

公司治理與權益法下投資淨收益之 持續性與市場評價

李淑華

國立台北大學會計學系

摘要

權益法長期投資之轉投資為我國擴張組織規模的重要方式，透過轉投資所有權發展模式，可能有其正面經濟效益（例如：分散風險、投入資金較少、降低成本、接近市場與稅務規劃等）；然而權益法長期投資之所有權結構繁複，財務報表資訊可能較不容易被外界瞭解而產生資訊不對稱之代理問題，進而衍生對財務報告資訊透明度及可靠性的疑慮。另外，企業若有意圖操縱損益、隱匿非常規交易或進行其他損害股東權益的不適當投資決策時，也比較可能透過較繁複的轉投資方式進行。

本研究考量公司治理內部層級（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押與獨立董監席次）與外部層級（外國法人持股）因素，實證發現股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，或存在董監事持股質押之公司，將降低權益法下投資淨收益（包含具控制力（子公司）與具重大影響力但無控制力之權益法淨收益）之持續性的關聯性；增加獨立董監席次或增加外國法人持股比率，將增加權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。故實證結果與本研究推論一致，即公司治理情況越佳（差），將增加（降低）權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。另外，實證結果亦顯示股市非理性定價獨立董監席次變數，其對於權益法下投資淨收益之持續性的關聯性；然而股市理性定價其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數、董監事持股質押變數及外國法人持股比率變數），其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。本研究亦針對具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，與股市對該關聯性之評價反應之進行測試，其實證結果與對權益法下投資淨收益之測試結果相近。

關鍵詞：公司治理、投資收益持續性、控制權、現金流量權

收稿日：2008 年 10 月

接受日：2010 年 3 月

三審後接受

Corporate Governance and the Persistence and Pricing of Investment Income under Equity Method

Shu-Hua Lee

Department of Accounting
National Taipei University

Abstract

Taiwan companies frequently expand their organization through pyramidal structures and cross-holdings. Legitimate reasons for firms to expand through complex structures include, among others, capital needs, risk considerations, and government policies. However, complex capital structures could also be used to cover up earnings manipulation and other entrenching behaviors.

I hypothesize that the persistence of investment income under equity method is lower for firms with poor corporate governance. I also test whether the stock market can rationally price the connection between corporate governance and the persistence of investment income under equity method. My empirical findings are: the deviation between voting right and cash-flow right and board members' use of shareholdings as collateral to finance (the percentage of shareholdings by foreign institutions and the number of outside board members) are negatively (positively) correlated with the persistence of investment income under equity method. Finally, the results of the Mishkin test reveal that stock market can rationally price the implication of corporate governance on the persistence of investment income except when corporate governance is measured by the number of outside board members. Utilizing the data availability under special reporting rules of Taiwan, I further test whether the persistence of investment income from subsidiaries is lower for firms with poor corporate governance, and whether the stock market can rationally price the connection of this persistence and corporate governance. My results in this section are similar to those of the first part.

Keywords: *Corporate governance, Earnings persistence, Control right, Cash flow right.*

Submitted October 2008
Accepted March 2010
After 3 rounds of review

壹、前言

列入母公司單一(parent-only)財務報表之權益法長期投資資產項目是企業投資於具控制力(子公司)及具重大影響力但無控制力之被投資公司,這些投資為企業長期持有,且多為策略目的(例如:水平整合、垂直整合及多角化經營等(Beams, Anthony, Clement and Lowensohn 2009, 18)所持有之投資。李淑華與蔡彥卿(2007)彙整母公司單一財務報表歷年採權益法長期投資占總資產比率,由民國八十年之15.12%上升至民國九十五年之23.33%,民國八十年至民國九十五年該比率之平均值為21.08%,且在民國八十七年(含)以後比率均高於20%。母公司單一財務報表之權益法長期投資占總資產比率高達五分之一,該數據呼應資誠會計師事務所薛明玲會計師,曾經提出我國企業以轉投資方式擴張組織規模的方式相當普遍之陳述¹。Claessens, Djankov and Lang(2000)與Fan and Wong(2002)針對東亞地區所有權結構之研究,發現東亞地區公司的所有權結構多以金字塔結構(pyramidal structure)或交互持股結構(cross-holding structure)方式發展²。另外,張仲岳(2001)亦提出我國有許多公司已轉型為控股公司,擁有許多轉投資事業,尤其我國已有許多企業赴大陸投資,均透過第三地方式,此點與歐美經濟有所不同。

母公司單一財務報表中對於子公司之權益資訊僅反應在「長期投資—採權益法之長期股權投資」與「按權益法認列之投資淨損益」兩項會計科目中;透過合併財務報表的編製過程,使母公司對子公司之權益由前述兩項會計科目還原至相關之資產、負債、收益及費損的明細科目中,合併財務報表能夠完整呈現合併經濟個體之經營全貌及真實財務狀況³。目前我國公開發行公司財務報告發布採行合併財務報表與母公司單一財務報表並存之制度⁴,不同於美國與加拿大等國,將合併財務報表作為唯一財務報表⁵。然而國內實務運用視母公司單一財務報表為主要報表,而合併財務報表為補充報表(方偉廉 2008;林

¹ 民國九十二年四月於淡江大學公開演講中,薛會計師進一步指出造成這個情形的主要原因有二:我國大陸政策與少部份公司投資「非經營所需」事業。

² Claessens et al. (2000)針對東亞九國之研究,東亞九國包含:香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國。Fan and Wong (2002)之東亞地區,包含香港、印尼、馬來西亞、新加坡、南韓、台灣及泰國。

³ 列入合併資產負債表中之採權益法長期投資資產項目僅是企業投資於具重大影響力但無控制力之被投資公司的投資餘額;合併損益表之按權益法認列之投資淨損益為認列投資於具重大影響力但無控制力之被投資公司之損益。

⁴ 我國財務會計準則公報第七號「合併財務報表」於民國七十四年開始適用,當時證管會(即目前之證券期貨局)以行政命令要求公開發行公司,自民國七十五年開始提供合併財務報表(林維珩等 2008)。

