

會計師簽證、法人持股與資訊不對稱 對多頭市場股票報酬影響之研究

黃旭輝·丁世儒*

(收稿日期：93 年 4 月 13 日；第一次修正：93 年 7 月 20 日；
第二次修正：93 年 8 月 18 日；接受刊登日期：93 年 9 月 15 日)

摘要

LLSV (2000) 及 Mitton (2002) 均指出完善的公司治理機制是對抗金融危機的最佳方法，意謂公司治理有助於抵抗外在的不利環境，我們認為良好的公司治理，即使處於多頭市場之下也有助於公司提升其價值，本文探討的公司治理機制包括會計師的簽證意見、公司是否更換會計師事務所、會計師事務所的規模與法人持股比率。實證結果發現：在多頭市場之下，若公司更換會計師事務所或出現負面的簽證意見以及法人持股較低的公司，其股價上漲幅度較小。另外，我們也發現資訊不對稱愈大的公司，若有更換會計師事務所或會計師簽證呈現負面的意見，其多頭市場的股價漲幅愈小，顯示資訊不對稱愈大的公司，愈需要完善的公司治理機制。

關鍵詞彙：公司治理，會計師，資訊不對稱，法人持股

壹·緒論

隨著網路股票的泡沫化，國際股市一路走低，亞洲各國更因 1997 年所爆發的亞洲金融危機而陷入了谷底，至今仍無法回復到全盛時期的光景。Johnson, Boone, Breach & Friendman (2000) 提出，在金融危機期間，對少數股東有較完善保護的國家相較於那些對少數股東保護較為薄弱的國家，會受到相對較小的經濟衝擊。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2000) 研究則指出在金融市場的發展以及公司的價值上，公司治理確是一個重要的因素。此外，根據 Mitton (2002) 針對在金融危機中受到較大衝擊的五個亞洲國家（印度、韓國、馬來西亞、菲律賓及泰國）所做的研究發現，這些地區公司治理機制的完善程度普遍較差，而這正是其在亞洲金融危機中受到重大衝擊的主要原因。一般來說，公司治理的概念泛指公司管理與監督的方法，而其存在之主要目的在於防範及降低代理問題的發生，進而使得公司投資者及各利益相關人都能獲得合理、公平的對待，以確保各投資人的利益。

* 作者簡介：黃旭輝，國立高雄大學金融管理系助理教授；丁世儒，朝陽科技大學企業管理系碩士。

根據 Mitton (2002) 針對公司治理對於公司績效的影響所做的研究顯示，揭露品質(衡量變數為是否發行 ADR 以及是否為六大會計師事務所簽證)、所有權結構以及公司經營多角化對於公司的價值有明顯的影響。而國內近來因經濟成長及政府法令的規定，使得會計師事務所與日俱增，事務所的規模亦不斷擴張。且由於財務報表係屬投資人的參考依據之一，而財務報表更是經由會計師查核而簽證的，故會計師的簽證結果亦間接的對市場投資人傳遞了各種訊息，進而影響了公司之股價表現。由此可見，會計師簽證意見對於公司價值的影響是可能存在的。此外，更換事務所反映了公司與會計師或事務所間可能存在歧見，進而和現任會計師解約，以尋求能符合公司要求之新任會計師，而此動作卻可能引來投資人的猜疑，以致於降低對公司或財務報表的信任。而在事務所的選擇，大型事務所相較於小型事務所可能具有較高的專業性以及較大的名聲，而獲得投資人較多的信賴，因此事務所的規模亦可能會對股東財富產生影響。

政府為了提升理性投資、降低股市的投機風氣，以及推動證券市場自由化及國際化的目的，國內從民國 71 年起便相繼開放外資引進及設立證券投資信託公司等種種措施。因此促使機構投資人(包括外資、證券投資信託公司與證券自營商)投資國內證券市場的比重有逐年增加的趨勢，可見機構投資人對國內股票市場的影響力亦逐漸增加。由於機構投資人擁有較多的資源，且相較於一般投資人也較有能力對公司產生監督效果 (McConnell & Servaes, 1990)，因此法人持股對股東財富的影響也就顯得更加的重要而倍受注目。

Lakonishok, Shleifer and Vishny (1992) 實證發現，共同基金買賣股票的行為存在從眾現象，也就是不同的基金經理人可能會同時買入或同時賣出某一支股票，Wermers (1999)進一步發現，小型股票或成長型的基金，存在比較明顯的從眾現象，Scharfstein and Stein (1990) 指出，此種從眾行為產生的動機，與基金經理人為了保全其個人的聲譽有關；Hirshleifer, Subrahmanyam and Titman (1994) 則認為，基金經理人的從眾現象，可能只是因為他們收到相同的訊息，以致於作出相同的買賣決策所致。除了以上原因，我們認為從眾買賣的行為與資訊不對稱有關，Barnea, Haugen & Senbet (1985) 指出，當公司管理者比外部投資人擁有更多有價值卻無法即時揭露出去的資訊時，就有資訊不對稱的問題產生。而資訊不對稱的存在，將使得外部投資人無法評估公司的真正價值，我們認為當外部投資人無法了解公司的真正價值時，愈容易有從眾 (herding) 的行為產生，亦即以別人的買賣決策作為自己的買賣依據，或者說投資人因為不了解公司的價值而無法依據價值投資策略決定其買賣行為，以致於容易受到

市場的氣氛影響而進行投資，亦即在多頭市場下會跟隨他人一窩蜂買進，在空頭市場下會跟隨他人一窩蜂賣出，果真如此，則我們預期資訊不對稱程度較大的公司，在多頭市場之下，由於一窩蜂買進的行為較明顯，因此股價上漲幅度也較大。

誠如 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2000) 與 Mitton (2002) 所述，良好的公司治理有助於公司面對外在不佳的環境，亦即在金融風暴期間或在外在環境不佳時，良好的公司治理能夠為股價帶來支撐效果。然而，良好的公司治理只能在低迷的市場環境下支撐投資人的信心嗎？如果真是如此，那麼，公司治理機制對於公司價值的影響，將具有不對稱性，亦即外在環境不佳時，公司治理能夠發揮穩定股價的功能，外在環境健康或樂觀時，公司治理對於公司的價值卻無影響。我們認為，良好的公司治理機制對於公司價值的影響，應該不僅侷限於股市下跌的階段，即使在市場上升的時期，治理較佳的公司也有助於投資人的持股意願，亦即，本文認為好的公司治理除了在外在環境不佳時能發揮其功能外，即使外在環境好的時候亦有助於提昇公司的價值，亦即不管外在環境如何，良好的公司治理都有助於公司價值的提升，因此，本文與過去文獻不同之處主要在於探討公司治理對於多頭市場下公司價值的影響，如果，這樣的論點可以被實證支持，則所有的公司都會有更高的意願，改善其公司治理的機制，因為良好的公司治理機制，不管外在環境如何，都可以提升其公司價值。

綜合上述，本文的主要探討內容為公司治理機制與資訊不對稱對多頭市場下的公司價值影響，其中公司治理機制的部份，我們主要探討會計師簽證與法人持股，我們認為較正面的會計師簽證意見、較穩定的會計師往來關係以及大規模的會計師事務所的簽證，對投資人而言是較能獲得信任的，因此公司的股價在多頭期間會有較佳的表現，即上漲的幅度較大；其次，本文亦認為法人持股較多的公司，其監督效果會較強，可降低公司的代理問題以及提升公司的價值，而且法人相對於個人投資人而言，比較有能力判斷公司的投資價值，所以法人的持股具有指標性的意義，因此我們預期在多頭市場的情況下，公司股價亦會漲的比較多。至於公司的資訊不對稱，我們認為資訊不對稱程度愈高的公司，投資人愈容易有從眾的行為產生，以至於造成多頭市場下的股價上漲幅度較大；此外，我們認為資訊不對稱與會計師簽證對於股價的影響具有交互效果存在，亦即較為負面的會計師簽證對於公司的股價會有不利的影響，而且，其影響程度的大小會因資訊不對稱程度的不同而有所差別，對於資訊不對稱程度較大的公司而言，由於投資人對於公司的經營狀況較不了解，因此，會更加

倚賴會計師的簽證資訊，如果此時會計師的簽證呈現負面的訊息，對於公司的股價有較為不利的影響，亦即，資訊不對稱程度愈大的公司，公司治理的重要性也愈大，如果公司的資訊不對稱較大，且公司治理又不夠完善，那麼，公司在多頭市場之下的股價漲幅也較小。

