係數未列示於表中。

3. 變數定義參照表 2。

表 6 資訊揭露評鑑結果的更動與盈餘資訊性之迴歸結果

	預期符號	AR_{it}
<i>INTERCEPT</i>	?	0.450 ** (2.201)
$\Delta EPS_{it}/P_{it-1}$	+	0.835 *** (8.192)
$\Delta INFTR_{it}$	+	0.013 (0.516)
$(\Delta EPS_{it}/P_{it-1}) \times (\Delta INFTR_{it})$	+	0.501 *** (3.027)
$SIZE_{it}$	?	-0.017 * (-1.686)
LEV_{it}	+	0.061 (0.832)
$BETA_{it}$	-	-0.013 (-0.298)
$EPER_{it}$	+	0.029 (0.770)
$EVAR_{it}$	-	-1.415 * (-1.687)
MTB_{it}	?	0.069 *** (5.274)
CR_{it}	+	-0.075 (-0.507)
VR_{it}	-	0.102 (0.704)
<i>Industry Fixed Effect</i>		Yes
<i>Year Fixed Effect</i>		Yes
<i>N</i>		1,580
<i>adj. R²</i>		0.196
<i>F value</i>		12.646 ***

註：1.***、**、及 * 分別表示達 1%、5% 及 10% 顯著水準。

2. 為節省篇幅，產業與年度影響之迴歸係數未列示於表中。

3. 變數定義參照表 2。

表 7 資訊揭露評鑑結果的更動與未來一年績效之迴歸結果

	預期符號	Adj_ROA_{it+1}	Adj_CFO_{it+1}
<i>INTERCEPT</i>	?	0.148 (2.554) **	0.127 (1.260)
<i>PredINFTR_{it}</i>	+	0.048 ** (2.254)	0.082 ** (2.232)
$\Delta INFTR_{it}$	+	-0.002 (-0.668)	0.002 (0.302)
Adj_ROA_{it}	+	0.583 *** (19.387)	0.447 *** (8.546)
$SIZE_{it}$	?	-0.005 (-1.640)	-0.004 (-0.673)
LEV_{it}	-	0.020 (1.472)	0.002 (0.078)
MTB_{it}	?	0.005 ** (2.394)	0.001 (0.312)
AR_{it}	+	0.012 *** (4.136)	0.006 (1.144)
$IMILLS_{it}$	?	-0.143 *** (-2.827)	-0.162 * (-1.834)
<i>Industry Fixed Effect</i>		Yes	
<i>Year Fixed Effect</i>		Yes	
<i>N</i>		1,248	1,248
<i>adj. R²</i>		0.446	0.159
<i>F value</i>		35.608 ***	9.133 ***

註：1.***、**、及 * 分別表示達 1%、5% 及 10% 顯著水準。

2. 為節省篇幅，產業與年度影響之迴歸係數未列示於表中。

3. 變數定義參照表 2。

四、增額分析¹⁰

為比較盈餘與報酬攸關性的模型解釋力，在原本模式 (5) 中，除本期盈餘變動性 ΔEPS_{it} 外，本文依 Lundholm and Myers (2002) 另加入後 3 期的盈餘 $\sum_{\tau=1}^3 EPS_{it+\tau}$ 及後 3 期的異常報酬 $\sum_{\tau=1}^3 AR_{it+\tau}$ ，將本期異常報酬的反應來源區分兩個部分，一為本期末預期盈餘，另一為未來預期盈餘的變動，重新分析。迴歸分析結果為調整後 R^2 為 0.199，略高於原模式 (5) 之分析結果，但略低於 Lundholm and Myers (2002) 之研究發現，但整體而言三者相去不遠。表示本研究考量資訊揭露評鑑結果的更動與 Lundholm and Myers (2002) 考量資訊揭露評鑑結果的排名，對盈餘與報酬攸關性模型的解釋力相似，另迴歸係數結果顯示資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，其盈餘資訊性較高。

