

The Determinants of Voluntary Disclosure of Unaudited Earnings by Listed Company on Market Observation Post System

影響上市櫃公司於公開資訊觀測站自願申報自結損益的決定因素

Jan-Zan Lee, Department of Accountancy, National Taipei University
李建然 / 國立臺北大學會計學系

Hsiu-Mei Liao, Department of Accountancy, Ming Chuan University
廖秀梅 / 銘傳大學會計學系

Hsin-Ping Ma, Sunrise CPA firm
馬心屏 / 日桓聯合會計師事務所

Received 2019/10, Final revision received 2021/10

Abstract

The study collects data of public listed companies in Taiwan from 2009 to 2017 to examine the determinants that influence these company managements' voluntary disclosures of unaudited earnings after the implementation of the unaudited earnings reporting system on the TSE Market Observation Post System (MOPS). This study further divides the sample into three different disclosure frequencies, namely "Monthly," "Quarterly," and "None," to analyze the economic motivation behind managements' decision-making on disclosure frequency. The empirical results show that companies are more likely to voluntarily disclose their unaudited earnings and have higher disclosure frequency when falling in the following conditions: in the need of raising funds, of larger scales, with lower buy-and-hold abnormal return, showing better operating performance, non-family controlled, with larger board size, and with lower ratio of independent directors.

【Keywords】voluntary disclosure, unaudited earnings, disclosure frequency of unaudited earnings, unaudited earnings reporting system

摘要

本研究以 2009 年至 2017 年之上市櫃公司為研究對象，探討在 2009 年公開資訊觀測站自結損益平台申報制度實施後，影響管理當局自願性申報自結損益的決定因素。此外，本研究將申報自結損益的行為區分為「按月申報」、「按季申報」以及「未申報」三種不同頻率，分析影響管理當局不同揭露頻率的經濟動機。實證結果顯示，當公司有募集資金的需求、公司規模越大、買進並持有異常報酬越低、經營績效越好、非家族企業、董事會規模越大以及獨立董事席次越低，管理當局較願意自願性申報自結損益，而且申報自結損益的頻率亦會越高。

【關鍵字】自願性揭露、自結損益、自結損益申報頻率、自結損益申報平台

壹、緒論

本研究旨在探討行政院金融監督管理委員會（文後簡稱金管會）於 2009 年推動上市櫃公司自願於公開資訊觀測站申報自結損益 (Unaudited Earnings) 之制度後，影響上市櫃公司管理當局此自願行為之經濟誘因。

臺灣自結損益揭露法令的發展可區分成三個階段。第一階段（2002 年 11 月 14 日起至 2004 年 12 月 9 日）的自結損益公告係配合「公開發行公司公開財務預測處理準則」（文後簡稱財測準則）規範，為揭露財務預測之配套措施。依財測準則之規定，依法須強制公告財務預測之公司，須公告自結損益比對預測之準確性，此階段之自結損益公告屬強制性揭露。第二階段則自 2004 年 12 月 9 日修訂財測準則開始，此時財務預測制度改採自願公開方式，且得以簡式或完整式財務預測擇一為之，但當公司選擇揭露完整式財務預測時，仍須於年度終了後一個月內申報自結損益，此時自結損益的申報變成自願性財務預測的配合措施。然而在修法後，自願提供完整式財務預測的公司驟減至幾乎為零，自結損益的公告幾乎名存實亡。其後，金管會為了強化對自願性自結損益的監管，縮減公司與投資人間損益資訊的空窗期，並簡化投資人蒐集資訊之複雜性及成本，故指示臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心於 2008 年 12 月分別修訂「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司資訊申報作業辦法」¹以及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對有價證券上櫃公司資訊申報作業辦法」（文後統稱為資訊申報作業辦法），並在公開資訊觀測站建立申報自結損益平台（文後簡稱自結平台）。依資訊申報作業辦法規定，凡在該平台自願公告自結損益情事者，應至少持續公告至當年度結束止，且公告內容應包含截至當月或該季之自結「營業利益」及「稅前損益」二項目，並自 2009 年 1 月 13 日起上線實施。因此，資訊申報作業辦法使上市櫃公司可直接於自結平台按季或按月自願揭露自結損益，此即為臺灣目前所實施的自願性自結損益申報制度。其係一獨立的自願性自結損益申報制度，與財務預測制度完全脫勾，也並非財務預測的配套措施。

在文獻方面，過去學界主要集中於探討影響管理當局自願揭露盈餘預測行為的因素，藉以推論此自願揭露行為其背後所隱含的經濟動機及誘因（吳安妮，1991；李建然，2000；Ruland, Tung, and George, 1990; Lang and Lundholm, 1993; Ajinkya,

1 「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司資訊申報作業辦法」已於 2009 年 6 月 9 日臺灣證券交易所股份有限公司臺證企字第 0981102186 號公告修正發布名稱為「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」。

Bhojraj, and Sengupta, 2005)。然而，自願性盈餘預測與自結損益雖皆為管理當局自願性揭露的盈餘資訊，但兩者資訊性質不同，前者為預測性資訊，後者則為歷史性資訊。預測性資訊具較高的不確定性，此一特性對管理當局的法律責任及聲譽有較大的影響 (Skinner, 1994; Kasznik and Lev, 1995)。因此，影響管理當局自願性盈餘預測行為的因素，可能與影響管理當局自願於自結平台申報自結損益行為的因素不完全相同。若能瞭解管理當局揭露自結損益之行為動機，將能填補既有相關研究的不足。

過去探討自結損益的研究，大多集中在前述自願性自結損益申報制度實施之前的議題。楊孟萍、林瑞青與盧怡倫 (2004) 係探討財測準則尚未實施前，自行於傳媒對外揭露自結損益期間，影響自結損益與公告盈餘間差異的影響因素。黃珮瑄 (2007) 則探討財測準則公告後，配合揭露自結損益之期間，影響自結損益與公告盈餘間差異的影響因素。范宏書、陳慶隆、李淑華與謝永明 (2008) 則探討自結損益與公告盈餘間之差異數對財務報表公佈時效性的影響。與本研究較具關聯的研究則為張森河、黃劭彥、王登仕與康熙宗 (2018) 之研究，該研究以 2005 年至 2013 年為研究期間，探討經理人過度自信及會計師查核品質對自結損益揭露行為及其偏誤（自結損益與公告盈餘間之差異數）之影響。其實證結果發現，經理人過度自信及會計師是產業專家時，管理當局較會自願揭露自結盈餘²。綜上所述，至目前為止，本研究並未發現針對實施自願性自結損益申報制度後進行探討的相關研究。

2009 年所實施之自願性自結損益申報制度為我國特有的制度，自此自願性申報自結損益在制度面有了較完整的規範，自結平台也提供了完整的資訊與較長的觀察期間；本研究的目的即在探討此自願性自結損益申報制度實施後，影響上市櫃公司管理當局自願於自結平台申報自結損益其行為背後所代表的經濟誘因。因此，本研究以 2009 至 2017 年之上市櫃公司為研究樣本，探討影響管理當局自願性申報自結損益的決定因素。此外，由於資訊申報作業辦法規定上市櫃公司可按月或按季申報自結損益，而按月申報確實比按季申報更能提供更多有關損益時間序列的資訊，也提供市場參與者對公司未來損益預測更多攸關的資訊，因此本研究進一步將申報自結損益的行為區分為「按月申報」、「按季申報」及「未申報」三種不同頻率，進一步分析影響管理當局不同揭露頻率的經濟動機。