貳·文獻探討

Chow & Rice (1982)、Williams (1988) 及 Simunic (1990) 認為，企業聘請會計師的理由可區分為四個主要原因，首先為代理理論 (agency theory) 或監管假說 (the stewardship / monitoring hypothesis)，根據代理理論的主張，可以得知審計需求乃起源於管理者、股東與債權人間的利害衝突，當管理者並非擁有公司之全部股權時，則管理者 (代理人) 就不一定會採取使企業價值極大化的活動。為了避免此情況的發生，企業就必須使用會產生代理成本的合約與監督系統，其中由於代理人為財務報表的編製者，因此企業就產生了聘請會計師簽證財務報表的需求，以確保財務資訊的可靠性。其次為資訊假說 (the information hypothesis)，資訊假說主要是指投資者需倚賴財務報表作為投資決策之依據，而一般認為經會計師簽證的財務報表，其可信度較高，進而使投資者在做投資決策時有較佳的依據。因此，在資訊假說下，認為會計師能提供投資人攸關且可靠的財務資訊。

再者為保證假說 (the insurance hypothesis)，由於會計師具有下列四項特質，因此，當企業為籌措資金而尋求背書時，會計師自然成為此一任務之保證人，因為會計師為了維護其聲譽與公信力，將會善盡其專業職責，而會計師所具備的主要特質如下所述：(1)以充分揭露為手段，若公司發生訴訟危機時，投資人可向會計師索賠。(2)會計師為確保其聲譽，必要求其客戶需遵守各種法令規定。(3)若某一客戶變成無償債能力而會計師在審計過程中亦有未盡責之嫌疑時，受害團體可從會計師處獲得財務上的補償。(4)會計師在財務團體中被視為專業人員，並且在進行查核工作時會盡其專業上應有之注意。最後為管制假說 (the regulation hypothesis)，管制假說係指企業受限於政府法令的規定，而促使審計需求的產生。如我國證券交易法第三十六條規定：「依證券交易法發行有價證券之公司，應於每個營業年度終了後四個月內公告並向主管機關申報，經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。」

更換會計師的主要原因有以下幾種可能原因，首先是公司內部環境的改變。當企業的管理者 (代理人) 更換時，可能由於新舊任管理者之間的想法或

理念有所不同，進而更換會計師 (Burton & Roberts, 1967、周玲臺、王振東，1995)。其次是審計效率。Deloitte, Haskins & Sells (1978) 研究發現會計師本身的技術能力亦是公司選擇會計師時的主要考量因素，而所謂的技術能力在此係指審計效率。即公司希望其會計師了解公司產業之背景，進而提供更高的服務品質及效率。Williams (1988) 研究發現會計師更換的原因可能與會計師在特定產業的市佔率及委任期間有關。在特定產業的市佔率方面，公司可藉由更換更具專業性的會計師，以取得更多的服務與建議 (周玲臺、王振東，1995)。而在委任期間方面，會計師與單一客戶合作得愈久，審計效率可能愈高，因此更換會計師的可能性亦相對較小。再者是公司聲譽。Schwartz (1982) 認為當公司財務狀況與經營績效不佳時，管理當局可能會要求會計師窗飾盈餘，因為對於公司而言，不利的財務資訊可能使公司喪失銀行及投資人的支持，進而影響公司股價及聲譽。保留意見亦是造成公司更換會計師之主因，因為客戶普遍認為收到保留意見可能會使得公司價值受到衝擊及損害，因此，一旦會計師欲簽發保留意見，則客戶就可能產生尋找願意配合的會計師的想法，以達成其目的 (Chow & Rice, 1982; Williams, 1988、周玲臺、王振東，1995)。最後其他原因則有管理當局與事務所間關係不良 (Eichensheher & Shieldsm, 1983)。此外，非因上市公司本身因素所造成的會計師更換，原因有企業合併 (Chow & Rice, 1982) 與原任會計師暫停執業 (溫世明，1987) 等。

Mitton (2002) 認為六大國際會計師事務所之會計師簽證與股票報酬具有正向關係，他指出若公司的會計師為六大會計師事務所之一，則該公司可能具有較高的揭露品質，而高揭露品質有助於增加投資人對公司的信心，進而增加股票報酬。Reed, Trombley & Dhaliwal (2000) 則認為六大會計師事務所和高審計品質是具有相關性的。他們認為六大事務所可能基於本身有較大的聲譽需要維持，或因為本身相較於小型事務所更加獨立，因此將對公司的財務報表的透明度及錯誤的排除提供更多的擔保。

Fried & Schiff (1981) 指出，因市場投資人會認為公司更換會計師的動機，主要係為尋求對會計原則較為寬鬆或較具彈性的解釋，或因公司與會計師間存有歧見，進而和現任會計師解約，以尋求能符合公司要求之新任會計師，因此，公司更換會計師對股票報酬具有不利的影響。Johnson & Lys (1990) 則發現，會計師事務所由相對較小規模更換至相對較大規模，和股票報酬之間應屬正向關係，反之則是反向關係。Teoh (1992) 認為會計師出具簽證意見之決策模式分為機械性決策法則 (mechanical decision rule) 與策略性決策法則 (strategic decision rule)。前者係指會計師之決策行為並不會受到客戶管理當局

之影響，即會計師具有獨立性；後者則指會計師之決策行為會受制於客戶管理當局，因此，Teoh (1992) 認為會計師更換的效果好壞，並沒有一致的定論，而是完全取決於其決策法則的選擇。陳鴻文 (1995) 發現，就異常報酬而言，會計師的更換並未對市場產生訊息傳遞的效果。然而，就整體樣本而言，會計師的更換呈現出不顯著的負向反應。此外，其研究結果亦顯示，事務所的更換並未對市場產生訊息傳遞的效果。

會計師執行審計財務報表的最終成品即為查核報告，此文件乃會計師依據在審計過程中所獲查核證據並經複核和評估後所撰寫，以傳遞其在審計過程中所做工作和所獲結論。而會計師簽發的查核報告依查核的結果可區分為：無保留意見、修正式無保留意見、保留意見、否定意見以及無法表示意見。Dodd, Dopuch, Holthausen & Leftwich (1984) 實證具不確定性的保留意見與無法表示意見對股價的影響，結果顯示許多公司在保留意見宣告之前，即有負的異常報酬產生，且不同類型的保留意見其所產生的異常報酬之大小亦不同，但是當保留意見真正公佈時，卻無顯著的資訊內涵。Ameen, Kam & Guffey (1994) 則認為，在保留意見之審計報告書公佈的最早日期之前，市場即有負的異常報酬產生，但於保留意見正式公佈的時候，市場卻無明顯的負面反應，亦即市場在審計報告書公佈之前已先行反應了，因而當保留意見正式公佈時，若結果與市場預期完全相同，就不會有任何的反應；若結果比預期的更糟，則會有負面的反應；若結果比預期的更好，便會有正面的反應。林蕙真 (1993)、李煥堂 (1994)、陳玫慧 (2000)、吳瑛然 (2002) 等研究會計師簽證意見對股票報酬是否具有資訊內涵，皆發現除了無保留意見外，其餘類型的簽證意見皆會對股價產生反向的影響，唯意見類型的不同，對股價影響的程度亦不同。

Pound (1988) 就外部機構及大股東持股與公司價值之關係提出策略聯盟假說、利益衝突假說及有效監督假說。「策略聯盟假說」是指外部機構或大股東與現任經理人存有合作關係，基於合作利益之考量，自然比較不會盡力監督；「利益衝突假說」則指當外部機構或大股東與經理人存有業務往來之關係時，為了確保此業務關係的存在，而不損及既得利益，外部機構或大股東會盡可能的支持經理人之決策；「有效監督假說」則是指外部機構或大股東會盡監督之責，促使管理當局落實淨現值大於零之投資決策，而不進行不利於股東的投資計劃。

Duggal & Millar (1999) 則對外部機構持股與公司價值間之關係則提出了兩項假說：效率增強假說及效率減少假說。前者是指外部機構投資者會以二種方式來提高公司效率。第一，外部機構投資者為了使其操作之基金績效良

好，亦即能將其有限的資本做最有效的運用，在投資之前會作「品質研究 (quality research)」，以確認出較具有效率的公司以加以投資。第二，多數外部機構投資者會融通資金給公開發行公司，使外部機構投資者具有一強烈動機去監督經理人，這種持續性的監督強化了管理的效率，並增進了公司制定決策的品質。效率減少假說則認為外部機構投資者會因其消極、利益衝突及法律限制，而不具有任何監督管理者的能力。因為其寧願出售績效不佳的公司持股，也不願耗費資源去監督及改善公司的績效。McConnell & Servaes (1990) 實證結果得出機構投資人持股比率與公司價值呈一正向關係，也就是支持「效率監督假說」，認為機構投資者可克盡監督經理人之職責。邱毅、張訓華 (1991)、周行一、陳錦村、陳坤宏 (1996)、張旭玲 (1998) 等研究法人持股對股東財富的影響，亦皆支持效率監督假說。