(一) 比較資訊揭露評鑑結果上升、不變及下降對盈餘資訊性之影響

考量研究假說 1.2，僅比較資訊揭露評鑑結果更動為較不透明的公司與更動為較透明的公司，其盈餘資訊性的差異，為了再次驗證本研究的結果，且考量評鑑結果未更動的公司，本研究將模式 (7) 的資訊揭露評鑑結果更動的虛擬變數 ($\Delta INFTR_{it}$)，除了原評鑑透明度等級上升與下降的比較外，再區分成評鑑透明度等級為不變與下降的比較，以及評鑑透明度等級為上升與不變的比較，重新分析。結果顯示，評鑑結果透明度等級上升相對於等級下降或不變，對盈餘資訊性有增額效果。但評鑑結果透明度等級不變相對於等級下降，對盈餘資訊性無增額效果。

(二) 資訊揭露評鑑結果與財務報表可比較性間之關聯性

前述分析結果顯示，資訊揭露評鑑結果屬於較透明的公司，其增額績效將於未來二年內反應。同樣地，資訊揭露評鑑結果對於未來財務報表的可比較性是否會產生影響亦是值得深究的議題。Schipper (1989)、Lobo and Zhou (2012) 與 Hunton, Libby, and Mazza (2006) 皆提及，企業揭露較多資訊時，其盈餘管理動機將會降低。王蘭芬、薛敏正與曾乾豪 (2011)，分析資訊透明度的更動和裁決性應計數間之關聯，發現資訊揭露結果更動為較不透明的公司，其裁決性應計數之更動數較高。另 Jo and Kim (2007) 發現現金增資企業增額的資訊透明度有助於投資人辨識企業之盈餘管理行為。上述文獻皆表示資訊透明度有助提升盈餘品質，惟僅探討資訊透明度與當期盈餘品質的關聯性。本文預期資訊揭露評鑑結果較透明的公司，其未來財務報表的可比較性亦會提升。De Franco et al. (2011) 指出，分析師次期的預測準確性與財務報表可比較性有正向的關聯性，而 Peterson, Schmardebeck, and Wilks (2015) 亦表示盈餘品質與財務報表可比較性有正向的關聯性。本文依 De Franco et al. (2011)

10 為節省篇幅，本單元分析結果並未列表。

的建議，衡量財務報表可比較性，並測試未來財務報表可比較性與資訊揭露評鑑結果的關聯性。

分析結果顯示，未來 4 年財務報表的可比較性 ($M4_Compa_{it+4}$) 與資訊揭露評鑑結果 ($INFTR_{it}$) 間呈 1% 顯著正相關（係數 = 0.001， $t = 2.724$ ），表示資訊揭露評鑑結果較佳者，其未來 4 年財務報表的可比較性亦較佳。

伍、結論與建議

財務數據的正確性有助於盈餘的傳訊效果，為提升公司揭露資訊品質，各國紛紛設立不同的評等機制。我國的資訊揭露評鑑系統，自 2002 年起，由證基會公布整體評鑑等級，惟並未公布受查公司各個構面之得分及實際的排名。本研究除證實資訊透明與否的訊息外，透明度的更動亦為另項重要資訊，此項發現可供資本市場中的參與者，以及未來擬探討類似議題的研究者參酌。

過去文獻隱含財報透明度或資訊透明度的提高可傳達另項有價值的訊息，但多僅以資訊揭露水準作為企業揭露資訊品質之代理變數，而未於研究模型中考慮資訊揭露評鑑結果變動的增額效果。本文實證結果顯示，資訊揭露評鑑結果與盈餘資訊性間呈顯著正相關（控制內生性之影響後），與預期相符，支持假說 1.1，表示公司透明度較高時，盈餘資訊性會較高；反之，公司透明度較低時，盈餘資訊性會就會較低。至於評鑑結果更動之影響部分，結果顯示評鑑結果的更動與盈餘資訊性間呈現顯著正相關，與預期相符，故假說 1.2 亦獲得支持，顯示資訊透明度調升的公司，相較於資訊透明度調降的公司，會有較高的盈餘資訊性。有關對未來績效的影響方面，實證結果顯示資訊揭露評鑑結果的更動與未來相對績效的影響未達統計顯著水準，與預期不符，故並未支持假說 2。簡言之，並未發現資訊透明度調升的公司，次期會有較佳的績效。於增額測試中，發現考量資訊揭露評鑑結果的更動後與 Lundholm and Myers (2002) 研究模型解釋力有類似效果。最後，本文探討資訊揭露評鑑結果對於未來財務報表的可比較性是否會產生影響部分，實證結果顯示資訊揭露評鑑結果較佳者，其未來財務報表的可比較性亦較佳。