⁵ 根據方偉廉(2008)引述張福星(1997)之整理,將合併財報作為唯一報表者,有美國、加拿大、巴拿馬、菲律賓等國。

維珩、簡俱揚、張福星與盧鎮瑋 2008；曾惠瑾 2006)⁶，這情況與日本 2000 年 3 月之前的情況相似 (Herrmann, Inoue and Thomas 2001)⁷。

李淑華、簡雪芳與蔡彥卿 (2005) 檢驗母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益資訊，實證發現權益法下投資淨收益之持續性與營業淨利之持續性相近，故該等作者認為權益法下投資淨收益為企業主要營業活動之延伸；然而股市不能瞭解權益法下投資淨收益之高持續性特質，對於權益法下投資淨收益呈現反應不足之現象，且相較於營業淨利的評價反應，股市給予權益法下投資淨收益更低之評價反應⁸。依據財務報表編製規範，權益法下投資淨收益列示於損益表之營業外收入及利益（費用及損失）項下，列示於該項目下之盈餘要素為與本業無關之營業外收益（費損）。李淑華等 (2005) 實證結果發現，平均而言投資人閱讀母公司單一財務報表時，投資人似乎不瞭解我國以轉投資方式擴張組織規模之特殊所有權發展模式，而固著於認為權益法下投資淨收益為與本業無關之營業外收益，故在以母公司單一財務報表之當期盈餘預測企業未來盈餘時，未能正確解讀權益法下投資淨收益之預測能力，將其視為一種暫時性 (transitory) 盈餘⁹。

權益法長期投資之轉投資為我國擴張組織規模的重要方式，透過轉投資所有權發展模式，雖然可達到分散風險、投入資金較少、降低成本、接近市場 (Beams et al. 2009, 19) 與稅務規劃 (Beams et al. 2009, 19; 陳明進與王淑靜 2002) 等經濟效益，這些考量對公司長遠發展可能是有益的¹⁰；然而權益法長期投資之所有權結構繁複，財務報表資訊可能較不容易被外界瞭解而產生資訊不對稱 (information asymmetry) 之代理問題¹¹，進而衍生對財務報告資訊透明度及可靠性的疑慮¹²。此外，企業若有意圖操縱損益、隱匿非常規交易或進行其他損害

⁶ 我國經濟部「商業會計法」為商業會計事務之處理依據，關於合併財務報表並沒有相關規範，故視母公司單一財務報表為主要財務報表。且根據今週刊 (2005) 「新半年報照亮投資死角」一文敘述「……投資人只重視母公司財報，合併報表反而當作一般附屬參考資料，……」。另外，根據曾惠瑾 (2006) 引述經建會研究報告指出，合併財務報表擬進行三階段改革，目前尚屬第一階段，仍以母公司財務報表為主，合併財務報表為輔；到了第二階段，將以合併財務報表為主，母公司財務報表為輔；至第三階段，則希望取消母公司財務報表，只保留合併財務報表。

⁷ 根據 Herrmann et al. (2001) 之附註 4 說明在 2000 年 3 月初，日本的證券交易法規定合併財務報表為主要財務報表且母公司單一財務報表為次要財務報表（繳交財政部歸檔）。日本之商業法 (Commercial Code) 依然視母公司單一財務報表為主要財務報表。

⁸ 李淑華等 (2005) 之研究樣本是以排除預測年度盈餘為負值的公司進行測試。

⁹ Ramakrishnan and Thomas (1991) 提出盈餘不同要素可能有不同的持續性，並將盈餘區分為三種型態：(1) 永久性 (permanent) 盈餘，預期該盈餘可無限期持續；(2) 暫時性 (transitory) 盈餘，該盈餘只影響當期不影響未來年度；(3) 與價格無關 (price-irrelevant) 之盈餘，其盈餘持續性為零。

¹⁰ 根據經濟日報 (2005/09/14) 施景彬會計師提出「如果是轉投資事業讓「母因子貴」，提高股東權益報酬率，那麼轉投資事業（不專注本業）並非壞事。」

¹¹ 根據經濟日報 (2005/09/14) 施景彬會計師提出「……，有些公司把獲利留在國內，虧損放在海外，讓人以為是轉投資失利，……」。

¹² 勤業眾信會計師事務所施景彬會計師曾提及他負責簽證的某一家公司於民國 84 年發行美國存託憑證 (ADR) 時，外商美林證券對該公司財務報表之投資收益占銷貨淨額比重高提出質疑，經由施會計師解釋，這是台灣公司普遍以轉投資方式擴充公司規模之結果，美林證券分析師才瞭解損益表中投

股東權益的不適當投資決策時¹³，也比較可能透過較繁複的轉投資方式進行 (Joh 2003, 288)。公司治理是區別公司品質（好壞公司）的可能代理變數（柯承恩、李存修與葉銀華 2002），好的公司品質（好公司）可能使權益法下投資淨收益之持續性更高。蔡佳樺 (2005)實證發現母公司的公司治理機制會影響其轉投資行為，公司治理機制與轉投資公司的持股比率為正相關。Joh (2003)以韓國公司為研究對象，發現低所有權集中度的公司其獲利能力也低，即使所有權集中度小，控制股東依然可以掠奪公司資源；控制權與所有權偏離程度高的公司，其獲利能力較低，集團企業透過投資聯屬公司及子公司間移轉企業資源，發生集團企業掏空(tunneling)行為。

基於前述討論，我國以轉投資擴張組織規模的重要，且轉投資擴張公司規模可能存在正面或負面之影響，而投資人似乎未能正確解讀母公司單一財務報表中，權益法下投資淨收益預測未來盈餘意含之實證文獻。且由於現行我國以母公司單一財務報表為主之實務現象，故探討投資人對母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益資訊之反應有其重要性。因此，本研究第一部份將針對母公司單一財務報表為研究對象，納入公司治理結構變數，檢驗當期母公司單一財務報表中權益法下投資淨收益，在預測下一期盈餘之持續性能力是否與公司治理結構存在關聯性；且檢驗台灣股市對於母公司單一財務報表中之該項關聯性是否理性定價。因為台灣或東亞地區公司的所有權結構較為特殊且繁複，本研究議題對台灣或東亞地區而言有其特殊之重要性。