Leland and Pyle (1977) 的訊息傳遞模式中，認為公司內部人或管理者比外部人更容易獲取公司盈餘狀況或投資計畫等相關資訊，故投資人必須從公司的特定行為所傳達出的訊息中瞭解公司資訊。Barnea et al. (1985) 更提出在資訊不對稱的情形下，股東缺乏必要的資訊以判斷企業策略運用的好壞時，管理者便有機會剝削股東的財富，導致經營績效的不彰，Krishnaswami and Subramaniam (1999) 的實證也發現，公司的分割可以提升整體的公司價值，因為，公司的分割有助於其降低資訊不對稱，且資訊不對稱愈大的公司，因公司分割所能提升的公司價值也愈多。另外，Titman and Trueman (1986) 認為在資訊不對稱的情況下，由高品質會計師所提供的資訊及確實地查核財務報表的內容，可以使投資人更精確地估計公司真實價值，避免造成投資損失，降低投資決策的風險。或者擁有有利資訊的公司，願意支付較高審計公費聘請高品質會計師，接受較嚴謹的查核過程，以傳遞公司有利的資訊給投資人，以減少投資人對公司價值的不確定性。

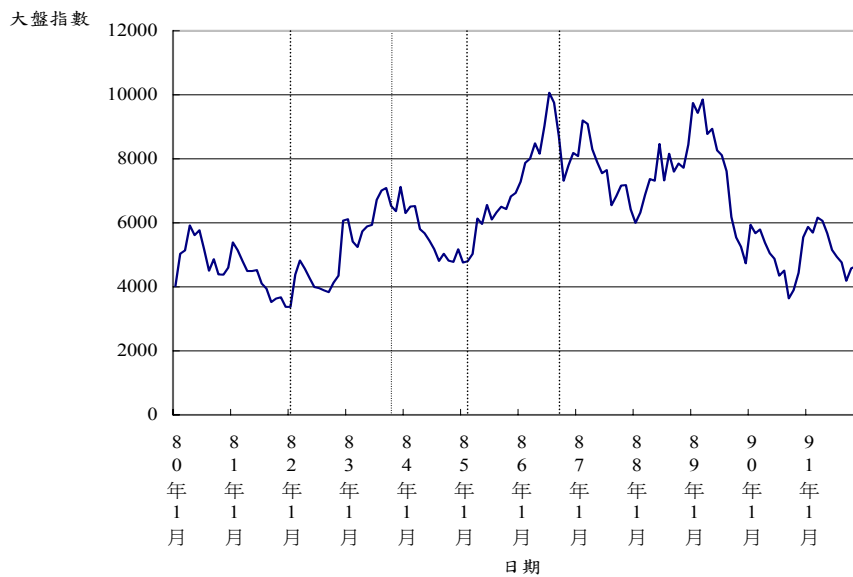
參·研究設計

一、樣本選擇與資料來源

Fabozzi & Francis (1979) 提出區分多空頭市場的方式共有三種區分標準，首先是依照市場的趨勢來區分多頭市場與空頭市場，當股市的長期趨勢為上漲階段，則將此趨勢所包含的月份視為多頭月份；反之，若股市的長期趨勢為下跌階段，則將此趨勢所包含的月份視為空頭月份。其次則以當月的市場報

酬為區分標準，若當月的市場報酬大於或等於零，則將之列為多頭市場；反之，若當月的市場報酬小於零，則將之視為空頭市場。最後則是以 r_{mt} (市場報酬) 和 σ_m (市場報酬標準差) 為判定標準，若 $r_{mt} > 0.5\sigma_m$ 則列為多頭月份，反之，若 $-r_{mt} > 0.5\sigma_m$ 則列為空頭月份。

根據 Fabozzi & Francis 所提出的第一種分類標準，本文之研究對象為民國 82 年 1 月至民國 83 年 9 月以及民國 85 年 1 月至民國 86 年 7 月間於台灣證券交易所上市的公司，選樣期間如圖一所示：



圖一 大盤加權股價指數走勢

經由下列之選樣標準，本文的研究樣本共包含 296 個合格樣本：首先，必須是台灣證券交易所公開上市的公司，其次，基於財務性質的明顯不同，金融業並不予以納入研究樣本，最後所需之研究資料不齊全者不予以列入樣本之中。所得樣本之分佈狀況如表一所述：

表一 研究期間與樣本分佈狀況

研究期間	股價指數變化及上漲幅度	樣本數
民國 82 年 1 月 31 日至 民國 83 年 9 月 31 日	3375 → 7091 上漲 110%	159
民國 85 年 1 月 31 日至 民國 86 年 7 月 31 日	4763 → 10066 上漲 111%	137
整體樣本合計		296

二、研究方法與變數操作性定義

本研究旨在探討多頭期間影響公司股價的主要因素，爲了瞭解公司特性與超額報酬的關係，本文以多頭市場期間的累積股票報酬作爲應變數，並以會計師簽證意見、是否更換會計師、會計師事務所規模、法人持股以及資訊不對稱等變數爲自變數，同時我們也納入相關變數作爲控制變數，包括內部人持股、內部人持股變動、公司規模、權益市價淨值比、相對股東權益報酬率、前 12 個月股票累積報酬、負債比率等，以進行橫斷面的迴歸分析。迴歸模型如下：

$$R_{ij} = \alpha + \beta_1 X1_{ij} + \dots + \beta_{12} X12_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

其中*i*爲研究期間，*j*爲樣本公司； R_{ij} 爲*j*公司在*i*期間的累積股票報酬，係以研究期間之累積股票報酬爲衡量基準，其計算方式如下：

$$(R_t) = ((1 + r_1)(1 + r_2) \dots (1 + r_t)) - 1$$

r 爲多頭期間之每個月的報酬率。

X1 爲會計師簽證類型。本文分別以最近期的簽證意見與最近一年內之簽證意見等二項變數作爲會計師簽證意見的替代變數，其衡量方式如下：

1. 最近期的簽證意見，係以公司之最近期簽證意見類型爲區分標準，並以虛擬變數表示，其意見爲無保留意見者虛擬變數設爲 0，爲相對負面意見者虛擬變數設爲 1。根據審計準則公報第二號中的規定，會計師簽發的意見型態有無保留意見、修正式無保留意見、保留意見、否定意見和無法表示意見五種，而本文所指之相對負面意見係爲修正式無保留意見、保留意見、否定意見和無法表示意見。
2. 最近一年內之簽證意見，係以公司最近一年內之簽證意見類型爲區分標準，其意見爲無保留意見者虛擬變數設爲 0，一年內有出現過相對負面意見者虛擬變數設爲 1。

X2 爲更換會計師事務所，係以最近三年內是否曾更換過會計師事務所爲衡量標準，並以虛擬變數表示。若曾更換事務所虛擬變數設爲 1，若未曾更換事務所虛擬變數設爲 0。

X3 爲事務所規模，係以最近期意見是否爲六大會計師簽證爲衡量標準，亦以虛擬變數表示。若爲六大事務所虛擬變數設爲 1，若爲非六大事務所虛擬

變數設為 0。本文之六大會計師事務所係指勤業、資誠、安侯、建業、眾信及致遠等六間會計師事務所。

X4 為法人持股，係以研究期間前之政府機構、國內金融機構、公司法人、外國機構、本國投資信託基金、僑外金融機構、僑外法人、僑外投資信託基金及僑外其他法人之持股總和作為衡量指標。

X5 為資訊不對稱。由於資訊不對稱為不可觀測的變數，故在實證分析上必須選取替代變數予以衡量，過去實證文獻較常使用的替代變數包括：距成立期間差(Datta, Datta & Patel, 2000)、股票報酬率之市場模式殘差的標準差(Krishnaswami、Spindt and Subramaniam, 1999)，本文分別以此二項變數作為資訊不對稱的替代變數。距成立期間差愈小、市場模式殘差標準差愈大表示資訊不對稱程度愈大。

X6 為內部人持股，係以研究期間前之董監事、經理人與大股東持股總和作為衡量指標。

X7 為內部人持股變動，係以樣本公司研究期間前一年之董監事、經理人與大股東持股總和變動為衡量指標。

X8 為公司規模，以研究期間前一年年底樣本公司的資產總額取自然對數作為衡量指標。

X9 為權益市價淨值比，以權益市值除以權益帳面價值的比率為衡量標準。

X10 為相對股東權益報酬率，以樣本公司之股東權益報酬率減產業的平均股東權益報酬率為衡量基礎。

X11 為前一年累積股票報酬，以樣本公司過去一年內的累積報酬為衡量指標。

X12 為負債比率，以樣本公司於研究期間前一年年底的負債比率為衡量基礎。

本研究除探討多頭期間影響公司股價的主要因素外，並進一步探討會計師簽證、更換事務所、事務所規模和資訊不對稱間的交互效果對股價的影響，以瞭解交互效果與多頭期間股票報酬的關係。除了先前所述的變數外，亦加入會計師簽證、更換事務所、事務所規模和資訊不對稱間的交互效果於迴歸式中，並進行橫斷面的迴歸分析。迴歸模型如下：

$$R_{ij} = \alpha + \beta_1 X1_{ij} + \dots + \beta_{12} X12_{ij} + \beta_{13} (X1_{ij} \times X5_{ij}) + \beta_{14} (X2_{ij} \times X5_{ij}) + \beta_{15} (X3_{ij} \times X5_{ij}) + \varepsilon_{ij}$$