本研究主要限制為，無法排除揭露評鑑系統各屆評鑑之指標不盡相同的影響。由於評鑑系統係採循序漸進方式逐屆增加評鑑指標，自第一屆 62 項，到第八屆採行 114 項。雖然本研究已採用評鑑指標相對變動較少的第三屆至第八屆為研究期間，但仍無法完全排除不同年度其評鑑指標不同所產生之影響。此外，資訊揭露評鑑系統係針對所有公司進行評鑑，所有產業皆採相同標準，雖然評鑑結果的計分方式係採百分比方式計算，但仍無法完全消除產業及規模差異的影響，此亦為本研究之限制。

The Influence of Information Disclosure Transparency and Transparency Rankings on Earnings Informativeness and Future Earnings

Min-Jeng Shiue, Department of Accountancy, National Taipei University

Chien-Hao Tseng, Department of Insurance and Financial Management, Takming University of Science and Technology

Yan-Yi Chiou, Department of Financial Management, National Defense University

1. Purpose

Earlier literature surmised that transparency in financial statements or information could convey extra valuable news and claim that the level of information disclosure would affect the relationship between annual returns and future earnings (Lundholm and Myers, 2002). However, earlier works did not consider how changes in information disclosure affect this relationship. Healy, Hutton, and Palepu (1999) also suggest that increasing information disclosure would increase stock returns. This issue provides the motivation for our research, which tests the influence of the change in the transparency of information disclosure ranking on earnings informativeness and future earnings.

2. Research Design

2.1 Hypothesis Development

Recent research mainly focuses on how the level of firms' transparency affects capital markets, though not the change in transparency. Importantly, the change in firms' transparency could illustrate the trend in the information environment more clearly (Jo and Kim, 2007). To be specific, as firms with positive changes in their information disclosure ranking, it would encourage more investment from optimistic investors (Bushee and Noe, 2000) and help analysts decrease deviations in earnings expectations (Mensah, Song, and Ho, 2003). Therefore, we propose that the change in the Taiwanese Information Disclosure and Transparency Ranking System (IDTRS) ranking would bring investors extra information and affect earnings informativeness. Based on these arguments and empirical findings of prior research, we propose the following two hypotheses:

Hypothesis 1.1: Other things being equal, the informativeness of annual earnings is positively related to information transparency.

Hypothesis 1.2: Other things being equal, the informativeness of annual earnings is higher for firms with rising rather than falling rankings of information transparency.

Prior literature considering information disclosure ranking uses transparency rankings from the Association for Investment and Management Research (AIMR) in the U.S.A. (Healy et al., 1999; Bushee and Noe, 2000; Lundholm and Myers, 2002; Gelb and Zarowin, 2002) and for Taiwan, the IDTRS (Lin, Huang, Chang, and Tseng, 2007). Although these two ranking systems express ranking results differently, both claim that higher rankings lead to better economic consequences. Empirical studies find a negative relationship between cost of capital based on market values (Botosan, 1997; Barth, Konchitchki, and Landsman, 2013) or accounting measures (Botosan and Plumlee, 2002; Francis, Khurana, and Pereria, 2005) and ranking results announced by these two systems, implying that firm performance increases with the level of information (Healy et al., 1999).