本研究相較於現有文獻，有下列研究貢獻：首先，2009 年實施之自願性自結損益申報制度為我國特有的制度，然而過去文獻卻鮮少對該制度進行探討，本研究

2 因該研究的樣本期間涵蓋 2009 年之前的觀察值，許多公司申報的自結損益係配合財務預測之強制性公告，故該研究的樣本並不完全是自願性揭露自結損益。

藉由探討影響上市櫃公司自願申報自結損益行為的因素，以瞭解該制度實施後上市櫃公司自願透過自結平台申報自結損益行為背後所隱含的經濟誘因，希望能填補現行探討管理當局自願性揭露自結損益影響因素相關研究的不足。其次，本研究實證結果亦可讓主管機關瞭解此制度實施情形，包括實施後自願申報自結損益之公司比率及趨勢，以及哪些特性的公司會自願申報自結損益，作為未來此自願揭露制度修訂之參考。此外，資本市場投資人或相關利害關係人亦可進一步瞭解公司自願申報自結損益背後隱含的經濟動機，藉以提升投資與相關決策的品質。最後，由於公司揭露自結損益屬自願性決策，未來研究探討自結損益制度所產生經濟後果時，將遭遇自我選擇所產生之內生性的問題，故本研究結果亦可以作為未來國內探討自結損益制度所產生經濟後果時，做為控制自我選擇所產生内生性問題有關模型設置之參考。

本研究其餘各節架構說明如下：第貳節為文獻回顧與研究假說建立，第參節為研究設計，包括實證模型、樣本選擇與資料來源等相關之說明，第肆節為實證結果分析，最後，第伍節則為結論。

貳、文獻回顧與假說建立

本研究試圖從可能解釋自願揭露行為的相關理論中，尋找可能影響上市櫃公司自願性申報自結損益行為的變數。可能影響管理當局自願性揭露行為理論包含下列三種假說：（一）資本市場交易假說 (Capital Markets Transactions Hypothesis) 指出為降低資訊不對稱所產生之資訊風險與交易成本，當管理當局欲對外募資或融資時，將有誘因增加對外資訊揭露 (Myers and Majluf, 1984; King, Pownall, and Waymire, 1990; Lang and Lundholm, 1993; Healy and Palepu, 2001)。（二）信號假說 (Signaling Hypothesis) 指出管理當局提前自願性揭露好消息，可顯示其經營管理能力優於其他公司之信號。因此，信號假說預期擁有好消息之公司會較願意揭露自結損益 (Lev and Penman, 1990; Healy and Palepu, 2001; Miller, 2002; Wasley and Wu, 2006)。（三）減緩代理問題假說 (Mitigating Agency Hypothesis) 指出管理當局為避免代理成本造成自身利益的損失，將有誘因提供更多公司營運的資訊，減緩管理當局與外部投資人間資訊不對稱情形 (Jensen and Meckling, 1976; Eng and Mak, 2003; Lim, Matolcsy, and Chow, 2007)。

本研究按前述的三項理論與過去相關文獻的研究結果，並考量自結損益申報制度及我國資本市場環境，分別考慮下列可能影響管理當局自願性申報自結損益及申報頻率之因素，並建立下列研究假說（皆以對立假說的方式呈現），相關說明如下：

一、募集新資本

當企業因營運而有資金需求時，將透過發行股票或公司債之方式募集資金，根據資本交易市場假說，管理當局將有誘因自願提供額外的資訊，以期降低資訊不對稱的程度及減少資訊成本（Miller and Rock, 1985; 吳安妮，1991；李建然，2000）。本研究預期當公司有對外募集資金計畫時，管理當局將較願意從事自願性自結損益揭露，且自願性申報自結損益之頻率也會越頻繁。本研究採用李建然（2000）之衡量方式，以虛擬變數 (Dummy Variable) 的方式衡量募集新資本（以 *NCO* 代表之），若當年度或次年度公司有發行普通股、特別股以及公司債者，*NCO* 設為 1，其他為 0。據此，本研究建立假說一如下：

H1：當公司將對外募集新資本時，管理當局自願申報自結損益之意願越大。

二、公司規模

公司規模影響管理當局自願申報自結損益之動機包含兩個面向。首先，當公司規模越大，少數人將因持有私有資訊，從中獲得的報酬金額將會越高，使資訊不對稱的情形越嚴重。按資本市場交易假說，管理當局為避免少數人於財務報表公告前即獲知訊息而進行套利以降低交易成本，會較願意提前自願揭露其盈餘資訊（King et al., 1990; 李建然，2000）。另一方面，當公司規模越大，經營權與所有權越分離，為了降低代理成本，將會提升管理當局自願提供盈餘資訊（吳安妮，1991）。本研究採用普通股市場價值取自然對數作為公司規模（以 *SIZE* 代表之）之替代變數。根據前述的說明，本研究提出假說二如下：

H2：當公司規模越大時，管理當局自願申報自結損益之意願越大。

三、會計盈餘與股票報酬之相關性

Lang and Lundholm (1993) 認為會計盈餘與股票報酬的關聯性，與資訊不對稱程度有關，亦即強制性會計盈餘與股票報酬的關聯性越低，代表股票價格未能反映強制性會計盈餘的宣告。依減緩代理問題假說，當會計盈餘與股票報酬的關聯性越低時，管理當局將較願意自願申報自結損益，且會計盈餘與股票報酬的關聯性越低，管理當局越會增加自願申報之頻率。

然而，King et al. (1990) 則認為當會計盈餘與股票報酬的關聯性較高時，外部投資人將會預期內部人提前得知盈餘資訊而套利的機會更大，在理性預期下，外部投資人會將股票價格予以折價而產生交易成本。根據資本市場交易假說，管理當局為避免交易成本造成的損失，將有誘因自願性提前提供盈餘資訊。

前述文獻皆認為會計盈餘與股票報酬的關聯性會影響自願性盈餘資訊揭露之行為，惟預期方向並不一致，故本研究僅探討會計盈餘與股票報酬的關聯性和自願申

報自結損益間是否具有關聯性。本研究有關會計盈餘與股票報酬之關聯性（以 COR 代表之）之計算如下：

$$COR_{i,t} = Corr\left(\frac{E_{i,t}}{Equity_{i,t}}, R_{i,t}\right),$$

其中，為 i 公司第 t 年的稅前會計淨利，為 i 公司第 t 年的股東權益帳面金額，代表 i 公司第 t 年的股票年報酬率，兩者之相關係數 ($Corr$) 係以公司在樣本期間之相關資料計算之（但至少須有 4 年的資料）。根據前述，本研究提出假說三如下：

H3：會計盈餘與股票報酬的相關性，與管理當局自願申報自結損益的意願有關。

四、股價被低估的程度

依據信號假說，當管理當局意識到股價被低估時，為使股價能回到應有的價值，將會選擇提前向市場揭露好消息。本研究採用買進並持有之異常報酬 (Buy-and-hold Abnormal Return, 以 $BHAR$ 代表之) 衡量公司股價被低估的程度；當 $BHAR$ 為負報酬時，公司股價低於大盤報酬，顯示股價可能被市場低估，當管理當局認為公司股價被低估的程度越大時，就可能越提前向市場揭露自結損益，希望市場能上修公司股票的價格，降低股價被低估的程度。故本研究預期 $BHAR$ 越低，管理當局自願申報自結損益的誘因越高，且申報頻率亦將越高。有關 $BHAR$ 計算如下：

$$BHAR_{i,t} = \ln(1+R_{i,t}) - \ln(1+R_{m,t}),$$

其中，係指 i 公司在 t 年的股票年報酬率；係指市場在第 t 年的股票市場依加權平均指數所計算之年報酬率。據此，本研究提出假說四如下：

H4：股價被低估的程度越大（買進並持有的異常報酬越低），管理當局自願申報自結損益之意願越大。

五、經營績效

依據信號假說，經營績效較佳的公司，相較於經營績效較差的公司，管理當局越願意自願申報自結損益，提早向資本市場傳達公司的經營績效，讓投資人有更多攸關資訊評估其投資決策，並使股價能趨向公司實際價值。本研究採用劉啟群與陳建樺 (1998) 之衡量方法，以股東權益報酬率（稅前淨利除以股東權益帳面金額）衡量經營績效（以 $PROFIT$ 代表之）。本研究提出假說五如下：