母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益包含具控制力（子公司）與具重大影響力但無控制力之權益法淨收益；合併財務報表之權益法下投資淨收益僅包含具重大影響力但無控制力之權益法淨收益。倘若公司誠信經營，透過具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益持續性應該較高；然而若公司意圖

資收益的意義。由於該公司申請美國 ADR，故本文推論施會計師所言為合併財務報表，即意味許多權益法投資不符合合併財報之編製範疇，推論可能是因為我國財務會計準則公報第七號公報「合併財務報表」未修訂前，有關合併個體之規範不完整所致。另外，並引述文獻補充本文之推論，李淑華與蔡彥卿 (2007)指出由於我國財務會計準則公報第七號公報於民國 74 年 12 月 31 日發布後，歷時近二十年於民國 93 年 12 月 9 日首次修訂。修訂後主要是有關控制能力以「實質控制能力」為判斷，不再侷限於投資公司直接或間接持股 50% 以上之子公司（公報第 16 段），第七號公報修訂後，擴大企業合併財務報告的編製範圍。在第七號公報修訂前，許多公司為躲避編製合併報表，將轉投資持股維持在 50% 以下（例如：地雷股中國力霸）；第七號公報修訂後，企業合併報表編製個體普遍增加（例如：永豐餘造紙增加 22 家、遠東紡織增加 37 家）。

¹³ 根據 (新台灣新聞週刊 2005)「新會計公報上路財報不在霧煞煞—地雷股探照燈」一文敘述「所羅門美邦證券研究部主管指出，對於騙術高明的企業主來說，想要蒙混過關，會把申設的海外轉投資做成與公司是「非關係人」，以人頭設立紙上公司，或是利用多層次架構，除人頭公司外，另摻雜實質公司，把海外轉投資弄得錯綜複雜，意圖魚目混珠。…若是手法拙劣的騙術，境外公司是以「關係人」或可實質控制的子公司呈現，依法需附註揭露交代相關的交易細項，一旦要求編製合併報表，便無所遁形。」。另外，中國力霸（近年最重大地雷股）轉投資持股比率均在 50% 以下，但新制上路後旗下董監事多由力霸自家人擔任的轉投資公司（力通、嘉食化、東華及菁達等），可能都必須被編入力霸之合併財務報表中（財訊 2005）。

進行損害股東權益的不適當投資決策時，透過具控制力（子公司）之被投資公司似乎更容易操控。Fama and Jensen (1983)提出公司董事執行兩種功能：決策管理功能（包含決定投資與融資決策等）與決策控制功能（包含監督資本分配決策等）。Beasley (1996)指出董事會的決策控制功能包含監督財務報告資訊之品質。Fama and Jensen (1983)進一步強調外部董事在執行決策控制功能之重要，認為外部董事較能抵擋經理人之機會主義(managerial opportunism)，進而保護股東的權益。故公司治理扮演兩項重要角色：公司治理可能協助母公司從事有控制能力之權益法投資做好較長遠的規劃（決策管理功能）；另外公司治理可能協助監督具控制力權益法投資（子公司）的盈餘品質（決策控制功能），而增加其持續性。因此，本研究預測好的公司治理可以提升具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益的持續性。因此，本研究第二部份將結合母公司單一財務報表與合併財務報表資訊，檢測公司治理結構變數與當期母公司具控制力（子公司）投資產生之權益法投資淨收益持續性之關聯性；且檢驗台灣股市對於該項關聯性是否理性定價。雖然具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益在合併財務報表中，會還原為各自的收益（費損），但可能投資人無法清楚分辨哪些收益（費損）的持續性係來自母公司具控制力的轉投資事業，只有透過母公司單一財務報表與合併財務報表之資訊差異才可以分辨，因此，本研究第二部份的議題是很重要的。

如前所述，日本、美國、加拿大、歐盟及其他採用國際會計準則國家的公司，均未定期公開「損益相等之母公司單一財務報表」。日本規範上市公司必須同時公告合併財務報表與母公司單一財務報表，但我國與日本之母公司單一財務報表有下列不同之規定：我國規定母公司單一財務報表的損益必須與合併財務報表損益相同，因此我國母公司單一財務報表中具重大影響力與控制力之投資均採權益法認列與衡量；日本公司所提供之母公司單一財務報表，係以成本法認列與衡量具重大影響力與控制力股權投資(Herrmann et al. 2001)，因此研究上不易單獨取得具重大影響力股權投資所得之投資損益。日本這種對單一財務報表的規範並非個案，國際財務報導準則(International Financial Reporting Standards)亦規定母公司單一財務報表對具重大影響力與控制力股權投資必須以成本法認列。大部分國家則僅需公告合併財務報告（如美國、加拿大與英國等），使投資人或研究者難以取得企業權益法被投資公司之相關資訊進行分析與研究。台灣公司的財務報告提供了一個難得的資料，使作者能自合併財務報表與母公司單一財務報表分離出具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益，故發布與合併財務報表損益相等之母公司單一財務報表有其增額資訊價值。

本研究考量公司治理與權益法下投資淨收益之持續性的關聯，根據全樣本之實證結果，本文第一部份測試顯示公司治理情況越佳（差），將增加（降低）母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益持續性的關聯性，實證結果支持本

研究推論；而第二部份探討母公司具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益的實證結果，發現股份控制權與盈餘分配權偏離程度與董監事持股質押兩項公司治理變數支持本研究推論，另外兩項公司治理變數（獨立董監席次與外國法人持股比率）不符合本研究預期。有關股市如何評價公司治理變數對權益法下投資淨收益（或具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益）持續性之關聯性：實證結果顯示除了獨立董監席次變數外，本研究之結果無法拒絕股市理性定價其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率）對於權益法收益（或具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益）持續性之意含，即平均而言投資人理性定價這三項公司治理變數對於權益法下投資淨收益收益（或具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益）持續性之意含。綜言之，本研究發現良好的公司治理可增加權益法下投資淨收益之持續性，公司治理資訊可協助投資人解讀權益法下投資淨收益持續性之意含。