其中 X1 至 X12 與前述的定義一致，而 X1 與 X5 之相乘則為會計師簽證類型與資訊不對稱的交互效果；X2 與 X5 之相乘則為更換會計師事務所與資

訊不對稱的交互效果；X3 與 X5 之相乘為事務所規模與資訊不對稱的交互效果。

肆・實證結果分析

一、樣本公司之會計師簽證特性描述

國內會計師事務所不斷的增加及擴張，而會計師簽證意見、更換事務所以及會計師事務所的規模對於投資人而言，係為其投資的參考依據之一，且分別傳遞著不同的資訊內涵，本節主要針對會計師簽證意見、更換事務所以及會計師事務所的規模進行敘述性統計分析，以瞭解各變數於不同研究期間的分佈情形。

表二摘列了各個研究期間中，會計師簽證意見、更換事務所以及會計師事務所規模的特性描述，此處我們分別針對不同的研究期間作分析，以觀察個別期間各變數的分佈情況，並比較不同研究期間的變化以瞭解變數的趨勢。首先，簽證意見於研究期間一中，無保留意見的樣本數較保留意見的樣本數來得高，而於研究期間二中，保留意見的樣本數則較無保留意見的樣本數來得高且大幅增加，由此可見，會計師在簽發保留意見的比率有明顯的增大。

表二 樣本公司之會計師簽證特性描述

	變數	類別
研究期間一	最近期的財報簽證意見	無保留意見：153；保留意見：6
	最近一年內的財報簽證意見	無保留意見：90；保留意見：69
	最近三年是否更換過事務所	曾更換事務所：27；未更換過事務所：132
	最近期簽證是否為六大事務所簽證	六大事務所簽證：115；非六大事務所簽證：44
研究期間二	最近期的財報簽證意見	無保留意見：23；保留意見：113；無法表示意見：1
	最近一年內的財報簽證意見	無保留意見：14；保留意見：122；無法表示意見：1
	最近三年是否更換過事務所	曾更換事務所：5；未更換過事務所：132
	最近期簽證是否為六大事務所簽證	六大事務所簽證：98；非六大事務所簽證：39
整體樣本	最近期的財報簽證意見	無保留意見：176；保留意見：119；無法表示意見：1
	最近一年內的財報簽證意見	無保留意見：104；保留意見：192
	最近三年是否更換過事務所	曾更換事務所：32；未更換過事務所：264
	最近期簽證是否為六大事務所簽證	六大事務所簽證：213；非六大事務所簽證：83

其次，有關事務所的更換，不論是研究期間一的樣本或是研究期間二的樣本，其更換事務所的比例皆不高。此外，在事務所的選擇方面，不論是在哪一個研究期間，選擇大型事務所的樣本數皆遠比小型事務所來得多，顯示國內上市公司在選擇事務所時，對於大型事務所較高的偏好，亦即相信大型事務所的簽證較能獲得投資人的認同。

表三 變數與多頭市場下股票報酬的敘述性統計

Panel A：最近期會計師簽證意見與股價報酬				
	平均數	標準差	最大值	最小值
無保留意見	0.8883	0.9384	5.73	-0.34
保留意見	0.8921	1.2158	6.91	-0.41
Panel B：最近三年是否更換過事務所與股價報酬				
	平均數	標準差	最大值	最小值
是	0.5569	0.6029	2.64	-0.41
否	0.9302	1.0939	6.91	-0.34
Panel C：是否為六大事務所簽證與股價報酬				
	平均數	標準差	最大值	最小值
是	0.9104	1.0528	6.91	-0.41
否	0.8368	1.0745	6.83	-0.34
Panel D：法人持股比率與股價報酬				
	平均數	標準差	最大值	最小值
法人持股比率高	0.9778	1.1913	6.91	-0.34
法人持股比率低	0.8018	0.8999	6.83	-0.41
Panel E：資訊不對稱 (殘差標準差) 與股價報酬				
	平均數	標準差	最大值	最小值
資訊不對稱高	0.9995	1.2765	6.91	-0.41
資訊不對稱低	0.7801	0.7689	4.00	-0.19
Panel F：資訊不對稱 (設立時間) 與股價報酬				
	平均數	標準差	最大值	最小值
資訊不對稱高	1.1217	1.3051	6.91	-0.41
資訊不對稱低	0.6579	0.6582	4.02	-0.20

接下來，我們把本文的主要變數與多頭市場下的報酬關係做一簡單的敘述性統計，其結果摘列如表三。首先，就會計師的簽證意見而言，我們並未發現保留意見或無保留意見的股票報酬有明顯差異，不過，是否更換會計師事務所對多頭市場的股票報酬卻有明顯影響，由表中我們可以看出，有更換事務所的公司，其多頭市場的股票平均報酬為 55.69%，而未更換事務所的公司，其多頭市場的股票平均報酬高達 93.02%，其次，我們也可由表中看出，由大型事務所簽證的公司，其股票報酬高於小型事務所簽證之公司的股票報酬，這些數字可初步看出，更換會計師事務所或會計師事務所的規模對於公司在多頭期間的股票報酬是有影響的。

由表中的 Panel D 我們也可看出，法人持股比率對於多頭市場下的股票報酬具有影響，其中，持股比率較高的公司，其股票的平均報酬為 97.78%，而法人持股比率較低的公司，其股票的平均報酬僅為 80.18%，說明了法人持股比率較高的公司，其多頭市場的股票報酬也比較高。最後，不管是以市場模式的殘差標準差或公司的設立時間作為資訊不對稱的代理變數，資訊不對稱程度愈大的公司，其在多頭市場下的股票報酬也愈高，以上述二種替代變數而言，資訊不對稱程度較高的公司，其多頭市場下的股票報酬分別是 99.95% 與 112.17%；而資訊不對稱程度較低的公司，其多頭市場下的股票報酬分別是 78.01% 與 65.79%，這些結果也初步說明了，資訊不對稱程度對於多頭市場下的股票報酬，的確具有重要性的影響。

二、會計師簽證、法人持股與資訊不對稱對多頭市場股價影響之迴歸分析

誠如前文所述，會計師簽證和法人持股與公司治理機制的良窳有關，其中，較佳的公司治理機制，有助於提升投資人對於公司的信心，因此，其多頭市場下的股價表現也相對較佳，此處所稱的會計師簽證，包括了會計師簽證意見、會計師事務所的更換以及簽證會計師事務所的規模，我們認為會計師簽證為相對負面意見以及曾經更換事務所的公司，由於其簽證結果以及更換事務所的舉動會增加投資人的疑慮，故其股價上漲的幅度應較小，而大型事務所簽證以及法人持股比率愈高的公司，由於可以達到較高的監督效果，故其股價上漲的幅度應較大。此外，本文認為資訊不對稱愈大的公司，投資人對其瞭解的程度愈小，而無法有效的評估股票的合理價格，因而會有較明顯的從眾行為，亦即容易受他人的買賣決策或市場的氣氛而影響自己的投資行為，更明確的說，資訊不對稱程度較大的公司，在多頭市場之下，由於投資人的從眾行為而

產生一窩蜂的買進，於是股價上漲幅度也較大。除了上述五個變數，本文也觀察相關控制變數，包括內部人持股比率、內部人持股比率變動、公司規模、權益市價淨值比、相對淨值報酬率、前一年的累積報酬以及負債比率對多頭期間股票報酬的影響。

本文以多頭期間的股票報酬作為迴歸分析的反應變數，探討前述變數對公司股票報酬是否具有影響性。表四至表六分別為研究期間一、研究期間二及整體樣本的多頭期間股票報酬的迴歸分析。

根據表四至表六的實證結果，並未發現會計師簽證意見與會計師事務所規模對多頭市場的股票報酬具影響性，僅是否更換會計師的變數於全體樣本的迴歸分析中達到顯著的水準，由於迴歸係數顯著為負，意謂著在多頭期間之前，若公司更換會計師事務所，會引起投資人的疑慮，因為市場投資人並不瞭解公司更換會計師或事務所的目的為何，因此會認為公司更換會計師的動機，係為尋求高配合度的會計師，因而降低投資人對財務報表的信賴，進而降低投資人之投資意願，以致於公司股票於多頭期間上漲的幅度為之降低，因此，更換會計師事務所的公司，其公司價值亦為之降低。