Nonetheless, firms may not gain the most benefit from disclosing all information. To clarify, transparent accounting can increase the rate of asset substitution due to decreases in information asymmetry in the market, and it would encourage managers to hold assets with more risk, worsening stock and debt holders' value (Burkhardt and Strausz, 2009). However, Fama and Laffer (1971) claim that managers would consider the cost and effect of information disclosure to determine the optimal level of information disclosure. This leads to the following hypothesis:

Hypothesis 2: Other things being equal, future performance is higher for firms with rising rather than falling information transparency rankings.

2.2 Methodology

To test Hypothesis 1.1, we follow the traditional model of return-earnings relationships, and add the IDTRS ranking variable to test whether higher ranking results increase the informativeness of annual earnings. Further, we adopt a change model to test Hypothesis 1.2 and to clarify whether changes in ranking results bring extra explanatory power compared to the original model.

Considering that company characteristics affect firms' disclosure activity (Eng and Mak, 2003; Lang and Lundholm, 1993; Raffournier, 2006; Haniffa and Cooke, 2002), we follow Heckman (1979) to control selection bias, and the empirical results shows a positive relationship between IDTRS ranking results and earnings informativeness (Gelb and Zarowin, 2002; Lundholm and Myers, 2002). However, without controlling for selection bias, there is an insignificant relationship between the ranking results and earnings informativeness.

To test Hypothesis 2, we follow Gunny (2010) to measure future performance and test whether the level and changes in IDTRS ranking results affect future performance.

3. Findings

The regression results for the change model show a significantly positive relationship between the change in ranking results and earnings informativeness, consistent with our hypothesis. This result is similar to Lundholm and Myers (2002) finding that the subsample of firms with rising rather than falling rankings has a higher explanatory power in their analysis of the earnings-return relationship. Furthermore, the results related to future performance measured by ROA and future operating cash flow show a significantly positive relationship between the ranking results and future performance in the first and second year, following the year the ranking results were announced in the level model, but an insignificant relationship in the change model.

In additional tests, we follow Lundholm and Myers (2002) and add response factors of abnormal returns to the original change model, including unexpected contemporary earnings and the change in future earnings. We find a similar explanatory power of the original and adjusted models, indicating that it is reasonable to consider the change in the information disclosure ranking in the return-earnings model. Finally, we extend the prior literature to test how a firm's disclosure ranking affects the comparability of financial statements as measured by De Franco, Kothari, and Verdi (2011). The empirical results show that a higher disclosure ranking positively affects the comparability of financial statement in subsequent years.

4. Research limitations

There are some caveats stemming from the use of IDTRS ranking results. First, regulatory amendments mean that the standards to rank the level of information disclosures change annually. For example, the number of ranking standards gradually increased from 62 items in 2003 to 114 items in 2010. This study used data from 2005 to 2010, so the ranking standards were less changeable, though it was not possible to control for the influence of differing ranking standards for the entire research period. Furthermore, the IDTRS uses the same standards to rank all firms' information disclosures, so we could not eliminate the influence of industry and scale effects on the rankings. However, this study illustrates the contribution of information disclosure supporting the theoretical predictions of agent theory, despite these caveats.

5. Originality/Contribution

This study examined some scenarios that past literature on the effect of disclosures on the return-earnings relevance does not explore. We first posited that the level and change in IDTRS rankings would simultaneously affect the informativeness of the accounting numbers as an explanatory variable for returns and future performance. Second, we adopted a two-stage regression to solve the endogeneity problem and the effect of other variables on the ranking results. Last, our additional test shows that a higher IDTRS ranking positively affects the comparability of financial statements in the following years. Thus, we believe that this study addresses these gaps in the previous literature.