本論文具體貢獻如下：(1)由台灣特殊轉投資（權益法長期投資）擴張組織規模方式，利用台灣特殊的實證資料（同時發布損益相等之母公司單一財務報表與合併財務報表），且考量國內視母公司單一財務報表為主要報表，合併財務報表為補充報表之實務運用，檢驗公司是否利用權益法投資（或具控制力（子公司）權益法投資），隱匿公司的利益掠奪行為、(2)可說明同時發布「與合併財務報表損益相等之母公司單一財務報表」與合併財務報表資訊，可提供增額資訊價值的證據、(3)對投資台灣或東亞地區股市的外資，本文結果可以提供這些投資機構建立投資組合時的參考、(4)對管制機關而言，本文結果顯示實務界人士之傳言，透過權益法長期股權投資的被投資公司潛藏風險可能並非空穴來風，因此對這些轉投資事業的管理應該加強、(5)對公司治理領域而言，本文接續前人在盈餘品質與公司治理間關聯的研究，進一步探討公司可能利用轉投資公司隱匿利益掠奪的行為及(6)對股市是否理性反應會計資訊領域而言，本文發現即使在繁複的權益法長期投資之所有權結構下，股市似乎也能理解公司治理減少公司利益掠奪行為的效果。

本文以下章節簡要說明如下：第貳節為研究假說與相關之文獻，第參節說明研究設計，包含研究樣本、研究模型及變數定義，第肆節為實證結果分析及敏感性分析，最後一節則為本研究之結論與建議。

貳、研究假說與相關文獻

近年有較多會計文獻針對東亞地區所有權結構之研究，Claessens et al. (2000)針對東亞九國之研究指出，這些國家常藉由金字塔結構或交互持股結構方式，使投票權經常超越現金流量權（盈餘分配權）。Fan and Wong (2002)指出東亞地區公司之所有權結構多以金字塔結構或交互持股結構方式發展，與美國

公司的所有權結構不同。張仲岳 (2001)提出我國有許多公司已轉型為控股公司，擁有許多轉投資事業，尤其我國已有許多企業赴大陸投資，均透過第三地方式，此點與歐美經濟有所不同，故我國這些投資淨收入的持續性程度會更高，故在解釋及預測盈餘時，應單一加以考慮。李淑華等 (2005)針對母公司單一財務報表中權益法下投資淨收益進行測試，實證結果發現權益法下投資淨收益之持續性與營業淨利之持續性相近。另外，根據李淑華與蔡彥卿 (2007)對於母公司單一財務報表與合併財務報表之採權益法長期投資占總資產比率之彙總，顯示我國上市（櫃）公司採權益法長期投資中，平均約九成為對子公司之投資。顯示企業採權益法之投資實為企業主要營業活動之延伸，此為我國以轉投資方式擴張組織規模之特殊所有權結構之現象。

權益法長期投資之轉投資為我國擴張組織規模的重要方式，透過轉投資所有權發展模式，可能是基於分散風險、投入資金較少、降低成本、接近市場 (Beams et al. 2009, 19)與稅務規劃 (Beams et al. 2009, 19; 陳明進與王淑靜 2002)等經濟效益考量，這些因素對公司長遠發展可能是有益的；然而權益法長期投資之所有權結構繁複，財務報表資訊可能較不容易被外界瞭解而產生資訊不對稱之代理問題，進而衍生對財務報告資訊透明度及可靠性的疑慮。此外，企業若有意圖操縱損益、隱匿非常規交易或進行其他損害股東權益的不適當投資決策時，也比較可能透過較繁複的轉投資方式進行。La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)與 Claessens et al. (2000)指出集團企業之控制股東可藉由金字塔所有權結構維持他們的控制權。Fan and Wong (2002)研究提出所有權集中與金字塔結構或交互持股結構衍生控制股東與外界投資人之代理衝突，故認為控制股東以自利動機報導會計資訊，造成外界投資人認為報導盈餘失去其可靠性。Berger and Ofek (1995)發現多角化企業之公司與其轉投資企業存在資訊不對稱，故多角化企業之代理成本比溝通協調及範疇經濟產生之經濟利益還高，而此代理問題對多角化企業的盈餘品質產生潛在不良的影響。Joh (2003)提出相較於非集團企業，集團企業控制股東有較大的誘因與意圖掠奪公司資源；聯屬公司之控制股東透過子公司間資產的移轉，有更多進行掠奪公司資源的手法。Lamont (1997)、Shin and Stulz (1998)與 Scharfstein and Stein (2000)主張多角化企業過度投資（投資不足）於不利（有利）的投資計畫。

公司治理是區別公司品質（好壞公司）的可能代理變數，好的公司品質（好公司）可能使權益法下投資淨收益之持續性更高。柯承恩等 (2002)指出在資訊不對稱的市場，投資者無法區分好、壞公司，而基本面較佳的公司可藉由強化公司治理機制，傳遞其為好公司的訊息給投資人，藉以與壞公司區別。蔡佳樺 (2005)實證發現母公司的公司治理機制會影響其轉投資行為，當母公司董事會結構具有較佳的獨立性、專業性以及監督機制時，對於轉投資公司的持股比率普遍較高；而母公司的股權結構呈現金字塔結構時，對於轉投資公司的持股比率則是有負向的影響。Joh (2003)以韓國公司為研究對象，發現低所有權集中

度的公司其獲利能力也低，故即使所有權集中度小，控制股東依然可以掠奪公司資源；控制權與所有權偏離程度高的公司，其獲利能力較低，集團企業透過投資聯屬公司及子公司間移轉企業資源，發生集團企業掏空(tunneling)行為。基於前述討論，我國以轉投資擴張組織規模的重要，且轉投資擴張公司規模可能存在正面或負面之影響，因此，本研究納入公司治理變數，透過檢驗當期權益法下投資淨收益之持續性是否與公司治理結構存在關聯性，及投資人如何定價該關聯性，期望進一步解釋該項疑慮。