至於法人持股比率對股票報酬影響之實證結果，表四與表六的實證結果均達到顯著水準，由於其迴歸係數皆為正值，意謂著法人持股比率較高的公司，其股價上漲的幅度亦較大；反之，機構法人持股比率較低的企業，其股價上漲的幅度則較小。此實證結果與 McConnell & Servaes (1990) 的論點一致，即認為機構投資人會盡監督之責，且此種持續性的監督有助於強化管理的效率，進而增進了公司制定決策的品質。因此，當機構法人持股比率愈多時，其監督的效果亦愈大，進而更能確保公司管理者在多頭期間，確實的執行增加公司價值的決策。此外，筆者認為，在台灣股票市場中，機構法人的重要性愈來愈大，而機構法人相對於一般投資人，又具有較高的專業知識，因此當其持股比率較高時，可能也就代表公司在經營及獲利上有不錯的表現，因此機構法人持股愈高的公司，於多頭期間股價的上漲也就越高。不過，進一步觀察我們發現，國外法人持股比率對多頭市場的股票報酬具有顯著為正的影響，而國內法人卻不顯著，這樣的結果，可能是因為國外法人具有較好的分析能力，因此其選擇的股票有較大的漲幅，也或許反應了國內投資人比較信賴國外法人的專業能力，因而跟隨國外法人的買進策略，導致外資法人持股愈多的股票，其多頭市場的股價表現也愈佳。

表四 會計師簽證、法人持股與資訊不對稱對多頭市場股價影響之迴歸分析
(研究期間一)

	模式一	模式二	模式三
截距項	-0.962 (-0.564)	-1.594 (-1.22)	1.445 (0.664)
會計師簽證意見 (最近期簽證)	2.82E-02 (0.073)	0.229 (0.62)	
會計師簽證意見 (最近一年簽證)			0.234 (1.433)
更換會計師事務所	-0.207 (-1.071)	-8.01E-02 (-0.43)	-9.50E-02 (-0.415)
會計師事務所規模	-5.18E-02 (-0.321)	2.62E-02 (0.171)	-4.37E-03 (-0.025)
國外法人持股比率	1.70E-02 (2.39)**	1.62E-02 (2.4)****	
國內法人持股比率			5.29E-03 (1.244)
資訊不對稱 (殘差標準差)	0.107 (0.515)		0.25 (0.97)
資訊不對稱 (設立期間)		-2.82E-03 (-3.95)**	
內部人持股比率	-2.20E-03 (-0.463)	-4.76E-03 (-1.042)	5.04E-03 (0.974)
內部人持股變動	2.28E-02 (1.117)	2.85E-02 (1.466)	1.26E-02 (0.521)
公司規模	0.331 (1.43)	0.566 (2.829)**	3.33E-02 (0.117)
權益市價淨值比	-3.50E-02 (-1.114)	-2.01E-02 (-0.668)	-0.419 (-3.398)**
相對淨值報酬率	-1.98E-02 (-2.304)**	-1.90E-02 (-2.331)**	-1.68E-02 (-1.76)*
前一年累積報酬	0.332 (0.577)	-0.143 (-0.262)	1.024 (1.522)
負債比率	-8.43E-03 (-1.486)	-1.11E-02 (-2.06)**	-7.23E-03 (-1.143)
調整後 R 平方	0.056	0.146	0.104
模式顯著水準	0.056	0.000	0.010

說明：模式一與模式二的會計師簽證意見係以最近期會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；模式三的會計師簽證意見係以最近一年內的會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；更換會計師事務所係以最近三年內是否更換過會計師事務所為替代變數，若未曾更換事務所則虛擬變數設為 0，若曾更換過事務所則虛擬變數設為 1；會計師事務所規模係以最近期會計師簽證是否為六大會計師事務所簽證為替代變數，若為非六大事務所簽證則虛擬變數設為 0，若為六大事務所簽證則虛擬變數設為 1，模式一及模式三的資訊不對稱係以市場模式之殘差標準差作為替代變數，市場模式之殘差標準差愈大表示資訊不對稱程度愈大；模式二的資訊不對稱係以設立期間作為替代變數，設立期間愈大表示資訊不對稱程度愈小，內部人持股變動係指一年的持股變動，公司規模係以 $\ln(\text{資產總額})$ 為衡量變數，表中數字表示該變數之迴歸係數，括弧內表示該迴歸係數的 t 值，*表示達 0.1 的顯著水準；**表示達 0.05 的顯著水準；***表示達 0.01 的顯著水準。

表五 會計師簽證、法人持股與資訊不對稱對多頭市場股價影響之迴歸分析
(研究期間二)

反應變數：累積報酬			
	模式一	模式二	模式三
截距項	-0.883 (-0.372)	0.673 (0.311)	-2.257 (-0.938)
會計師簽證意見 (最近期簽證)	-5.90E-02 (-0.205)	-0.159 (-0.564)	
會計師簽證意見 (最近一年簽證)			-1.05E-02 (-0.03)
更換會計師事務所	-0.73 (-1.286)	-0.468 (-0.819)	-0.602 (-1.091)
會計師事務所規模	-0.209 (-0.885)	-0.186 (-0.795)	-0.112 (-0.486)
國外法人持股比率	1.18E-02 (1.11)	1.27E-02 (1.189)	
國內法人持股比率			-9.83E-03 (-1.555)
資訊不對稱 (殘差標準差)	0.698 (2.134)**		0.687 (2.093)**
資訊不對稱 (設立期間)		-2.25E-03 (-2.233)**	
內部人持股比率	-4.78E-03 (-0.708)	-8.25E-03 (-1.2)	1.36E-03 (0.193)
內部人持股變動	3.37E-03 (0.145)	-5.27E-04 (-0.023)	5.96E-03 (0.256)
公司規模	0.317 (0.988)	0.283 (0.901)	0.518 (1.584)
權益市價淨值比	-0.238 (-1.055)	-7.32E-02 (-0.341)***	-0.176 (-0.798)
相對淨值報酬率	-1.60E-02 (-1.059)	-1.54E-02 (-1.018)	-1.44E-02 (-0.959)
前一年累積報酬	3.032 (4.304)***	2.311 (3.327)***	3.002 (4.29)***
負債比率	-1.30E-03 (-0.124)	2.99E-03 (0.293)	-3.47E-03 (-0.333)
調整後 R 平方	0.098	0.101	0.106
模式顯著水準	0.014	0.012	0.010

說明：模式一與模式二的會計師簽證意見係以最近期會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；模式三的會計師簽證意見係以最近一年內的會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；更換會計師事務所係以最近三年內是否更換過會計師事務所為替代變數，若未曾更換事務所則虛擬變數設為 0，若曾更換過事務所則虛擬變數設為 1；會計師事務所規模係以最近期會計師簽證是否為六大會計師事務所簽證為替代變數，若為非六大事務所簽證則虛擬變數設為 0，若為六大事務所簽證則虛擬變數設為 1，模式一及模式三的資訊不對稱係以市場模式之殘差標準差作為替代變數，市場模式之殘差標準差愈大表示資訊不對稱程度愈大；模式二的資訊不對稱係以設立期間作為替代變數，設立期間愈大表示資訊不對稱程度愈小，內部人持股變動係指一年的持股變動，公司規模係以 $\ln(\text{資產總額})$ 為衡量變數，表中數字表示該變數之迴歸係數，括弧內表示該迴歸係數的 t 值，*表示達 0.1 的顯著水準；**表示達 0.05 的顯著水準；***表示達 0.01 的顯著水準。

表六 會計師簽證、法人持股與資訊不對稱對多頭市場股價影響之迴歸分析
(整體樣本)

反應變數：累積報酬			
	模式一	模式二	模式三
截距項	-0.719 (-0.526)	-0.12 (-0.107)	-1.091 (-0.785)
會計師簽證意見 (最近期簽證)	-0.128 (-0.651)	-1.43E-03 (-0.008)	
會計師簽證意見 (最近一年簽證)			0.144 (0.991)
更換會計師事務所	-0.193 (-1.06)	-0.181 (-1.019)	-0.256 (-1.947)*
會計師事務所規模	-9.80E-02 (-0.71)	-6.02E-02 (-0.451)	-4.05E-02 (-0.294)
國外法人持股比率	1.12E-02 (1.858)*	1.28E-02 (2.177)**	
國內法人持股比率			-1.98E-03 (-0.563)
資訊不對稱 (殘差標準差)	0.318 (1.858)*		0.328 (1.946)*
資訊不對稱 (設立期間)		-2.50E-03 (-4.191)***	
內部人持股比率	-2.46E-03 (-0.622)	-5.57E-03 (-1.423)	4.38E-04 (0.109)
內部人持股變動	1.08E-02 (0.715)	1.50E-02 (1.015)	1.04E-02 (0.686)
公司規模	0.314 (1.662)*	0.39 (2.248)**	0.369 (1.92)*
權益市價淨值比	-5.16E-02 (-1.461)	-3.57E-02 (-1.028)	-4.86E-02 (-1.357)
相對淨值報酬率	-2.39E-02 (-3.133)***	-2.19E-02 (-2.947)***	-2.44E-02 (-3.213)***
前一年累積報酬	1.687 (4.118)***	1.143 (2.784)***	1.712 (4.35)***
負債比率	-5.12E-03 (-0.985)	-5.93E-03 (-1.171)	-7.77E-03 (-1.509)
調整後 R 平方	0.07	0.113	0.062
模式顯著水準	0.001	0.000	0.003