H5：當公司經營績效越好時，管理當局自願申報自結損益之意願越大。

六、舉債程度

Jensen and Meckling (1976) 指出，除管理當局與外部股東間存有代理問題外，

股東與債權人間亦有代理問題。根據減緩代理問題假說，隨著公司負債比例的增加，股東與債權人間之代理成本就會越大，股東為降低代理成本，自願申報自結損益的意願越高，且申報的頻率亦可能越高。本研究以附息負債（包含來自金融機構之短期與長期借款、應付公司債及特別股負債）占資產的百分比（以 *DEBT* 代表之）衡量股東與債權人間代理問題的程度。本研究提出假說六如下：

H6：當公司舉債程度越高，管理當局自願申報自結損益之意願越大。

七、家族企業

當公司屬於家族企業時，內部股東兼管理者與外部股東的利益將會趨於一致而使代理成本降低 (Jensen and Meckling, 1976)，可能使公司提早或自願提供額外揭露的誘因降低。過去關於家族企業與資訊揭露的研究顯示，家族企業會降低自願性盈餘預測的意願 (Chen, Chen, and Cheng, 2008)。本研究採用台灣經濟新報 (TEJ) 的定義區分公司是否為家族企業³，並設虛擬變數（以 *FAMILY* 代表之）衡量之，若公司屬家族企業，則 *FAMILY* 設為 1，其他為 0。依據減緩代理問題假說，本研究提出假說七如下：

H7：相較於非家族企業，家族企業的管理當局自願申報自結損益的意願較低。

八、機構投資人持股比例

機構投資人的資金來源係社會資源的彙集，擁有龐大的資產規模，以及較多的專業人才及知識，在資料的蒐集與分析上，較個別投資人具有優勢，而享有較低資訊邊際成本，且能擁有更高的持股比例。因而較看重公司長期績效，也較有誘因監督管理當局所作之決策，參與及監督公司營運，亦將會要求管理當局提供更多資訊以提升資訊透明度 (El-Gazzar, 1998; Pound, 1988; Bushee, Matsumoto, and Miller, 2003; 廖益興、陳彥綺與王貞靜, 2011; 李懿洋, 2016)。根據減緩代理問題假說，預期機構投資人持股比例越高，管理當局越可能自願性提供自結損益之資訊及增加申報頻率。

本研究以三大法人期末持股比例衡量機構投資人持股比例（以 *INSTI* 代表之），三大法人包含被政府准許的合格境外機構（外資）、向投資大眾募集資金，透過專

3 家族企業的界定，本研究係採用台灣經濟新報 (TEJ) 公司治理模組對控制型態的定義，該模組將公司區分為以下四種：單一家族主導、共治型態、專業經理人治理以及公股主導。單一家族主導之定義為：(1) 董事長及總經理由單一家族成員出任；(2) 董事控制席次比例大於 50% 且友好董事席次比例及外部董事席次比例均小於 33%；(3) 董事控制席次比例大於 33% 且最終控制者家族成員至少有 3 人出任董監事及經理人；(4) 控制持股比率大於必要控制持股比率。

業經理人進行投資買賣的投資信託股份有限公司（投信）以及以自有資金直接買賣股票的證券公司（自營商）。本研究提出假說八如下：

H8：當機構投資人持股比例越高，管理當局提供自願性自結損益的意願越大。

九、董監事持股比例

當董監事持股比例越低時，內部人與外部投資人間的代理問題越嚴重，在投資人理性預期下，代理成本將由董監事承擔。故當董監事持股比例越低，管理當局增加外部監督及降低資訊不對稱的誘因就越大 (Jensen and Meckling, 1976; Healy and Palepu, 2001; Eng and Mak, 2003; Baek, Johnson, and Kim, 2009)。本研究採用李建然 (2000) 之衡量方式，以董監事持股比例（以 *MGT* 代表之）衡量管理當局與外部股東的代理問題程度。根據減緩代理問題假說，本研究提出假說九如下：

H9：董監事持股比率越低，管理當局自願申報自結損益的意願越大。

十、董事會規模

董事會為公司治理的核心，董事會的效能將影響公司的代理成本。當董事會規模越大，董事會背景與專業的多樣化，將可以組成功能不同之委員會，使監督管理當局的功能更加完備 (Yermack, 1996; Klein, 2002)。但 Jensen (1993) 指出當董事會規模越大時，將可能產生不同派系而難以整合各方意見，降低了決策及監督的效果，削弱董事會的功能，亦可能降低資訊揭露水準（廖益興，2010）。

由於既有文獻對董事會規模與自願揭露行為關聯性的結論並不一致，故本研究僅探討董事會規模與自結損益兩者之間是否具有關聯性。本研究採用董事會人數衡量董事會規模（以 *BOARD* 代表之），並提出假說十如下：

H10：董事會規模大小與管理當局自願申報自結損益的意願有關。

十一、獨立董事席次

Eng and Mak (2003) 指出當獨立董事占董事會席次比例越高時，將會使管理當局自願性揭露額外資訊的誘因降低。但黃麗津與林穎芬 (2020) 指出當獨立董事占董事會席次比例越高，董事會越具備監督管理當局之效果，並制定最適之公司決策以降低代理成本。此外，陳瑞斌與許崇源 (2007) 亦指出為了使股東能獲取更多有關公司營運之情形，獨立董事較會鼓勵管理當局做出更多的揭露，使資訊揭露水準提升，進而提升資訊透明度。因此，當獨立董事占董事會席次比例越高時，管理當局亦可能提供更多的自願性揭露。

由於上述既有文獻對獨立董事與自願性揭露行為的關聯性預期不盡相同，故本研究僅探討獨立董事占全體公司董事席次比例與管理當局自願申報自結損益之行為

是否具有關聯性。本研究採用 Eng and Mak (2003) 的衡量方法，以獨立董事占董事會席次之比例來衡量獨立董事席次（以 *INDBOARD* 代表之）。本研究並根據資本市場交易假說及減緩代理問題假說提出假說十一如下：

H11：獨立董事規模與管理當局自願申報自結損益的意願有關。

參、研究設計

一、實證模型

本研究藉由下列實證模型探討影響管理當局自願性申報自結損益的行為動機，其相關說明如下：

$$\begin{aligned} DECLARE_{1i,t} \text{ (or } DECLARE_{2i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 NCO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 COR_{i,t} + \\ & \beta_4 BHAR_{i,t} + \beta_5 PROFIT_{i,t} + \beta_6 DEBT_{i,t} + \beta_7 FAMILY_{i,t} + \beta_8 INSTI_{i,t} + \\ & \beta_9 MGT_{i,t} + \beta_{10} BOARD_{i,t} + \beta_{11} INDBOARD_{i,t} + \sum YEAR_{EFFECT} + \\ & \sum IND_{EFFECT} + e_{i,t} \end{aligned}$$