公司治理領域之研究可追溯自 Berle and Means (1932)提出有關公司所有權與經營權分離所衍生之相關問題。Jensen and Meckling (1976)提出主理人(principal)與代理人(agent)間之代理關係所衍生之代理問題及產生之代理成本，進而影響公司價值之代理理論，提供後續公司治理議題分析之理論架構。Rajan and Zingales (1998)提出在 1997 年亞洲發生金融風暴及企業危機，公司治理被視為是發生這次金融風暴的主要原因。Johnson, Boone, Breach and Friedman (2000)更進一步指出公司治理變數相較於總體經濟變數，對於亞洲金融風暴提供更多解釋力。而後在 2001 年美國陸續爆發恩隆(Enron)及世界通訊(World Com)等重大舞弊事件，以至於 2004 年國內發生之博達事件，及近年之力霸案等，使得公司治理議題益發引人注意，公司治理機制亦被視為企業對抗企業危機風暴之良方。

經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD) 1998 年，訂定公司治理準則之五大原則：確保股東權益、股東公平待遇、保障公司利害關係人的利益、揭露與透明公司重大訊息及強化董事會的責任等。世界銀行(World Bank)在 1999 年提出一個公司治理整體架構，將公司治理區分為「公司內部」與「公司外部」層級，公司內部層級分為包含股東大會、董事會、管理當局與中層管理四構面；公司外部層級包含民間團體、專業機構、制度規範、資金部門與市場機制等構面。本研究以股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及獨立董監席次為公司治理內部層級變數，以外國法人持股比率為公司治理外部層級變數，分析這些公司治理變數對權益法下投資淨收益持續性之關聯性。

Xie (2001)將盈餘要素區分為來自營業現金流量、正常應計與異常應計，並以這三項盈餘要素預測下一期之盈餘，發現異常應計的持續性低於其它兩項盈餘要素之持續性。由於異常應計數為低持續性盈餘，其盈餘品質較差；若異常應計數愈大顯示應計品質越低，即盈餘品質越低。另外，相關文獻提出公司治理情況較差的公司，其異常應計數較大(Klein 2002; Bowen, Rajgopal and Venkatachalam 2008)，因此公司治理情況好壞與盈餘品質為正相關。其它有關公司治理與盈餘品質關連性之文獻，包含 Sivaramakrishnan and Yu (2008)探討公司治理與盈餘品質之關聯性，發現相對於同產業公司績效表現較佳的公司，其盈餘品質（應計品質、持續性與可預測性）較高，而與公司治理強弱之程度

無關。然而 Wang (2005) 檢驗家族企業樣本，發現公司治理較佳的公司，會有較佳之盈餘品質。Warfield, Wild and Wild (1995) 實證發現研究管理者持股比例與裁量性應計數為負相關，即管理者持股比例與盈餘品質負相關。而 Yeo, Tan, Ho and Chen (2002) 發現公司管理者持股比例較低（高）時，虛增盈餘的應計數與管理者持股比例呈現負（正）相關，顯示利益掠奪效果在高管理者持股比例的公司較為明顯。Rajgopal, Venkatachalam and Jambalvo (1999) 的實證結果顯示，裁量性應計數的絕對值與法人持股比例呈現負相關。這些研究的共同結論為，公司治理變數都可能與盈餘品質相關。

應計品質 (accrual quality)、持續性 (persistence) 及可預測性 (predictability) 為會計文獻中常被用來衡量盈餘品質之變數 (Francis, LaFond, Olsson and Schipper 2004; Sivaramakrishnan and Yu 2008)。盈餘持續性是評估盈餘品質的重要指標之一¹⁴ (劉順仁 2005)，且為會計文獻中被用來衡量盈餘品質的變數之一 (Francis et al. 2004)。依據此項推論，本研究探討公司治理結構情況對權益法投資之影響，是透過檢驗分析公司治理結構變數對權益法收益持續性之關聯性進行分析。依據前述文獻，推論公司治理情況好壞與權益法下投資淨收益之持續性為正相關，由此一推論發展本文欲測試之四項假說的第一部份假說；關於四項假說的第二部份假說，是以 Mishkin (1983) 發展之理性預期檢定架構 (理性定價 (rational pricing) 測試, Mishkin test) 為基礎，檢測股市是否瞭解公司治理結構對權益法下投資淨收益持續性的關聯性之意含，而給予正確之評價。

有關股市定價盈餘要素之相關會計文獻，包含 Sloan (1996) 首先運用 Mishkin test，將當期盈餘區分為總應計數與現金流量兩項盈餘要素，發現美國股市對總應計數持續性過度反應 (overpricing)，而對現金流量持續性反應不足 (underpricing)。Xie (2001) 延伸 Sloan (1996) 之研究，進一步將當期盈餘之總應計數要素再區分為非裁量性應計數與裁量性應計數兩項盈餘要素，研究發現美國股市高估非裁量性應計數持續性與裁量性應計數持續性，其中對裁量性應計數持續性過度反應之情況更嚴重。此外，Thomas (2000) 將盈餘區分為國內盈餘與國外盈餘兩要素，發現美國股市低估國外盈餘之持續性，但正確定價國內盈餘之持續性。Herrmann et al. (2001) 實證發現子公司盈餘變動之持續性超過母公司單一財報盈餘變動之持續性，說明子公司盈餘並非暫時性盈餘，且發現日本股市低估子公司盈餘之持續性，但正確定價母公司單一財報盈餘之持續性。李淑華等 (2005) 檢驗台灣母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益資訊，實證發現權益法下投資淨收益之持續性與營業淨利之持續性相近，但股市不能瞭解

¹⁴ 作者書中提出，盈餘品質一般由五項條件所構成：盈餘的持續性 (persistence) 越高，則品質越好；盈餘的可預測性 (predictability) 越高，則品質越好；盈餘的變異性 (variation) 越低，則品質越好；盈餘轉換成現金的可能性 (realization) 越高，則品質越好；盈餘被人為操縱的程度 (manipulation) 越低，則品質越好。