說明：模式一與模式二的會計師簽證意見係以最近期會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；模式三的會計師簽證意見係以最近一年內的會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；更換會計師事務所係以最近三年內是否更換過會計師事務所為替代變數，若未曾更換事務所則虛擬變數設為 0，若曾更換過事務所則虛擬變數設為 1；會計師事務所規模係以最近期會計師簽證是否為六大會計師事務所簽證為替代變數，若為非六大事務所簽證則虛擬變數設為 0，若為六大事務所簽證則虛擬變數設為 1，模式一及模式三的資訊不對稱係以市場模式之殘差標準差作為替代變數，市場模式之殘差標準差愈大表示資訊不對稱程度愈大；模式二的資訊不對稱係以設立期間作為替代變數，設立期間愈大表示資訊不對稱程度愈小，內部人持股變動係指一年的持股變動，公司規模係以 $\ln(\text{資產總額})$ 為衡量變數，表中數字表示該變數之迴歸係數，括弧內表示該迴歸係數的 t 值，*表示達 0.1 的顯著水準；**表示達 0.05 的顯著水準；***表示達 0.01 的顯著水準。

另外，本文分別以市場模式之殘差標準差及設立期間，作為衡量資訊不對稱的替代變數，其中市場模式之殘差標準差愈大或設立期間愈短的公司，資訊不對稱程度愈大。由表四至表六之實證結果顯示，設立期間愈短或殘差標準差愈大的公司其多頭市場之股價報酬也愈大，意謂資訊不對稱程度對多頭期間之股票報酬有顯著的正向影響，即當市場處於多頭時，公司的資訊不對稱程度愈大，股票報酬亦將愈高。此結果與本文的預期相符合，推估形成此結果的原因，可能係因為當資訊不對稱程度較大時，投資人對於公司的了解程度相對較低，因此可能造成投資人產生從眾行為，即跟隨市場氣氛之影響而有買漲賣跌的現象，以致於在多頭期間，資訊不對稱程度越大的公司，上漲的幅度亦越多。而資訊不對稱程度較小時，則由於投資人對於公司的了解程度相對較高，因此投資人可以更準確的判斷公司股票之合理價值，進而使得股票大漲之際，投資人並不因此盲目跟進，而使得股價上漲的幅度亦減低。

在控制變數方面，我們發現公司規模對多頭期間股票報酬有正向影響，有別於 Fama & French (1993) 所說之負向影響，可能係由於本研究所探討的市場型態僅針對多頭市場所致；而相對淨值報酬率之迴歸係數顯著為負，此結果顯示當市場呈現多頭時，公司的相對淨值報酬率越低，則公司股價上漲的幅度越大。推估形成此結果的原因係由於績效較好的公司，其財務資訊在多頭期間之前就已陸續的揭露，因此其績效已先行反映在多頭期間前的股價上，以致於該公司之股價報酬於多頭期間反而較少。另外，我們也發現前一年的股票報酬對多頭期間之股價具有正向的影響，此一結果符合 Jegadeesh & Titman (1993) 所提出的動能效果。

三、會計師簽證與資訊不對稱之交互效果對多頭市場股價影響之迴歸分析

資訊不對稱程度愈大的公司，外部投資人對於公司價值的了解程度愈低，由於投資人無法判斷公司的真正價值，因此，愈可能有從眾的行為發生，此一推測，可由上一節的實證得到支持；接下來，我們認為資訊不對稱愈大的公司，由於投資人愈不了解公司的真實營運狀況，因此會更加倚賴會計師的簽證資訊，如果此時，會計師的簽證意見呈現較為負面，或公司有更換會計師事務所的現象，意謂公司治理可能有問題存在，因此，其股價在多頭市場的漲幅也較低。換言之，我們認為公司治理對於公司價值具有影響性，而且，資訊不對稱程度愈大的公司，公司治理對其重要性也將跟著增加。

實證結果如表七至表九所示，首先，我們看出加入交互效果的影響之後，迴歸模式的整體解釋能力有明顯的增加，顯示考慮交互效果對於模式的解釋能力是有所助益的。其次，在未加入交互效果的影響之前，我們並未發現會計師的簽證意見對多頭市場的股價報酬具有影響，然而，納入交互效果之後，我們發現此一變數在第一個多頭期間與第二個多頭期間的迴歸係數均顯著為負，由於會計師簽證為一虛擬變數，若出現較為負面的簽證意見則將其設為 1，此處負面的簽證意見包括了保留意見及無法表示意見，說明了若公司的會計師簽證意見為保留意見等較為負面的意見時，在多頭期間的股價上漲幅度亦較小，此一結果支持會計師簽證具有資訊內涵，而且正面的會計師簽證意見有助於提升公司的價值。此外，更換會計師事務所的迴歸係數均顯著為負，此一結果與前述相同，均說明了更換會計師事務所會影響投資人的信賴程度，因而股價上漲較少，對公司價值有不利的影響。再者，我們也發現國外法人持股比率與公司的資訊不對稱程度對於多頭市場的股價有正向的影響，此一推理如前所述，不再贅敘。

接下來，我們由表七與表八發現資訊不對稱與會計師簽證意見之交互效果的迴歸係數顯著為正，由於此處資訊不對稱的代理變數為公司設立時間，且設立時間愈短表示資訊不對稱程度愈大，說明了當會計師簽證出現負面意見時，資訊不對稱程度愈大的公司（設立時間較短的公司）其股價的上漲幅度也較小，此一結果意謂會計師的簽證意見具有資訊效果，因而負面的簽證意見會導致公司在多頭市場下的股價漲幅較小，再者，此一負面的簽證意見對於公司股價的影響，會因公司資訊不對稱的不同而有所差異，其中，資訊不對稱程度愈大的公司，由於投資人取得公司的真實營運資訊不易，所以更加重視會計師的簽證資訊，因此當公司的會計師簽證為相對負面意見時，公司股價受其影響的程度也較大，以致於資訊不對稱程度較大的公司，如果出現負面的簽證意見，其在多頭市場的股價上漲的幅度愈小。

最後，根據表七至表九的結果，可以發現更換會計師事務所與資訊不對稱之交互效果的迴歸係數皆顯著為正。同樣地，此處資訊不對稱的代理變數亦為公司的設立時間，而更換會計師事務所之公司的虛擬變數設為 1，因此，結果顯示當公司更換會計師事務所時，設立時間愈短的公司，在多頭市場之下其股價上漲幅度愈小，而設立時間愈短的公司表示資訊不對稱程度較大，這樣的結果符合我們的預期，亦即資訊不對稱程度較大的公司，投資人可能對其較不瞭解，因此會更加重視會計師所提供的資訊，如果此時，公司更換會計師事務所，會使投資人懷疑公司更換會計師的動機是否是要窗飾其財務報表所致，因

而降低投資人對公司的信任與持股意願，使得公司的股價在多頭期間的上漲幅度相對較小，換言之，更換會計師事務所對於股價會有不利的影響，而且資訊不對稱程度愈大的公司，更換會計師事務所對於股價造成的不利影響也愈大。

表七 會計師簽證與資訊不對稱之交互效果對多頭市場股價影響之迴歸分析
(研究期間一)

反應變數：累積報酬		
	模式一	模式二
截距項	-1.184 (-0.873)	-0.681 (-0.485)
會計師簽證意見 (最近期簽證)	-4.512 (-2.6)***	
會計師簽證意見 (最近一年簽證)		0.179 (0.422)
更換會計師事務所	-1.539 (-2.059)**	-1.808 (-2.376)***
會計師事務所規模	-0.223 (-0.455)	-0.398 (-0.807)
國外法人持股比例	1.24E-02 (1.876)*	1.53E-02 (2.318)**
資訊不對稱 (設立期間)	-4.14E-03 (-3.085)***	-4.39E-03 (-2.995)***
內部人持股比例	-3.53E-03 (-0.796)	-2.41E-03 (-0.535)
內部人持股變動	3.32E-02 (1.757)*	3.10E-02 (1.603)
公司規模	0.571 (2.929)***	0.47 (2.373)***
權益市價淨值比	-1.52E-02 (-0.523)	-1.75E-02 (-0.594)
相對淨值報酬率	-1.97E-02 (-2.458)***	-1.76E-02 (-2.182)**
前一年累積報酬	-0.192 (-0.363)	-0.3 (-0.555)
負債比率	-1.29E-02 (-2.459)***	-1.12E-02 (-2.166)**
會計師簽證意見*資訊不對稱 (設立期間)	1.19E-02 (2.772)***	2.79E-04 (0.219)
更換會計師事務所*資訊不對稱 (設立期間)	4.03E-03 (2.02)**	4.59E-03 (2.25)**
會計師事務所規模*資訊不對稱 (設立期間)	7.73E-04 (0.512)	1.36E-03 (0.898)
調整後 R 平方	0.206	0.183
模式顯著水準	0.000	0.000