參考文獻

- 王蘭芬、薛敏正與曾乾豪，2011，資訊透明度的更動與盈餘管理間之關聯，*會計審計論叢*，1 卷 1 期：101-131。(Wang, Lan-Fen, Shiue, Min-Jeng, and Tseng, Chien-Hao. 2011. The relation between the changes of information transparency ranking and earnings management. *Review of Accounting and Auditing Studies*, 1 (1): 101-131.)
- 沈中華與李建然，2000，事件研究法：財務與會計實證研究必備，台北，台灣：華泰文化事業。(Shen, Chung-Hua, and Lee, Jan-Zan. 2000. *Event Studies: The Prerequisites of Financial and Accounting Empirical Research*. Taipei, Taiwan: Hwa Tai Publishing Inc.)
- 林有志與曾乾豪，2007，財務透明度對盈餘資訊性之影響，*當代會計*，8 卷 2 期：155-180。(Lin, Yu-Chih, and Tseng, Chien-Hao. 2007. The relationship between financial transparency and the informativeness of accounting earnings. *Journal of Contemporary Accounting*, 8 (2): 155-180.)
- 林有志、傅鍾仁與陳筱平，2013，資訊透明度、生命週期階段與價值攸關性關聯性之研究，*會計審計論叢*，3 卷 1 期：49-80。(Lin, Yu-Chih, Fu, Chung-Jen, and Chen, Shaw-Ping. 2013. A study on the relation between information transparency, life cycle and value relevance. *Review of Accounting and Auditing Studies*, 3 (1): 49-80.)
- 邱垂昌與莊清騷，2010，獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值之關聯性，*中山管理評論*，18 卷 4 期：949-1008。(Chiou, Chei-Chang, and Jhuang, Ching-Lu. 2010. Association among independent directors (supervisors), corporate information transparency and firm value. *Sun Yat-Sen Management Review*, 18 (4): 949-1008.)
- 周建新與林宗得，2005，資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究，*會計與公司治理*，2 卷 2 期：25-46。(Chou, Jian-Hsin, and Lin, Tsung-Te. 2005. The incremental value of information transparency for explaining corporate value. *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 2 (2): 25-46.)
- 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*，42 期：1-22。(Chang, Ruey-Dang, and Fang, Chun-Ju. 2006. Effects of the information disclosure and evaluation system on earnings management. *International Journal of Accounting Studies*, 42: 1-22.)
- 陳瑞斌與許崇源，2007，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，*交大管理學報*，27 卷 2 期：55-109。(Chen, Jui-Pin, and Hsu, Chung-Yuan. 2007. A study of

- association between corporate governance structure and information disclosure. *Chiao Da Management Review*, 27 (2): 55-109.)
- _____, 2008, 資訊揭露水準對於權益資金成本之影響, 東吳經濟商學學報, 第 61 期: 67-106。(Chen, Jui-Pin, and Hsu, Chung-Yuan. 2008. The effect of disclosure level on the cost of equity capital. *Soochow Journal of Economics and Business*, 61: 67-106.)
- 陳慶隆、張傳章與翁佩瑜, 2017, 公司盈餘平穩化行為與盈餘資訊性之關係－合格境外機構投資者角色之檢測, 臺大管理論叢, 27 卷 4 期: 1-42。(Chen, Ching-Lung, Chang, Chuang-Chang, and Weng, Pei-Yu. 2017. Qualified foreign institutional investors and the earnings informativeness of income smoothing. *NTU Management Review*, 27 (4): 1-42.)
- 廖芝嫻與連晨帆, 2015, 前瞻性研究發展費用揭露的影響因素與市場反應, 臺大管理論叢, 26 卷 1 期: 209-254。(Liao, Chih-Hsien, and Lien, Vicky. 2015. The determinants and market consequences of disclosure for forward-looking R&D expenditures. *NTU Management Review*, 26 (1): 209-254.)
- 廖秀梅與陳依婷, 2010, 資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性, 會計學報, 2 卷 2 期: 1-23。(Liao, Hsiu-Mei, and Chen, Yi-Ting. 2010. Corporate disclosure transparency, family control factor and the value relevance of earnings. *Soochow Journal of Accounting*, 2 (2): 1-23.)
- 廖益興, 2010, 董事會組成、股權結構與年報資訊揭露水準, 臺大管理論叢, 20 卷 2 期: 209-249。(Liao, Yi-Hsing. 2010. Association between board composition, ownership structure and information disclosure level in the annual report. *NTU Management Review*, 20 (2): 209-249.)
- 戴怡蕙、曾智揚與柯承恩, 2015, 內部董事超額薪酬和公司未來績效：隱性合約觀點之實證研究, 臺大管理論叢, 25 卷 2 期: 149-180。(Tai, Yi-Hui, Tseng, Chih-Yang, and Ko, Chen-En. 2015. Inside director's excess compensation and firm's future performance: An empirical analysis of implicit contract perspective. *NTU Management Review*, 25 (2): 149-180.)
- Aboody, D., and Lev, B. 1998. The value relevance of intangibles: The case of software capitalization. *Journal of Accounting Research*, 36: 161-191.
- Ali, A., Chen, T. Y., and Radhakrishnan, S. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1-2): 238-286.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., and Landsman, W. R. 2013. Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55 (2-3): 206-224.