權益法下投資淨收益之高持續性特質，對於權益法下投資淨收益呈現反應不足之現象。

有關於建立本研究四項假說中的第二部份假說，尚須引用另一重要領域文獻—股市如何定價公司治理結構對盈餘要素之影響。Vafeas (2000)推論有效率的董事會結構可藉由限制盈餘管理之程度，而增進盈餘傳遞資訊之能力 (informativeness of earnings)，其實證發現當董事會成員較少，股市認知盈餘傳遞資訊的能力越高¹⁵。Fan and Wong (2002)則發現當所有權較為集中的公司，阻礙企業私有資訊之揭露，而降低盈餘傳遞資訊之能力。其它如Warfield et al. (1995)研究發現研究管理者持股比率與盈餘解釋股價報酬能力為正相關，管理者持股比率增加將增加盈餘傳遞資訊之能力。而Yeo et al. (2002)探討管理者持股高低幅度不同與盈餘傳遞資訊能力之關聯，發現公司管理者持股比率較低（高）時，管理者持股比率與盈餘傳遞資訊之能力與呈現正（負）相關，顯示利益掠奪效果在高管理者持股比率的公司較為明顯；且發現外界無關的集團持股(blockholding)與盈餘盈餘傳遞資訊之能力正相關。Jung and Kwon (2002)以韓國公司為研究對象，發現管理者股東(owner-manager)持股增加，將增加盈餘傳遞資訊之能力；機構法人與集團投資人(blockholder)持股增加，亦可增加盈餘傳遞資訊之能力。基於前述文獻可知公司治理變數可能對於股市認知盈餘傳遞資訊之能力有影響，形成本研究四項假說第二部份之推論依據，故在建立以下各假說第二部份前不再贅述。本節以下部份為本文研究假說之推論與建立。

Claessens et al. (2000)提出除了美國、英國與日本外，平均而言，大多數國家約有60%的上市公司存在最終控制股東¹⁶。所有權集中將產生控制股東與少數股東間利益衝突(Shleifer and Vishny 1986)。Claessens et al. (2000)研究東亞九國，指出這些國家常藉由金字塔結構或交互持股結構方式，使投票權經常超越現金流量權（盈餘分配權）。控制權越多，使控制者越有能力進行財富掠奪(wealth expropriation)；現金流量權越低，可降低控制者在財富掠奪中可能遭遇之損失(Claessens et al. 2000; Fan and Wong 2002)。Bebchuk, Kraakman and Triantis (2000)認為當控制股東之控制權與現金流量權分離（控制權大於現金流量權）將衍生較大之代理成本，進而減少公司價值。林瑞青 (2005)研究發現集團企業分子公司之控制股東控制權與現金流量權偏離程度愈大，集團分子公司績效越低。

有關公司之所有權結構特性，基於資訊不對稱及控制權與現金流量權偏離代理問題衍生之代理成本，進而對公司績效造成負向影響之推論，本研究認為當公司之股份控制權與盈餘分配權（現金流量權）偏離程度較高，代理問題產生之代理成本越高，再加上繁複所有權結構使得對被投資公司的監督成本較高，而損益操縱或其他損害小股東權益的行為較可能隱藏於被投資公司內，所

¹⁵ 衡量盈餘傳遞資訊之能力為盈餘與股價報酬之關聯性。

¹⁶ 最終控制股東為最大持股之股東至少擁有 20%之控制權。

以偏離程度應該與權益法下投資淨收益之持續性呈現負向關聯性，故建立本文第一項假說之第一部份（如下）。第二部份之假說為，股市對於該項公司治理變數對權益法下投資淨收益持續性之關聯性的理性定價測試（第二項至第四項假說第二部份亦是相似的陳述）：

H1-1：股份控制權與盈餘分配權偏離程度較高的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低。

H1-2：股市可以正確反應「股份控制權與盈餘分配權偏離程度較高的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低。」之現象。

董監事持股質押比率與公司經營績效關係可由兩種觀點分析，在「利益收斂(alignment)」的觀點下，倘若公司經營績效好，則董監事所質押的股份較不易遭受擔保不足需追繳的情形，因此董監事較願意努力監督公司，使管理績效提昇而增進公司的經營績效。但在「利益掠奪(entrenchment)」的觀點下，當董監事持股所質押的股份愈多時，愈有意圖以不正當的手法來維持公司的股價，就可能造成公司經營績效不良的情況。高蘭芬 (2002)發現當公司董監事持股質押比率越高，公司盈餘資訊與股價變動之相關性越低，董監事持股質押比率對公司績效有顯著負向影響。林瑞青 (2005)研究指出董事持股質押比率越大，集團企業分子公司績效越低。與前一假說類似，基於實證傾向支持董監事持股質押之「利益掠奪」觀點，本研究亦認為存在董監持股質押之公司，其可能衍生較高之代理成本，且繁複所有權結構使得對被投資公司的監督成本較高，而損益操縱或其他損害小股東權益的行為較可能隱藏於被投資公司內，所以董監持股質押比率與權益法收益之持續性應呈現負向關聯性。因此，本文以公司是否存在董監事持股質押的情況區分¹⁷，發展本研究的第二項假說：

H2-1：相較於不存在董監事持股質押的公司，有董監事持股質押的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低。

H2-2：股市可以正確反應「相較於不存在董監事持股質押的公司，有董監事持股質押的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低。」之現象。

經濟合作暨發展組織 1998 年，訂定公司治理準則之五大原則包含確保股東權益及股東公平待遇。如何確保少數股東之權益，避免控制股東掠奪少數股東權益之代理問題，設立獨立董監事是解決該代理問題的可能機制之一。證期會（即目前之證券期貨局）於民國九十一年十月四日所發布之「上市上櫃公司治理實務守則」，其中第二十五條規定上市上櫃公司應規劃適當獨立董事席次。證券交易法（以下簡稱證交法）於民國九十五年增訂證交法第十四條之二，

¹⁷ 本文以公司是否存在董監事持股質押情況設立虛擬變數之說明，請參見第參節研究設計段之說明。

規定公開發行股票之公司得依章程規定設置獨立董事。獨立董事設置之目的在於增加董事會議事透明度、解決控制股權集中衍生之代理問題問題、維護少數股東權益及增強投資人信心。