因變數分別採用兩種方式衡量。首先，本研究以管理當局是否自願申報自結損益的方式衡量（以 *DECLARE₁* 代表之），若當年度有申報自結損益者，*DECLARE₁* 設為 1，其他為 0，並採用 Logit Model 及 Probit Model 進行估計。此外，誠如前述，一旦公司在自結平台申報自結損益，即須按月或按季申報至當年度止，因此本研究進一步將因變數分為三個類別（以 *DECLARE₂* 代表之）：按月申報者（*DECLARE₂* 設為 2）、按季申報者（*DECLARE₂* 設為 1）及未申報者（*DECLARE₂* 設為 0）。由於因變數係按申報頻率多寡進行排序，故上述實證模型將採用 Order Logit Model 及 Order Probit Model 進行估計。在自變衡量方面，除了納入上述 11 項研究假說所考量的變數外，另加入年度（以 *YEAR_{EFFECT}* 代表之）以及產業別（以 *IND_{EFFECT}* 代表之）之虛擬變數以控制年度及產業效果。上述實證模型中各變數的定義彙整於表 1。

二、樣本蒐集與結果

由於公開資訊觀測站之自結平台係自 2009 年 1 月 13 日上線實施，故本研究樣本期間為 2009 年至 2017 年，並從自結損益申報系統中蒐集相關的因變數。自變數方面則蒐集自台灣經濟新報社 (TEJ) 的資料庫。此外，受測公司在研究期間內尚必須同時符合下列條件：

- （一）受測公司為臺灣上市或上櫃公司，但排除金融保險產業，以及非金融產業但實際營運存有存款與匯款業務之觀察值。
- （二）受測公司需有至少四年以上的會計盈餘與股價年報酬之資訊，以便計算會計盈餘與股價報酬的相關係數。

表 1 變數定義

因變數	
自願性申報自結損益 ($DECLAER_1$)	類別變數，若當年度有申報自結損益為 1，其他為 0。
自願性申報自結損益頻率 ($DECLAER_2$)	類別變數，若當年度採月申報為 2；採季申報為 1；其他為 0。
自變數	
募集新資本 (NCO)	虛擬變數，若當年或次年度有發行普通股、特別股或公司債者為 1，其他為 0。
公司規模 ($SIZE$)	公司普通股市場價值總額取自然對數
會計盈餘與股票報酬之相關性 (COR)	稅前股東權益報酬率與股票報酬率的相關係數
買進並持有異常報酬 ($BHAR$)	$BHAR_{i,t} = \ln(1 + R_{i,t}) - \ln(R_{m,t})$
經營績效 ($PROFIT$)	稅前淨利除以股東權益帳面金額
舉債程度 ($DEBT$)	期末付息負債占總資產比例
家族企業 ($FAMILY$)	虛擬變數，若家族企業為 1，其他為 0。
機構投資人持股比例 ($INSTI$)	期末三大法人持股占流通在外股數之比例
董監事持股比例 (MGT)	全體董監事持股占流通在外普通股比例
董事會規模 ($BOARD$)	董事會人數
獨立董事席次 ($INDBOARD$)	獨立董事占董事會席次之比例
控制變數	
年度別 ($YEAR_{EFFECT}$)	虛擬變數，該年度為 1，其他為 0。
產業別 (IND_{EFFECT})	虛擬變數，該產業為 1，其他為 0。

(三) 公司未遺漏所須相關變數。

依據前述條件，2009 年至 2017 年間共有 12,115 個觀察值符合上述條件，表 2 分別列示樣本選取過程 (Panel A)、依申報頻率及年度彙整樣本公司分布的情況 (Panel B)，以及依研究期間持續申報、偶爾申報及從未申報公司家數的統計資料 (Panel C)。

從表 2 Panel B 可以發現，在樣本期間平均而言，每年僅約有 10% 的公司會自願申報自結損益，而且在申報自結損益的公司中，有 39% 的公司採按月申報，有 61% 的公司則採按季申報，顯見多數上市櫃公司仍不願意透過自結平台儘早提供自結損益資訊予市場。此外，從 Panel B 的資料亦可看出，自願性自結損益申報制度實施以來，每年自願申報自結損益公司的比例，不但沒有逐年增加，還呈現微幅下降的趨勢。惟各年申報自結損益的公司中，按月申報的比例似乎有微幅增加的趨勢。

從表 2 Panel C 可以發現，自願申報自結損益制度實施以來，上市櫃公司連續九年皆申報自結損益的公司家數僅有 40 家（共計 360 個觀察值），僅占總上市櫃公司家數的 3%，顯見將自願申報自結損益作為公司常態性自願揭露政策的公司並不多。而曾偶爾申報自結損益的公司家數則有 254 家（共計 824 個觀察值），占上

表 2 樣本選取過程與結果

Panel A 最終樣本觀察值選取過程	
2009 年至 2017 年臺灣上市櫃公司之樣本最初觀察值	12,817
刪除：金控業、銀行及票券業、保險業、證券業等金融產業，以及非金融產業 但實際營運存有存款與匯款業務之觀察值	(380)
刪除：會計盈餘與股價年報酬之資訊未達四年之觀察值	(308)
刪除：遺缺資料觀察值	(14)
最終樣本觀察值	<u>12,115</u>

Panel B 樣本依申報頻率及年度分布之情況

年度	按月申報		按季申報		調整 項目 [※]	申報自 結損益	首次 申報	上市櫃 公司	申報公司占 上市櫃公司
	觀察值	%	觀察值	%	觀察值	觀察值	觀察值	觀察值	%
2009	54	39%	84	61%	10	128	128	1,157	11%
2010	64	36%	113	64%	10	167	65	1,200	14%
2011	59	36%	103	64%	6	156	24	1,277	12%
2012	56	37%	96	63%	6	146	20	1,333	11%
2013	51	39%	80	61%	1	130	17	1,391	9%
2014	49	40%	74	60%	1	122	15	1,438	8%
2015	47	41%	69	59%	2	114	11	1,441	8%
2016	48	42%	67	58%	4	111	6	1,438	8%
2017	48	43%	64	57%	2	110	8	1,440	8%
總計	476	39%	750	61%	42	1,184	294	12,115	10%

註：[※] 調整項目係指同時按季申報與按月申報自結損益之公司，該類公司將被視為月申報的公司值，並自按季申報的公司家數中扣除。

Panel C 樣本依研究期間是否持續申報自結損益分布情況

申報類型	有申報自結損益		上市櫃公司	
	公司家數	總申報數	公司家數	總觀察值
持續申報自結損益者	40	360	40	360
偶爾申報自結損益者	254	824	254	2,189
從未申報自結損益者			1,147	9,566
	<u>294</u>	<u>1,184</u>	<u>1,441</u>	<u>12,115</u>

註：持續申報自結損益者係指自 2009 年至 2017 年每年皆有申報之上市櫃公司，從未申報自結損益則是 2009 年至 2017 年皆未申報自結損益之上市櫃公司，其餘觀察值為偶爾申報自結損益者。

市櫃公司整體家數的 18%；從未申報自結損益的公司計 1,147 家（共計 9,566 個觀察值），占整體上市櫃公司總數 1,441 家的 79%。此一現象顯示，完全未申報自結損益的公司占整體上市櫃公司大約八成，而多數申報自結損益的上市櫃公司，並不會在首次申報後仍持續申報自結損益，可能係基於申報當年特定因素，才決定自願申報自結損益。

肆、實證結果分析

一、敘述統計

為避免極端值影響實證結果，本研究將所有連續變數其數值小於 1% 與超過 99% 百分位數之觀察值做溫賽化 (Winsorized) 處理後，再進行後續相關實證分析。表 3 敘述統計的結果顯示，經營績效 (*PROFIT*) 的平均數為 0.06，最小值為 -0.916，第 1 分位數為 0.01，顯示我國上市櫃公司超過七成以上公司具獲利能力。舉債程度 (*DEBT*) 的平均數為 0.191，顯示平均而言，上市櫃公司的付息負債約占資產的兩成。董監事持股比例 (*MGT*) 的平均數為 0.231，顯示平均而言，董監事持股比例約占兩成。機構投資人持股比例 (*INSTI*) 平均數為 0.093，顯示平均而言，機構持股比例不高。此外，董事會規模 (*BOARD*) 之平均數為 7.07，最小值為 4，最大值為 15。依我國證券交易法第 26-3 條第 1 項之規定，董事會的設置董事不得少於五人，少數公司未達法定人數，其原因多為董事因故缺額待補⁴。