- Billings, B. K. 1999. Revisiting the relation between the default risk of debt and earnings response coefficient. *The Accounting Review*, 74 (4): 509-522.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72 (3): 323-349.
- Botosan, C. A., and Plumlee, M. A. 2002. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21-40.
- Brown, S. J., and Warner, J. B. 1980. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8 (3): 205-258.
- _____. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14 (1): 3-31.
- Bushee, B. J., and Noe, C. F. 2000. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38: 171-202.
- Burkhardt, K., and Strausz, R. 2009. Accounting transparency and the asset substitution problem. *The Accounting Review*, 84 (3): 689-712.
- Chu, E. 1996. Reconsideration for the relationship between earnings and stocks returns in Taiwan. *NTU Management Review*, 7 (1): 163-185.
- Collins, D. W., and Kothari, S. P. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2): 143-181.
- De Franco, G., Kothari, S. P., and Verdi, R. S. 2011. The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*, 49 (4): 895-931.
- Dhaliwal, D. S., and Reynolds, S. S. 1994. The effect of the default risk of debt on the earnings response coefficient. *The Accounting Review*, 69 (2): 412-419.
- Diamond, D. W., and Verrecchia, R. E. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46 (4): 1325-1359.
- Easley, D., and O'hara, M. 2004. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59 (4): 1553-1583.
- Easton, P. D., and Zmijewski, M. E. 1989. Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3): 117-141.
- Eng, L. L., and Mak, Y. T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4): 325-345.
- Fama, E. F., and Laffer, A. B. 1971. Information and capital markets. *The Journal of Business*, 44 (3): 289-298.

- Fan, J. P. H., and Wong, T. J. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3): 401-425.
- Francis, J. R., Huang, S., Khurana, I. K., and Pereira, R. 2009. Does corporate transparency contribute to efficient resource allocation?. *Journal of Accounting Research*, 47 (4): 943-989.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., and Pereira, R. 2005. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80 (4): 1125-1162.
- Gelb, D., and Zarowin, P. 2002. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7 (1): 33-52.
- Gul, F. A., Lynn, S. G., and Tsui, J. S. L. 2002. Audit quality, management ownership, and the informativeness of accounting earnings. *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 17 (4): 25-49.
- Gunny, K. A. 2010. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27 (3): 855-888.
- Handa, P., and Linn, S. C. 1993. Arbitrage pricing with estimation risk. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (1): 81-100.
- Haniffa, R. M., and Cooke, T. E. 2002. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38 (3): 317-349.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., and Palepu, K. G. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16 (3): 485-520.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, 47 (1): 153-161.
- Ho, S. S. M., and Wong, K. S. 2001. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10 (2): 139-156.
- Hunton, J. E., Libby, R., and Mazza, C. L. 2006. Financial reporting transparency and earnings management (Retracted). *The Accounting Review*, 81 (1): 135-157.
- Jo, H., and Kim, Y. 2007. Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 84 (2): 561-590.
- Jung, K., and Kwon, S. Y. 2002. Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*, 37 (3): 301-325.