Sivaramakrishnan and Yu (2008)提出當公司董事會有較多席次獨立董事，被視為公司治理機制較強。Weisbach (1988)指出外部董事的監督能力比內部董事還有效，主因是外部董事較不受公司控制，透過其監督功能可撤換績效差之管理者，以提昇公司價值。Firstenberg and Malkiel (1980)與 Vance (1983)均認為外部董事占董事會比例越高，對公司價值存在正面影響。Pearce and Zahra (1992)對 Fortune 500 大企業之 119 家公司之研究，發現外部董事比率與公司績效為正相關。公司設立獨立董監事席次越多，表示該公司越重視公司治理對企業經營之重要，這類公司應該比較不會利用繁複股權結構，進行其損益操縱與損害股東權益之利益掠奪行為。據此推論，發展本研究的第三項假說：

H3-1：公司設立獨立董監席次越多，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較高。

H3-2：股市可以正確反應「公司設立獨立董監席次越多，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較高。」之現象。

根據 Pound (1988)所提出之「效率監督假說」，認為法人機構投資者基於自身風險的考量，會對董事會之監督功能有較高的要求¹⁸。Sivaramakrishnan and Yu (2008)亦提出法人機構投資者越大，被視為公司治理機制較強。另外，有關機構投資人對資訊之解讀與反應方面，機構投資人是精明的投資人(sophisticated investors)，在資訊的取得和蒐集較一般投資人更具優勢，應該比一般投資人更會利用當期資訊來預測未來盈餘，所以當機構投資人持股比例增加時，股價應會反應更多未來盈餘資訊(Bartov, Radhakrishnan and Krinsky 2000; Jiambalvo, Rajgopal and Venkatachalam 2002)。高蘭芬 (2004)對外資持股之研究，指出外資對盈餘資訊的反應優於一般投資人，外資重視公司財務基本面且具有資訊領先地位。

由於外資為我國股市三大機構投資人之一¹⁹，外資為精明的投資人在資訊的取得與解讀，相較於一般投資人更具優勢，且基於外資對於董事會之監督機制。故推論當公司外國法人持股比率越高，對於該公司之公司治理要求更高，

¹⁸ Pound (1988)對公司經營績效與機構投資人之相關性提出三項假說：效率監督假說(efficient monitoring hypothesis)、利益掠奪假說(conflict-of-interest hypothesis)與策略合力假說(strategic alignment hypothesis)。

¹⁹ 美國對機構投資人的定義乃包含投資公司、上市及未上市公司退休金及公積金、保險公司及共同基金等，而台灣股市中常提及之三大機構投資人乃為外資、投信和自營商。

所以與前一假說類似，這類公司比較不會利用繁複股權結構進行損益操縱與損害股東權益之利益掠奪行為。因此，發展本研究的第四項假說：

H4-1：外國法人持股比率越高的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較高。

H4-2：股市可以正確反應「外國法人持股比率越高的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較高。」之現象。

本研究第二部份將透過母公司單一財務報表與合併財務報表資訊差異，可分離母公司具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益資訊，針對母公司具控制力投資產生的投資收益，進行前述四組假說之相似測試（即將假說中「權益法下投資淨收益」改為「具控制力之權益法下投資淨收益」，故有關本研究第二部份測試的假說不再贅述。），即檢測公司治理結構變數與當期母公司具控制力（子公司）投資產生之權益法投資淨收益持續性之關聯性；且檢驗台灣股市對於該項關聯性是否理性定價。

母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益包含具控制力（子公司）與具重大影響力但無控制力之權益法淨收益。倘若公司誠信經營，透過具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益持續性應該較高；然而若公司意圖進行損害股東權益的不適當投資決策時，透過具控制力（子公司）之被投資公司似乎更容易操控。Fama and Jensen (1983)提出公司董事執行兩種功能：決策管理功能（例如：設定公司長期策略、決定投資與融資決策）與決策控制功能（例如：雇用（撤換）高階經理人、決定高階經理人薪酬與監督資本分配決策）。Beasley (1996)指出董事會的決策控制功能包含監督財務報告資訊之品質。Fama and Jensen (1983)進一步強調外部董事在執行決策控制功能之重要，認為外部董事較能抵擋經理人之機會主義(managerial opportunism)，進而保護股東的權益。故公司治理扮演兩項重要角色：公司治理可能協助母公司從事有控制能力之權益法投資做好較長遠的規劃（決策管理功能）；另外公司治理可能協助監督具控制力權益法投資（子公司）的盈餘品質（決策控制功能），而增加其持續性。因此，本研究預測好的公司治理可以提升具控制力（子公司）投資產生之權益法下投資淨收益的持續性。

參、研究設計

一、研究樣本

本研究以台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫為資料來源，其中財務報表資料（包含母公司單一財務報表與合併財務報表）來自 TEJ

Finance DB 資料模組，股價（報酬）資料來自 TEJ Equity 資料模組與公司治理資料來自 TEJ 公司治理資料模組。由於 TEJ 公司治理資料庫之資料範圍自民國八十五年十二月開始提供，故本研究標的選取自民國八十五年至民國九十六年，共十二年間之台灣上市及上櫃公司為研究對象。本研究樣本篩選標準如下：刪除會計年度非屬曆年制的公司；排除金融業、證券業及保險業公司；最後，再扣除財務資料、股價（報酬）資料及公司治理資料的遺失值及刪除極端值後²⁰，共計 8,129 筆樣本年資料。

根據有關評估盈餘價值攸關性的文獻指出，樣本中包含負盈餘公司將顯著降低盈餘反應係數及模型解釋力(Hayn 1995; Collins, Pincus and Xie 1999)。國內探討有關正（負）盈餘之價值攸關性文獻，顯示正盈餘公司與負盈餘公司具不同的資訊內涵，正盈餘公司之盈餘持續性大於負盈餘公司（張仲岳與張君玉 2003）。負盈餘價值攸關性之主要問題是負盈餘將降低當期盈餘與未來盈餘的關係，對盈餘的預測及權益評價之意含不同於正盈餘公司(Jenkins 2003)。另外，公司治理相關文獻提出當公司治理品質較差的公司，存在較大之會計裁量數(Klein 2002; Guay 2008)；Core, Holthausen and Larcker (1999)實證發現代理問題越嚴重的公司，其公司績效較差。