二、迴歸結果分析

首先，表 4 分別列示採用 Logit Model 與 Probit Model 分析影響管理當局是否自願申報自結損益決定因素之迴歸結果。從表 4 結果可以發現 Logit Model 與 Probit Model 的卡方檢定 *p* 值皆低於 1%，顯示整體模型適配度皆達顯著水準，而 Logit Model 與 Probit Model 的 *Pseudo R*² 分別為 19.63% 與 19.48%，顯示模型的解釋能力尚佳。

此外，從表 4 結果可以發現 Logit Model 及 Probit Model 估計的結果相當類似。其中，募集新資本 (*NCO*) 及公司規模 (*SIZE*) 與自願性申報自結損益皆具正相關，且達到 10%（含）以上顯著水準，顯示當公司有資本需求及公司規模越大時，為避免交易成本以及代理成本，管理當局可能會選擇申報自結損益，向市場儘早提供盈餘

4 另外，Spearman 與 Pearson 相關係數分析的結果（未列表）顯示，管理當局自願性申報自結損益的決策以及自願申報自結損益的頻率與自變數間皆與預期相符且達到 10%（含）以上顯著水準。此外，各自變數之間相關係數均不高，整體而言，自變數間之共線性問題並不明顯。

表 3 敘述統計

變數	平均數	標準差	最小值	第一四分位	中位數	第三四分位	最大值
因變數							
<i>DECLARE₁</i>	0.098	0.297	0	0	0	0	1
<i>DECLARE₂</i>	0.137	0.444	0	0	0	0	2
自變數							
<i>NCO</i>	0.364	0.481	0	0	0	1	1
<i>SIZE</i>	15.069	1.389	12.317	14.071	14.919	15.903	19.361
<i>COR</i>	0.218	0.380	-0.743	-0.038	0.279	0.504	0.886
<i>BHAR</i>	0.015	0.340	-0.849	-0.191	-0.012	0.198	1.073
<i>PROFIT</i>	0.060	0.184	-0.916	0.010	0.081	0.158	0.413
<i>DEBT</i>	0.191	0.166	0	0.036	0.165	0.309	0.652
<i>FAMILY</i>	0.628	0.483	0	0	1	1	1
<i>INSTI</i>	0.093	0.129	0	0.006	0.041	0.122	0.614
<i>MGT</i>	0.231	0.146	0.026	0.122	0.193	0.303	0.692
<i>BOARD</i>	7.070	1.971	4	5	7	8	15
<i>INDBOARD</i>	0.230	0.170	0	0	0.286	0.375	0.571

註：變數定義詳見表 1。

資訊，符合資本市場交易假說。買進並持有異常報酬 (*BHAR*) 與自願性申報自結損益為負相關且達到 5% (含) 以上顯著水準，意謂當管理當局認為公司股價被低估時，較願意自願申報自結損益；經營績效 (*PROFIT*) 和自願性申報自結損益具正相關且達到 1% 顯著水準，顯示經營績效佳的公司，相較於經營績效較差的公司，較願意自願申報自結損益，這兩項實證結果皆符合信號假說。家族企業 (*FAMILY*) 與自願性申報自結損益為負相關且達到 5% 顯著水準，顯示當公司為家族企業時，由於公司股權掌握在家族成員中，或由家族成員擔任公司高階管理當局，此將使管理當局與外部股東的利益趨於一致而降低代理成本，對外提供自結損益的誘因隨之降低，符合減緩代理問題假說。董事會規模 (*BOARD*) 與自願性申報自結損益則具正相關且達到 10% (含) 以上顯著水準，顯示隨著董事會人數增加，監督管理當局的力道提升，可能有助於資訊揭露水準。最後，獨立董事席次 (*INDBOARD*) 與自願性申報自結損益呈現負相關且達到 5% 顯著水準，此結果可能係因隨著獨立董事占董事席次越高，其監督職權越能得到發揮，使代理成本以及資金成本降低，管理當局便較無誘因提供自結損益，此符合減緩代理問題假說。

表 4 影響管理當局是否自願性揭露自結損益決定因素之迴歸結果

Dependent Variable <i>DECLAER_t</i>	Predicted Sign	(1)		(2)	
		Logit Model		Probit Model	
		Coefficient	Marginal Effect	Coefficient	Marginal Effect
<i>NCO</i>	+	0.1058 [*] (1.42)	0.0078	0.0712 ^{**} (1.82)	0.0100
<i>SIZE</i>	+	0.6560 ^{***} (17.62)	0.0484	0.3450 ^{***} (17.56)	0.0485
<i>COR</i>	?	-0.0055 (-0.06)	-0.0004	0.0134 (0.28)	0.0019
<i>BHAR</i>	-	-0.2755 ^{***} (-2.45)	-0.0203	-0.1350 ^{**} (-2.32)	-0.0190
<i>PROFIT</i>	+	2.3832 ^{***} (7.28)	0.1757	1.1141 ^{***} (6.93)	0.1566
<i>DEBT</i>	+	0.0797 (0.32)	0.0059	0.0140 (0.11)	0.0020
<i>FAMILY</i>	-	-0.1203 ^{**} (-1.65)	-0.0089	-0.0808 ^{**} (-2.12)	-0.0114
<i>INSTI</i>	+	-0.4363 [*] (-1.35)	-0.0322	-0.0964 (-0.56)	-0.0135
<i>MGT</i>	-	-0.0548 (-0.22)	-0.0040	0.0171 (0.13)	0.0024
<i>BOARD</i>	?	0.0360 ^{**} (2.02)	0.0027	0.0169 [*] (1.76)	0.0024
<i>INDBOARD</i>	?	-0.4838 ^{**} (-2.07)	-0.0357	-0.2574 ^{**} (-2.13)	-0.0362
<i>_cons</i>		-15.1950 ^{***} (-18.91)		-7.9509 ^{***} (-21.21)	
<i>YEAR_{EFFECT}</i>		Yes		Yes	
<i>IND_{EFFECT}</i>		Yes		Yes	
<i>N</i>		12,115		12,115	
<i>Pseudo R²</i>		19.63%		19.48%	
<i>LR chi²</i>		1,522.46 ^{***}		1,510.63 ^{***}	
<i>chi² p-value</i>		(0.00)		(0.00)	

註：變數定義詳見表 1。

括弧內代表 *z* 值，顯著值 * *p* < 0.1、** *p* < 0.05、*** *p* < 0.01，各項變數若有預期方向，其為單尾檢定；若無則為雙尾檢定。

值得一提的是，機構人持股比例 (*INSTI*) 與自結損益申報決策的關聯性，在 Logit Model 呈現負相關且達到 10% 顯著水準；但在與 Probit Model 中則不具統計顯著性。此實證結果傾向支持機構持股比例越高的公司，管理當局反而較不願自願申報自結損益，與本研究假說八之預期相反。其原因可能與獨立董事席次類似，可能是當機構持股比例越高時，越可強化公司治理的機制，進而降低管理當局申報自結損益的誘因。