說明：模式一的會計師簽證意見係以最近期會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；模式二的會計師簽證意見係以最近一年內的會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；更換會計師事務所係以最近三年內是否更換過會計師事務所為替代變數，若未曾更換事務所則虛擬變數設為 0，若曾更換過事務所則虛擬變數設為 1；會計師事務所規模係以最近期會計師簽證是否為六大會計師事務所簽證為替代變數，若為非六大事務所簽證則虛擬變數設為 0，若為六大事務所簽證則虛擬變數設為 1，資訊不對稱係以設立期間作為替代變數，設立期間愈大表示資訊不對稱程度愈小，內部人持股變動係指一年的持股變動，公司規模係以 $\ln(\text{資產總額})$ 為衡量變數，表中數字表示該變數之迴歸係數，括弧內表示該迴歸係數的 t 值，*表示達 0.1 的顯著水準；**表示達 0.05 的顯著水準；***表示達 0.01 的顯著水準。

表八 會計師簽證與資訊不對稱之交互效果對多頭市場股價影響之迴歸分析
(研究期間二)

反應變數：累積報酬		
	模式一	模式二
截距項	-1.184 (-0.873)	-0.681 (-0.485)
會計師簽證意見 (最近期簽證)	-4.512 (-2.6)***	
會計師簽證意見 (最近一年簽證)		0.179 (0.422)
更換會計師事務所	-1.539 (-2.059)**	-1.808 (-2.376)***
會計師事務所規模	-0.223 (-0.455)	-0.398 (-0.807)
國外法人持股比率	1.24E-02 (1.876)*	1.53E-02 (2.318)**
資訊不對稱 (設立期間)	-4.14E-03 (-3.085)***	-4.39E-03 (-2.995)***
內部人持股比率	-3.53E-03 (-0.796)	-2.41E-03 (-0.535)
內部人持股變動	3.32E-02 (1.757)*	3.10E-02 (1.603)
公司規模	0.571 (2.929)***	0.47 (2.373)***
權益市價淨值比	-1.52E-02 (-0.523)	-1.75E-02 (-0.594)
相對淨值報酬率	-1.97E-02 (-2.458)***	-1.76E-02 (-2.182)
前一年累積報酬	-0.192 (-0.363)	-0.3 (-0.555)
負債比率	-1.29E-02 (-2.459)***	-1.12E-02 (-2.166)
會計師簽證意見*資訊不對稱 (設立期間)	1.19E-02 (2.772)***	2.79E-04 (0.219)
更換會計師事務所*資訊不對稱 (設立期間)	4.03E-03 (2.02)**	4.59E-03 (2.25)**
會計師事務所規模*資訊不對稱 (設立期間)	7.73E-04 (0.512)	1.36E-03 (0.898)
調整後 R 平方	0.206	0.183
模式顯著水準	0.000	0.000

說明：模式一的會計師簽證意見係以最近期會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；模式二的會計師簽證意見係以最近一年內的會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；更換會計師事務所係以最近三年內是否更換過會計師事務所為替代變數，若未曾更換事務所則虛擬變數設為 0，若曾更換過事務所則虛擬變數設為 1；會計師事務所規模係以最近期會計師簽證是否為六大會計師事務所簽證為替代變數，若為非六大事務所簽證則虛擬變數設為 0，若為六大事務所簽證則虛擬變數設為 1，資訊不對稱係以設立期間作為替代變數，設立期間愈大表示資訊不對稱程度愈小，內部人持股變動係指一年的持股變動，公司規模係以 $\ln(\text{資產總額})$ 為衡量變數，表中數字表示該變數之迴歸係數，括弧內表示該迴歸係數的 t 值，*表示達 0.1 的顯著水準；**表示達 0.05 的顯著水準；***表示達 0.01 的顯著水準。

表九 會計師簽證、與資訊不對稱之交互效果對多頭市場股價影響之迴歸分析 (整體樣本)

反應變數：累積報酬		
	模式一	模式二
截距項	0.161 (0.136)	0.325 (0.265)
會計師簽證意見 (最近期簽證)	-0.333 (-0.874)	
會計師簽證意見 (最近一年簽證)		-0.121 (-0.313)
更換會計師事務所	-1.779 (-2.386)***	-1.684 (-2.246)***
會計師事務所規模	-0.226 (-0.52)	-0.262 (-0.602)
國外法人持股比例	1.03E-02 (1.701)*	1.05E-02 (1.745)*
資訊不對稱 (設立期間)	-3.44E-03 (-2.694)***	-3.84E-03 (-2.711)***
內部人持股比例	-4.91E-03 (-1.238)	-3.75E-03 (-0.945)
內部人持股變動	1.71E-02 (1.151)	1.50E-02 (1.003)
公司規模	0.392 (2.249)**	0.354 (2.026)**
權益市價淨值比	-3.27E-02 (-0.943)	-2.69E-02 (-0.774)
相對淨值報酬率	-2.29E-02 (-3.037)***	-2.07E-02 (-2.791)***
前一年累積報酬	1.187 (2.959)***	0.974 (2.417)***
負債比率	-5.79E-03 (-1.149)	-6.36E-03 (-1.253)
會計師簽證意見*資訊不對稱 (設立期間)	4.26E-04 (0.387)	5.29E-04 (0.447)
更換會計師事務所*資訊不對稱 (設立期間)	4.42E-03 (2.285)**	4.23E-03 (2.166)**
會計師事務所規模*資訊不對稱 (設立期間)	5.42E-04 (0.422)	7.24E-04 (0.565)
調整後 R 平方	0.122	0.115
模式顯著水準	0.000	0.000

說明：模式一的會計師簽證意見係以最近期會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；模式二的會計師簽證意見係以最近一年內的會計師簽證作為替代變數，若簽證為無保留意見則虛擬變數設為 0，若為相對負面意見則虛擬變數設為 1；更換會計師事務所係以最近三年內是否更換過會計師事務所為替代變數，若未曾更換事務所則虛擬變數設為 0，若曾更換過事務所則虛擬變數設為 1；會計師事務所規模係以最近期會計師簽證是否為六大會計師事務所簽證為替代變數，若為非六大事務所簽證則虛擬變數設為 0，若為六大事務所簽證則虛擬變數設為 1，資訊不對稱係以設立期間作為替代變數，設立期間愈大表示資訊不對稱程度愈小，內部人持股變動係指一年的持股變動，公司規模係以 $\ln(\text{資產總額})$ 為衡量變數，表中數字表示該變數之迴歸係數，括弧內表示該迴歸係數的 t 值，*表示達 0.1 的顯著水準；**表示達 0.05 的顯著水準；***表示達 0.01 的顯著水準。

綜合上述，公司治理與資訊不對稱對公司價值的影響的確具有交互作用存在，其中，資訊不對稱程度較大的公司，如果出現較為負面的會計師簽證意見，或更換簽證的會計師事務所，將降低公司在多頭市場之下的股價上漲幅度，亦即，公司治理不佳，會導致公司價值的下降，而且，資訊不對稱程度愈高的公司，因公司治理不佳所受到的負面影響也愈大，此一結果說明了，公司應注重公司治理機制，而且，資訊不對稱愈大的公司，愈應改善其公司治理機制，以提升投資人對公司的信心。

伍·結論

1997 的亞洲金融危機與 2001 以來的一連串會計醜聞，引起學術界對於公司治理的更加重視，LLSV (2000) 及 Mitton (2002) 指出完善的公司治理制度才是對抗金融危機的最佳方法，且 1998 年經濟合作暨開發組織 (OECD) 也指出良好的公司治理運作是提升國際競爭力的關鍵因素之一。然而，公司治理對於公司價值的影響，不應該僅侷限於公司對抗外在的不利環境，縱使處於多頭市場之下，公司治理也有助於公司價值的提升，因而引發本研究的構想，其中，本文所探討的公司治理機制主要包括會計師的簽證意見、公司是否更換會計師事務所、簽證會計師事務所的規模與法人持股比率；除了前述的公司治理機制，我們也由從眾行為的角度探討公司的資訊不對稱，是否對股價報酬造成影響，此外，我們進一步驗證，會計師簽證與資訊不對稱的交互效果，是否對多頭市場的股價報酬造成影響，此一部份主要是想觀察，是否資訊不對稱程度愈大的公司，投資人會更加倚賴會計師簽證的相關資訊，如果真是這樣，說明了資訊不對稱程度愈大的公司，愈需要有健全的公司治理機制，才能取信於投資大眾。而我們的實證結果也支持這樣的看法，這樣的發現，除了可填補現有文獻的空缺，也有助於實務界加強與重視公司治理，因為良好的公司治理有助於提升公司的價值。

本文的研究結果，主要可歸納為下列幾項，首先，更換會計師事務所的公司，其多頭市場的股價上漲幅度較小，因為更換事務所的公司會引起投資人的疑慮，懷疑其財務報表的真實性，以致於降低投資人的投資意願也降低了公司的價值；其次，會計師簽證具有資訊內涵，亦即會計師簽證意見較為負面的公司，其股價的漲幅也較低，顯示負面的簽證意見會讓投資人懷疑財務報表的品質而對公司造成不利的影響；再者，我們也發現法人持股愈高，其多頭市場的股價反應也愈好，此一結果支持法人持股可發揮監督力量，促使公司提高