- Kormendi, R., and Lipe, R. 1987. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *The Journal of Business*, 60 (3): 323-345.
- Lambert, R. A., Leuz, C., and Verrecchia, R. E. 2011. Information asymmetry, information precision and the cost of capital. *Review of Finance*, 16 (1): 1-29.
- Lang, M., and Lundholm, R. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31 (2): 246-271.
- _____. 2010. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock. *Contemporary Accounting Research*, 17 (4): 623-662.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., and Shleifer, A. 2002. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2): 471-517.
- Lev, B., and Thiagarajan, S. R. 1993. Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31 (2): 190-215.
- Lew, J. F., and Wu, S. J. 2013. Controlling shareholders and earnings informativeness: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, 18 (1): 93-124.
- Lin, Y. C., Huang, S. Y., Chang, Y. F., and Tseng, C. H. 2007. The relationship between information transparency and the informativeness of accounting earnings. *The Journal of Applied Business Research*, 23 (3): 23-32.
- Lobo, G. J., and Zhou, J. 2012. Disclosure quality and earnings management. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8 (1): 1-20.
- Lundholm, R., and Myers, L. A. 2002. Bringing the future forward: The effect of disclosure on the returns-earnings relation. *Journal of Accounting Research*, 40 (3): 809-839.
- Mensah, Y. M., Song, X., and Ho, S. S. M. 2003. The long-term payoff from increased corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (2): 107-150.
- Peterson, K., Schmardebeck, R., and Wilks, T. J. 2015. The earnings quality and information processing effects of accounting consistency. *The Accounting Review*, 90 (6): 2483-2514.
- Petra, S. T. 2006. The effects of corporate governance on the informativeness of earnings. *Economics of Governance*, 8 (2): 129-152.
- Raffournier, B. 2006. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4 (2): 261-280.
- Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3 (4): 91-102.

- Trabelsi, S., Labelle, R., and Dumontier, P. 2008. Incremental voluntary disclosure on corporate websites, determinants and consequences. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 4 (2): 120-155.
- Tucker, J. W., and Zarowin, P. A. 2006. Does income smoothing improve earnings informativeness?. *The Accounting Review*, 81 (1): 251-270.
- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (2): 139-160.
- Verrecchia, R. E. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 97-180.
- Visvanathan, G. 2006. An empirical investigation of closeness to cash as a determinant of earnings response coefficients. *Accounting and Business Research*, 36 (2): 109-120.
- Wallace, R. O., and Naser, K. 1995. Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14 (4): 311-368.
- Welker, M. 1995. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 801-828.

作者簡介

* 薛敏正

國立臺灣大學會計博士，國立台灣大學會計碩士，國立中興大學臺北夜間部會計學士；現任教於國立臺北大學會計學系教授。主要研究領域為財務會計、審計學、盈餘管理、公司治理。學術論文曾發表於「管理學報」、「證券市場發展季刊」、「管理與系統」、「交大管理學報」、「會計審計論叢」、「當代會計」、European Accounting Review, Taiwan Accounting Review, Research in Accounting in Emerging Economics 等期刊。

曾乾豪

國立臺北大學會計博士，逢甲大學會計碩士，逢甲大學會計學士；現任教於德明財經科技大學保險金融管理系兼任助理教授。主要研究領域為財務會計、審計學、盈餘管理。學術論文曾發表於「管理與系統」、「會計審計論叢」、「當代會計」、「會計與公司治理」、Taiwan Accounting Review, The Journal of Applied Business Research 等期刊。

邱彥毅

國立臺北大學會計博士，國防大學管理學院財務管理碩士，國防大學管理學院會計學士；現任教於國防大學財務管理學系助理教授。主要研究領域為財務會計、盈餘管理、公司治理。學術論文曾發表於「管理學報」、「會計審計論叢」等期刊。

作者感謝總編輯和領域主編，以及兩位評審委員給予寶貴的意見，並感謝科技部之補助（計畫編號：NSC 101-2410-H-305-011-）。

* E-mail: smj@gm.ntpu.edu.tw