另外，由於 Logit Model 與 Probit Model 非線性模型，實證結果模型的估計係數僅能得知各自變數對因變數的影響方向及顯著性，而無法提供各自變數對因變數的影響程度，故本文進一步將各變數的邊際效果 (Marginal Effect) 列於表 4。從 Logit Model 的邊際效果顯示，當經營績效 (*PROFIT*) 與公司規模 (*SIZE*) 增加一標準差時，管理當局自願申報自結損益的機率分別將增加 17.57% 與 4.84%；當獨立董事席次 (*INDBOARD*) 與機構人持股比例 (*INSTI*) 增加一標準差時，管理當局申報自結損益的機率將會分別減少 3.57% 與 3.22%。而在所有具顯著影響的變數中，依其影響程度大小排序分別為：經營績效 (*PROFIT*)、公司規模 (*SIZE*)、獨立董事席次 (*INDBOARD*)、機構人持股比例 (*INSTI*)、買進並持有異常報酬 (*BHAR*)、家族企業 (*FAMILY*)、募集新資本 (*NCO*)、董事會規模 (*BOARD*)。

本研究為進一步分析管理當局選擇自願揭露自結損益頻率的決定因素，表 5 分別列示採用 Order Logit Model 與 Order Probit Model 之迴歸結果。首先，從表 5 結果可以發現，Order Logit Model 與 Order Probit Model 的卡方檢定 p 值皆低於 1%，顯示整體模型適配度皆達顯著水準，而 Order Logit Model 與 Order Probit Model 的 *Pseudo R*² 分別為 15.5% 與 14.59%，亦顯示模型的解釋能力尚佳。其次，表 5 亦顯示募集新資本 (*NCO*)、公司規模 (*SIZE*)、董事會規模 (*BOARD*) 以及經營績效 (*PROFIT*) 皆與自願申報自結損益揭露的頻率具正相關且達到 10% (含) 以上顯著水準，分別符合假說 H1, H2, H10, H5 的預期。買進並持有異常報酬 (*BHAR*)、家族企業 (*FAMILY*) 以及獨立董事席次 (*INDBOARD*) 與自願申報自結損益揭露的頻率為負相關且達到 10% (含) 以上顯著水準，亦分別符合假說 H4、H7、H11 的預期。而機構投資人持股比例 (*INSTI*) 與自願申報自結損益揭露的頻率亦呈現顯著的負相關，與假說 H8 預期結果相反，其可能原因則如表 4 的結果分析所述。此外，表 5 Order Logit Model 之邊際效果顯示，影響管理當局自願揭露自結損益頻率的變數中，其影響力較大的變數依序為經營績效 (*PROFIT*)、機構投資人持股比例 (*INSTI*) 以及公司規模 (*SIZE*)。

最後，本研究變數係以期末數據做為衡量依據，另參考過去部分實證研究採用期初數據衡量變數 (Chen et al., 2008)，將原先以期末金額 (數字) 衡量的變數改以期初金額 (數字) 衡量 (如機構投資人持股比例 (*INSTI*) 事會相關因素 (*MGT*,

表 5 影響管理當局自願性申報自結損益頻率的決定因素

Dependent Variable $DECLAER_2$	Predicted Sign	(1) Order Logit Model				(2) Order Probit Model			
		Coefficient	Margin Effect (1)	Margin Effect (2)	Margin Effect (3)	Coefficient	Margin Effect (1)	Margin Effect (2)	Margin Effect (3)
<i>NCO</i>	+	0.0953 [*] (1.31)	0.0018	0.0032	-0.0050	0.0714 ^{**} (1.90)	0.0032	0.0054	-0.0085
<i>SIZE</i>	+	0.6283 ^{***} (17.29)	0.0117	0.0211	-0.0329	0.3087 ^{***} (16.39)	0.0137	0.0232	-0.0369
<i>COR</i>	?	-0.0139 (-0.15)	-0.0003	-0.0005	0.0007	0.0012 (0.03)	0.0001	0.0001	-0.0001
<i>BHAR</i>	-	-0.2468 ^{**} (-2.23)	-0.0046	-0.0083	0.0129	-0.1216 ^{**} (-2.16)	-0.0054	-0.0091	0.0145
<i>PROFIT</i>	+	2.4878 ^{***} (7.73)	0.0463	0.0837	-0.1301	1.2183 ^{***} (7.82)	0.0539	0.0915	-0.1454
<i>DEBT</i>	+	0.0414 (0.17)	0.0008	0.0014	-0.0022	0.0062 (0.05)	0.0003	0.0005	-0.0007
<i>FAMILY</i>	-	-0.1407 ^{**} (-1.96)	-0.0026	-0.0047	0.0074	-0.1045 ^{***} (-2.83)	-0.0046	-0.0079	0.0125
<i>INSTI</i>	+	-0.8217 ^{***} (-2.58)	-0.0153	-0.0277	0.0430	-0.2839 ^{**} (-1.69)	-0.0126	-0.0213	0.0339
<i>MGT</i>	-	0.0224 (0.09)	0.0004	0.0008	-0.0012	0.0876 (0.69)	0.0039	0.0066	-0.0105
<i>BOARD</i>	?	0.0438 ^{**} (2.52)	0.0008	0.0015	-0.0023	0.0233 ^{**} (2.55)	0.0010	0.0017	-0.0028
<i>INDBOARD</i>	?	-0.4267 [*] (-1.87)	-0.0079	-0.0144	0.0223	-0.2498 ^{**} (-2.14)	-0.0110	-0.0188	0.0298
<i>cut1</i> _cons		14.7571 ^{***} (18.63)				7.3538 ^{***} (20.50)			
<i>cut2</i> _cons		15.8645 ^{***} (19.95)				7.8978 ^{***} (21.95)			
<i>YEAR_{EFFECT}</i>		Yes				Yes			
<i>IND_{EFFECT}</i>		Yes				Yes			
<i>N</i>		12,115				12,115			
<i>Pseudo R²</i>		15.50%				14.59%			
<i>LR chi²</i>		1,449.46 ^{***}				1,364.54 ^{***}			
<i>chi² p-value</i>		(0.00)				(0.00)			

註：變數定義詳見表 1。

括弧內代表 z 值，顯著值 * $p < 0.1$ 、** $p < 0.05$ 、*** $p < 0.01$ ，各項變數若有預期方向，其為單尾檢定；若無則為雙尾檢定。
Margin Effect (1) 代表該自變數在其他自變數的平均值下， $DECLAER_2$ 為 2（按月申報）的邊際效果；Margin Effect (2) 代表該自變數在其他自變數平均值下， $DECLAER_2$ 為 1（按季申報）的邊際效果；Margin Effect (3) 代表該自變數在其他自變數平均值下， $DECLAER_2$ 為 0（不申報）的邊際效果。

BOARD, INDBOARD))，重新進行 Logit (Probit) Model 及 Order Logit (Probit) Model 的分析，以檢視自變數以期初或期末衡量對實證結論的影響。估計結果（未列表）與表 4 及表 5 大致相同，在此不再贅述。

三、進一步測試

（一）考量員工認股權之影響

股票薪酬假說 (Stock-based Compensation Hypothesis) 認為公司實施員工認股權計畫會影響管理當局自願揭露盈餘資訊的意願 (Healy and Palepu, 2001)。本研究採用虛擬變數的方式衡量執行認股權之時點，未列表的結果顯示認股權的行使雖然會增加管理當局自願申報自結損益的意願，但卻不會明顯增加申報自結損益頻率的意願，實證結果僅部分支持股價報酬假說的預期；其餘變數結果及邊際效果之順序與表 4 及表 5 的實證結果大致相同。

（二）以配對方式形成樣本的實證結果

前述的實證結果係以全樣本的資料估計而得，惟樣本中有申報及未申報自結損益觀察值的配比（約 1:9）懸殊，為求實證結果的穩健性，本研究另以所有的自願申報的觀察值（計 1,184 個），按照年度、產業別以及公司規模進行一對一配對沒申報的觀察值，共 2,368 個觀察值，重新進行上述的實證分析，未列表的結果顯示亦大致上與表 5 的實證結果一致⁵。