經營效率和提高公司價值，以致於股價漲幅較高，上述的實證結果均說明了，公司治理較為健全的公司，其多頭市場下的股價報酬也表現較佳。另外，資訊不對稱愈大的公司，其多頭市場之下的股價漲幅也愈大，我們認為可能的原因在於資訊不對稱會降低投資人對於公司的了解，當投資人愈不了解公司時，愈可能會有從眾的行為產生，於是跟隨他人或市場的買賣作為自己的投資依據，因此，在多頭市場之下愈可能盲目買進，使得資訊不對稱較高的公司，多頭市場的股價漲幅也較大。

最後，我們探討資訊不對稱與會計師簽證相關變數之交互效果，是否會對多頭市場之下的股價造成影響，結果顯示若公司更換會計師事務所或會計師簽證意見為負面意見時，資訊不對稱愈大的公司其股價上漲幅度也愈低，我們認為資訊不對稱愈嚴重的公司，由於投資人愈不了解公司的經營狀況與真實價值，因此會更加倚賴會計師所提供的資訊，如果此時公司更換事務所或出現較為負面的簽證意見，自然會降低投資人的信賴因而降低其投資意願，導致股價上漲幅度較小。這樣的結果，說明了公司治理不佳會導致公司價值的下降，而且，資訊不對稱愈大的公司，若不健全公司治理機制，其所受到的負面影響也愈大，換言之，資訊不對稱愈嚴重的公司，愈需要提升其公司治理。

有關公司治理機制對於多頭市場下股票報酬的影響，本文僅可說是一個初步的研究，後續的研究可以更多不同的公司治理機制變數加以探討，或直接比較不同公司治理機制，對於公司在多頭市場下或空頭市場下的股票報酬之影響，是否有所不同，或許某些變數在空頭市場下支撐股價的能力較佳，而某些變數卻在多頭市場下提升公司價值的能力較佳，這些進一步的探討，都可由後續研究得到進一步的解答。

參考文獻

- 吳頊然，「由累積異常報酬率探討修正式無保留意見之資訊內涵」，台北大學會計學研究所碩士論文，2002 年。
- 李煥堂，「由累積異常報酬率探討保留意見之資訊內涵」，東吳大學會計學研究所碩士論文，1994 年。
- 周行一、陳錦村、陳坤宏，「家族企業、聯屬持股與公司價值之研究」，*中國財務學刊*，第 4 卷，第 1 期，1996 年，頁 115-139。
- 周玲臺、王振東，「上市公司會計師更換之實證研究」，*會計研究月刊*，第 120 期，1995 年，頁 20-26。
- 林蕙真，「保留意見書對股價的影響之研究（上）」，*會計研究月刊*，第 93 期，1993 年，頁 137-141。

- 林蕙真,「保留意見書對股價的影響之研究(中)」,《會計研究月刊》,第94期,1993年,頁75-77。
- 林蕙真,「保留意見書對股價的影響之研究(下)」,《會計研究月刊》,第95期,1993年,頁137-143。
- 邱毅、張訓華,「股權結構、董事會組成與企業財務績效」,《臺北市銀月刊》,第260期,1991年,頁11-32。
- 張旭玲,「我國股票上市公司股權結暨經營績效之研究」,成功大學會計學研究所碩士論文,1998年。
- 陳玫慧,「會計師簽發保留意見與股價報酬—台灣市場的實證」,逢甲大學企業管理研究所碩士論文,2000年。
- 陳鴻文,「我國上市公司會計師更換之資訊內涵研究」,東吳大學會計學研究所碩士論文,1995年。
- 溫世明,「我國股票上市公司簽證會計師之選及更換之研究」,政治大學會計學研究所碩士論文,1987年。
- Ameen, E. C., Kam, C. and Guffey, D. M., "Information Content of Qualified Audit Opinions for Over-the-Counter firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, (20), 1994, pp.997-1011.
- Barnea, A., Haugen, R. and Senbet, L., "Agency Problems and Financial Contracting", Englewood Cliffs New Jersey: Prentice Hall Foundations of Finance Series, 1985.
- Burton, C. J., and Roberts, W., "A Study of Auditor Changes", *The Journal of Accountancy*, (123), 1967, pp.31-36.
- Chow, C. W., and Rice, S. J., "Qualified Audit Opinion and Auditor Switching", *The Accounting Review*, (57), 1982, pp.326-335.
- Datta, S., Datta, M. I. and Patel, A., "Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings", *Journal of Finance*, (55), 2000, pp.715-743.
- Deloitte, Haskins and Sells, "An Opinion Survey of the Public Accounting Profession: How the Profession is Viewed by Different Groups which Have Regular Contact with it", *New York: Richman Research*, No.401, 1978.
- Dodd, P., Dopuch, N., Holthausen, R. and Leftwich, R., "Qualified Audit Opinions and Stock Price: Information Content, Announcement Dates, and Concurrent Disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, (6), 1984, pp.3-36.
- Duggal, R. and Millar, J. A., "Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns", *Journal of Corporate Finance*, (5), 1999, pp.103-117.
- Eichensheher, J. W. and Shields, D. "The Correlates of CPA Firm Change for Publicly Held Corporations", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1983, pp.23-37.
- Fabozzi, F. J. and Francis, J. C., "Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination", *Journal of Finance*, (34), 1979, pp.1243-1250.
- Fama, E. F. and French, K. R., "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Finance*, (33), 1993, pp.3-56.

- Fried, D. and Schiff, A., "CPA Switches and Associated Market Reactions", *The Accounting Review*, (56), 1981, pp.326-341.
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A. and Titman, S., "Security Analysis and Trading Patterns When Some Investors Receive Information Before Others", *Journal of Finance*, December 1994, pp.1665-1698,
- Jegadeesh, N. and Titman, S., "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, (48), 1993, pp.65-91.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E., "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, (58), 2000, pp.141-186.
- Johnson, W. B. and Lys, T. "The Market for Audit Services : Evidence from Voluntary Auditor Changes" , *Journal of Accounting and Economics*, (12), 1990, pp.281-308.
- Krishnaswami S. and Subramaniam, V., "Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off Decision", *Journal of Financial Economics*, (53), 1999, pp.73-112.
- Krishnaswami S., Spindt, P. A. and Subramaniam, V., "Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt", *Journal of Financial Economics*, (51), 1999, pp.407-434.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R.W., "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, (32), August 1992, pp.23-43,
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, (58), 2000, pp.3-27.
- Leland, H. E. and Pyle, D., "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, (32), 1977, pp.371-387.
- McConnell, J. J. and Servaes, H., "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, (27), 1990, pp. 595-612.
- Mitton, T., "A Cross-Firm Analysis of The Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, (64), 2002, pp.215-241.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholders Oversight", *Journal of Financial Economics*, (20), 1988, pp.237-265.
- Reed, B., Trombley, M. and Dhaliwal, D., "Demand for Audit Quality: The Case of Laventhol and Horwath's Auditees", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, (15), 2000, pp.183-198.
- Scharfstein, D.S. and Stein, J.C., "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review*, (80), June 1990, pp.465-479.
- Schwartz, K. B., "Accounting Changes by Corporation Facing Possible Insolvency", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, (6), 1982, pp.32-43.
- Simunic, D. A., "Discussion of External Audit and Asymmetric Information", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1990, pp.243-248.
- Teoh, S. H., "Auditor Independence Dismissal Threats, and the Market Reaction to Auditor Switches", *Journal of Accounting Research*, (30), 1992, pp.7-34.

- Titman, S. and Trueman, B., "Information Quality and the Valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, (8), 1986, pp.159-172.
- Wermers, R., "Mutual Fund Herding and Impact on Stock Prices", *Journal of Finance*, (54), April 1999, pp.581-621.
- Williams, D. D., "The Potential Determinants of Auditor Changes", *Journal of Business Finance & Accounting*, (15), 1988, pp.243-261.

The Impacts of the CPA's Opinion, Institutional Ownership and Information Asymmetry on Stock Return in Bull Market

Hsu-HUEI HUANG, SHR-RU DING *

ABSTRACT

LLSV (2000) and Mitton (2002) document that strong corporate governance is a good mechanism against financial crisis. We argue that corporate governance is also helpful for value enhancing in bull market, and we find that companies with CPA switch, negative CPA's opinion, or lower institutional ownership have lower return in bull market. Furthermore, our evidence demonstrates that firms with higher information asymmetry need more healthy governance mechanism.

Keywords: corporate governance, CPA, information asymmetry, institutional ownership

* Hsu-Huei HUANG, Assistant Professor, Department of Finance, National University of Kaohsiung.
Shr-Ru DING, Master, Department of Business Management, Chaoyang University of Technology.