（三）控制強制性公告自結損益對實證結論的影響

依「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」第 10 條，以及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對有價證券上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序」第 10 條之規範，上市櫃公司若達交易異常標準時，須強制填寫重大訊息公開說明表並在公開資訊觀測站公告最近一個月自結的營業收入、稅前淨利、稅後淨利以及每股盈餘，其公告內容與本研究欲探討之自結平台之損益資訊相同（自結損益），為考量強制性一次性的自結損益公告可能會影響管理當局申報自結損益的行為，另於實證模型中將強制性自結盈餘公告增列為控制變數，未列表的結果發現，是否納入強制性自結損益公告並不影響管理當局自願揭露自結損益之行為，其實證結果也與表 4 及表 5 大致相同。

5 由於國內上市櫃公司自願申報自結損益的比率偏低，採 1:1 的配對方式將造成母體機率分配與樣本分配有相當大的差距，而產生過度抽樣 (Oversampling) 之觀察值，致使模型檢定時可能產生偏誤的問題 (Manski and Lerman, 1977)。此外，申報自結損益的公司可能按月申報或按季申報，因此前述配對的方式不能回答影響管理當局自願申報頻率因素的問題，故未進行 Order Logit Model 及 Order Probit Model 的分析。

伍、結論

2008 年底金管會為了強化對自願性自結損益揭露的監管，縮減公司與投資人間損益資訊的空窗期，簡化投資人蒐集資訊之複雜性及成本，修訂資訊申報作業辦法，並於公開資訊觀測站提供自結平台，實施自願性自結損益申報制度，此即為我國特有的自願性自結損益申報制度。雖然此制度自 2009 年迄今已實施多年，但截至目前為止，本研究並未發現其他針對自願性自結損益申報制度實施後相關議題的探討。本研究以 2009 至 2017 年臺灣上市櫃公司為研究樣本，探討影響其管理當局自願性申報自結損益的決定因素，並進一步分析影響管理當局不同申報頻率決策的動機。

實證結果顯示，當公司有募集新資本的需求以及公司規模越大時，管理當局較會自願申報其自結損益資訊，且申報頻率越高。當買進並持有異常報酬越低以及經營績效越好時，管理當局較會自願申報其自結損益資訊，且申報頻率越高。當公司非屬家族企業、董事會規模越大以及獨立董事席次越低時，由於管理當局與股東的代理問題越嚴重，管理當局會自願申報其自結損益資訊，且申報頻率越高。

惟本研究為一探索性研究，雖已根據過去相關理論及文獻盡可能推測影響管理當局自願於自結損益平台揭露自結損益的經濟誘因，惟實證模型的判定係數顯示仍有許多其他本研究未能考慮到的影響因素，後續研究可進一步探索其他可能的影響因素，以期能瞭解更多管理當局於自結平台揭露自結損益行為的動機。

The Determinants of Voluntary Disclosure of Unaudited Earnings by Listed Companies on the Market Observation Post System

Jan-Zan Lee, Department of Accountancy, National Taipei University

Hsiu-Mei Liao, Department of Accounting, Ming Chuan University

Hsin-Ping Ma, Sunrise CPA firm

1. Purpose/Objective

At the end of 2008, the Financial Supervisory Commission (FSC) designate Taiwan Stock Exchange Corporation and Taipei Exchange to revised the “Taiwan Stock Exchange Corporation Rules Governing Information Filing by Companies with TWSE Listed Securities and Offshore Fund Institutions with TWSE Listed Offshore Exchange-Traded Funds” and “Taipei Exchange Rules Governing Information Reporting by Companies with TPEx Listed Securities,” respectively. FSC introduced the unaudited earnings reporting system simultaneously, which can be found on the Market Observation Post System (MOPS). The reporting system, implemented in 2009, aims to strengthen the supervision of public listed companies’ voluntary disclosure of unaudited earnings; to shorten the information gap between the companies and investors regarding the income statements; to help investors simplify the information collection process and reduce related costs.

This unaudited earnings reporting system is different from the voluntary disclosure of unaudited earnings via media and/or the financial forecast announcements made by a company’s management. This study aims to examine the economic incentives for a company’s management to voluntarily disclose unaudited earnings on the reporting system, and to further analyzes the motives that impact management’s decision-making on the frequency of voluntary disclosure of unaudited earnings.

2. Design/Methodology/Approach

This study established 11 determinants of voluntary disclosure of unaudited earnings by Listed Company on Market Observation Post System under Capital Markets Transactions Hypothesis, Signaling Hypothesis and Mitigating Agency Hypothesis,

which include new capital funding (*NCO*), size of the company (*SIZE*), the correlation between accounting earnings and stock return (*COR*), buy-and-hold abnormal return (*BHAR*), operating performance (*PROFIT*), debt ratio (*DEBT*), management shareholding (*MGT*), family business (*FAMILY*), institutional shareholding (*INSTI*), size of the Board of Directors (*BOARD*), and ratio of independent directors (*INDBOARD*).

This study applies the Logit/Probit Model to analyze the determinants associated with public listed companies that voluntarily disclosed unaudited earnings on the MOPS between 2009 and 2017. According to the information filing rules, publicly listed companies may choose to file on a monthly or quarterly basis. Thus, this study further divides the disclosure of unaudited earnings into three different categories, namely “Monthly,” “Quarterly,” and “Not-disclosed.” We accordingly analyze the various motives of management’s disclosure decisions by applying the Order Logit/Order Probit Model to obtain more comprehensive understandings about their decisions.

3. Findings

First, this study shows that companies in need of raising funds, and/or those of larger scales are more likely to voluntarily disclose the unaudited earnings and have higher disclosure frequency. The result is in line with the Capital Market Transaction Hypothesis. Second, this study indicates that companies with lower buy-and-hold abnormal return and better operating performance are more likely to voluntarily disclose the unaudited earnings and have higher disclosure frequency. The result is in line with the Signaling Hypothesis. Third, this study also reveals that non-family controlled companies, companies with larger board size, and those with lower ratio of independent directors are more likely to voluntarily disclose the unaudited earnings and have higher disclosure frequency to decrease agency cost between managers and outside shareholders. The result is in line with the Mitigating Agency Hypothesis.

4. Research Limitations/Implications

Based on past relevant theories and literature, this exploratory study builds hypotheses and confirms certain economic incentives that influence the management’s

voluntarily disclosure of unaudited earnings on the MOPS. However, the empirical model coefficient of determination shows that there may be other influential factors that have yet to be considered. Future studies may further explore other possible associating factors to further understand management's motives for voluntarily disclosing unaudited earnings.

5. Originality/Contribution

This study makes several contributions to the extant literature. First, since its implementation in 2009, no existing studies have focused on the voluntary disclosure of unaudited earnings on this reporting system built in the MOPS and this study fills in the gap. Apart from exploring the economic incentives on management's voluntary disclosures of unaudited earnings, this study also investigates the motives behind management's voluntary disclosure decision-making.

Second, the empirical results of this study facilitate relevant authorities to better understand the current state of companies and the factors that influence the implementation of the reporting system. These influential factors include ratios, trends, and characteristics (including the frequency of disclosure) of the companies and shall serve as a reference for future revisions of the system. In addition, our findings could help capital market stakeholders to further understand the economic motives behind a company's voluntary disclosure of unaudited earnings, and thus improve their investment decision-making processes.

Finally, since the unaudited earnings disclosure is voluntary, future studies on economic consequences of the unaudited earnings reporting system will encounter endogenous self-selection issues (such as the impact of voluntary disclosure of unaudited earnings on earnings quality, etc.). Thus, a thorough understanding of the factors associating with management's motives on the voluntary disclosures are essential when trying to solve these issues. Our experimental results may serve as a reference for building models to control parameters for endogenous self-selection issues when further exploring the economic consequences in the future.

References

- 吳安妮，1991，經理人員自願揭露盈餘預測資訊給外界之決定因素－實證研究，*會計評論*，25 期：1-24。(Wu, Anne. 1991. The determinants for Taiwan managers to release voluntarily earnings forecasts information to the public-an empirical research. *Journal of Accounting Review*, 25: 1-24.)
- 李建然，2000，影響台灣上市公司自願性盈餘預測頻率之研究，*會計評論*，32 期：49-79。(Lee, Jan-Zan. 2000. Factors associated with the frequency of manager's voluntary earnings forecast. *Journal of Accounting Review*, 32: 49-79.)
- 李懿洋，2016，從薪酬監督外部治理看機構投資人之盡責管理，*會計師季刊*，268 期：67-74。(Lee, Yi-Yang. 2016. Viewing the stewardship of institutional investors from the external governance of salary supervision. *The Journal of National Federation of Certified Public Accountants of The Republic of China*, 268: 67-74.)
- 范宏書、陳慶隆、李淑華與謝永明，2008，總審計調整數對公司財務報表公佈時效性之影響，*輔仁管理評論*，15 卷 1 期：73-104。(Fan, Hung-Shu, Chen, Ching-Lung, Lee, Shu-Hua, and Hsieh, Yung-Ming. 2008. The influence of aggregate audit adjustments on the financial reports lag. *Fu Jen Management Review*, 15 (1): 73-104.)
- 張森河、黃劭彥、王登仕與康熙宗，2018，經理人過度自信與審計能力對自結盈餘資訊揭露決策的影響，*管理與系統*，25 卷 2 期：145-188。(Chang, Shen-Ho, Huang, Shaio-Yan, Wang, Teng-Shih, and Kang, Chao-Chung. 2018. How manager overconfidence and audit ability affect preliminary earnings information disclosure decision?. *Journal of Management and Systems*, 25 (2): 145-188.)
- 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. *Corporate Management Review*, 27 (2): 55-109.)
- 黃珮瑄，2007，影響預測盈餘、強制性自結盈餘與公告盈餘間一致性因素之研究，*管理與資訊學報*，12 期：91-127。(Huang, Pei-Hsuan. 2007. A study on the factors affecting the consistency of forecast earnings, mandatory preliminary earnings and audited earnings. *Journal of Management and Information*, 12: 91-

127.)

- 黃麗津與林穎芬，2020，總經理減薪效應、公司治理與家族企業，*臺大管理論叢*，30 卷 1 期：65-102。(Huang, Li-Jin, and Lin, Ying-Fen, 2020. CEO pay cuts, corporate governance and family business. *NTU Management Review*, 30 (1): 65-102.)
- 楊孟萍、林瑞青與盧怡倫，2004，自結盈餘與公告盈餘間差異之影響因素研究，*臺大管理論叢*，14 卷 2 期：135-160。(Yang, Meng-Ping, Lin, Ruey-Ching, and Lu, I-Lun. 2004. A study on the determinants of the difference between unaudited earnings and audited earnings. *NTU Management Review*, 14 (2): 135-160.)
- 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：209-250。(Liao, Yi-Hsing. 2010. Association between board composition, ownership structure and information disclosure level in the annual report. *NTU Management Review*, 20 (2): 209-250.)
- 廖益興、陳彥綺與王貞靜，2011，年報資訊揭露與資訊不對稱：來自私有資訊交易之證據，*經濟研究*，47 卷 1 期：45-96。(Liao, Yi-Hsing, Chen, Yan-Chi, and Wang, Chen-Chin. 2011. The association between the information disclosure level in the annual report and information asymmetry: Evidence from private information-based trading. *Taipei Economic Inquiry*, 47 (1): 45-96.)
- 劉啟群與陳建樺，1998，上市公司管理當局自願性盈餘預測揭露及揭露時點之影響因素 - 台灣地區之實證分析，*中國財務學刊*，6 卷 1 期：1-44。(Liu, Chi-Chun, and Chen, Them-Humn. 1998. Factors influencing managers' behavior and timing of voluntary earnings forecasts: An empirical study of firms listed on Taiwan stock exchange. *Journal of Financial Studies*, 6 (1): 1-44.)
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., and Sengupta, P. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 343-376.
- Baek, H. Y., Johnson, D. R., and Kim, J. W. 2009. Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure. *Journal of Business & Economic Studies*, 15 (2): 44-61.
- Bushee, B. J., Matsumoto, D. A., and Miller, G. S. 2003. Open versus closed conference calls: The determinants and effects of broadening access to disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 34 (1-3): 149-180.

- Chen, S., Chen X., and Cheng, Q. 2008. Do family firms provide more or less voluntary disclosure?. *Journal of Accounting Research*, 46 (3): 499-536.
- El-Gazzar, S. M. 1998. Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review*, 73 (1): 119-129.
- Eng, L. L., and Mak, Y. T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4): 325-345.
- Healy, P. M., and Palepu., K. G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3): 405-440.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Kasznik, R., and Lev, B. 1995. To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review*, 70 (1): 113-134.
- King, R., Pownall, G., and Waymire, G. 1990. Expectations adjustment via timely management forecasts: Review, synthesis, and suggestions for future research. *Journal of Accounting Literature*, 9 (1): 113-144.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3): 375-400.
- Lang, M., and Lundholm, R. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31 (2): 246-271.
- Lev, B., and Penman, S. H. 1990. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 28 (1): 49-76.
- Lim, S., Matolcsy, Z., and Chow, D. 2007. The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16 (3): 555-583.
- Manski, C. F., and Lerman, S. R. 1977. The estimation of choice probabilities from choice based samples. *Econometrica*, 45 (8): 1977-1988.
- Miller, G. S. 2002. Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 173-204.

- Miller, M. H., and Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40 (4): 1031-1051.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187-222.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20: 237-265.
- Ruland, W., Tung, S., and George, N. E. 1990. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *The Accounting Review*, 65 (3): 710-721.
- Skinner, D. J. 1994. Why firms voluntarily disclose bad news?. *Journal of Accounting Research*, 32 (1): 38-60.
- Wasley, C. E., and Wu, J. S. 2006. Why do managers voluntarily issue cash flow forecasts?. *Journal of Accounting Research*, 44 (2): 389-429.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2): 185-211.

Author Biography

Jan-Zan Lee

Jan-Zan Lee received his Ph.D. from National Chengchi University, Taiwan. He is a Professor of Department of Accountancy of National Taipei University. His work focuses specifically on the auditing empirical research, financial market-based research, financial statement analysis and business analysis and evaluation. His recent publications can be found in *NTU Management Review*, *Taiwan Accounting Review*, *Journal of Contemporary Accounting*, *Journal of Accounting Review*, *Corporate Management Review*, *Taiwan Economic Review*, and *Academia Economic Papers*.

Hsiu-Mei Liao

Hsiu-Mei Liao received her Ph.D. from National Taipei University, Taiwan. She is a Professor of Department of Accounting of Ming Chuan University. Her work focuses specifically on the financial accounting and auditing. Her recent publications can be found in *NTU Management Review*, *Taiwan Accounting Review*, *Journal of Accounting Review*, *Journal of Contemporary Accounting*, *Corporate Management Review*, *Taiwan Economic Review*, *Academia Economic Papers*, and *Journal of Modern Accounting and Auditing*.

*Hsin-Ping Ma

Hsin-Ping Ma received her Master from National Taipei University, Taiwan. She is a Certified Public Accountant of Sunrise CPA firm.

*E-mail: terrisa.ma@sunrise-cpa.com.tw

We gratefully acknowledge helpful comments from the editors, and two anonymous referees.