基於前述文獻，負盈餘與正盈餘公司對於盈餘預測及權益評價之意含差異，及考量代理問題、公司治理與公司績效之關聯。本研究將全樣本再區分為正（負）盈餘組，分別進行相同的假說測試，本研究定義負盈餘組為：預測年度盈餘為負的公司，即以 t 期各盈餘組成要素預測 $t+1$ 期盈餘時，若 t 期的淨利小於或等於零，表示預測年度盈餘為負，則被列為負盈餘公司組（反之，則列入正盈餘公司組）。區分正（負）盈餘組後之樣本，包含負盈餘公司組 1,360 筆樣本年資料，正盈餘公司組 6,769 筆樣本年資料。

由於有關設立獨立董事之相關規定，始於民國九十一年證期會（即目前之證券期貨局）發布之「上市上櫃公司治理實務守則」，TEJ 公司治理資料庫之獨立董監事席次資料，亦是民國九十二年才開始有該項資料。本研究期間未刪除民國九十一年（含）以前之資料，係考量倘若研究期間過短，可能使實證結果會受研究期間景氣狀況波動的影響；況且採權益法長期投資占總資產比率，在民國八十七年（含）以後比率均高於 20%，包含這段期間之資料，對於本研究探討權益法下投資淨收益之持續性與股市理性定價之議題是重要的。然而，列入民國九十一年（含）以前之資料，可能造成獨立董監事席次變數之衡量偏誤，故本研究亦將針對民國九十二年至民國九十六年之資訊重新測試，測試結果列示於敏感性分析中。

²⁰ 本研究樣本刪除模型變數之上下 1%極端樣本。

二、研究模型

本研究運用 Mishkin test 理性定價測試之架構，以李淑華等 (2005) 之模型加以延伸，並納入公司治理變數，檢測當期損益表中權益法下投資淨收益，在預測下一期盈餘時，其持續性能力是否與公司治理變數存在關聯性；且台灣股市對於該關聯性是否理性定價。本文實證模型如下²¹：

$$\begin{aligned} \frac{NI_{it+1}}{SE_{it}} = & \delta_0 + \delta_1 \frac{OI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_2 \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_3 \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Dev_{it} + \delta_4 \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Dmg_{it} \\ & + \delta_5 \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Ind_{it} + \delta_6 \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Fin_{it} + \delta_7 \frac{DII_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_8 \frac{DFAI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_9 \frac{II_{it}}{SE_{it-1}} \\ & + \delta_{10} \frac{FXI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_{11} \frac{ONOI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_{12} \frac{EOI_{it}}{SE_{it-1}} + \tau_{it-1} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} AR_{it-1} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{NI_{it+1}}{SE_{it}} - \delta_0 - \delta_1^* \frac{OI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_2^* \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_3^* \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Dev_{it} \right. \\ & - \delta_4^* \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Dmg_{it} - \delta_5^* \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Ind_{it} - \delta_6^* \frac{EII_{it}}{SE_{it-1}} * Fin_{it} - \delta_7^* \frac{DII_{it}}{SE_{it-1}} \\ & - \delta_8^* \frac{DFAI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_9^* \frac{II_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_{10}^* \frac{FXI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_{11}^* \frac{ONOI_{it}}{SE_{it-1}} \\ & \left. - \delta_{12}^* \frac{EOI_{it}}{SE_{it-1}} \right) + \mu_{it+1} \end{aligned} \quad (2)$$

其中：

- NI_{it+1} : i 公司 $t+1$ 期淨利。
- AR_{it+1} : i 公司 $t+1$ 期調整市場報酬率後之異常報酬。
- OI_{it} : i 公司 t 期營業淨利。
- EII_{it} : i 公司 t 期權益法下投資淨收益。
- Dev_{it} : i 公司 t 期股份控制權與盈餘分配權之偏離倍數 (即為股份控制權/盈餘分配權)。
- Dmg_{it} : i 公司 t 期董監質押虛擬變數, 若董監持股質押比率 > 0 者, 其值設為 1; 反之為 0。
- Ind_{it} : i 公司 t 期獨立董監席次加 1 後, 取自然對數。
- Fin_{it} : i 公司 t 期外國法人持股比率。
- DII_{it} : i 公司 t 期處分投資淨收益。
- $DFAI_{it}$: i 公司 t 期處分固定資產淨收益。
- II_{it} : i 公司 t 期利息淨收益。
- FXI_{it} : i 公司 t 期兌換損益淨額。
- $ONOI_{it}$: i 公司 t 期其他營業外淨收益。
- EOI_{it} : i 公司 t 期非常損益。
- SE_{it} : i 公司 $t+1$ 期期初股東權益。
- SE_{it-1} : i 公司 t 期期初股東權益。

²¹ 由於淨利除以股東權益是股東權益報酬率之概念，而 Mishkin test 應該是測試股市 (投資人) 對於股東權益報酬率之評價，而非對總資產報酬率之概念 (即使以淨利除以總資產衡量總資產報酬率亦不完整)，故本研究之模型變數 (除了調整市場報酬率後之異常報酬變數) 以期初股東權益平減。但本研究也以總資產平減 (如：Sloan 1996 與 Xie 2001 等相關文獻)，實證結果並未影響本研究結論 (請參見敏感性分析)。

有關股份控制權與盈餘分配權偏離程度，本文以股份控制權與盈餘分配權之偏離倍數衡量（即股份控制權／盈餘分配權），此為相對偏離之概念；另外，本研究亦以絕對偏離之觀點，衡量股份控制權與盈餘分配權偏離程度（即股份控制權扣除盈餘分配權），其結果列示於本文後段之敏感性分析中。其次，說明董監事持股質押變數，本文以公司是否存在董監事持股質押的情況區分，設立虛擬變數，若董監事持股質押比率 >0 者，其值設為1，反之為0。由於觀察董監事持股質押比率，樣本年資料超過50%以上之資料為0²²，顯示一半以上之樣本年資料沒有董監事持股質押；且發現不僅同一公司連續年之董監事持股質押比率差異大，且即使是同一公司之同一年度內的董監事持股質押比率差異也大²³。本研究以董監事持股質押作為衡量公司治理情況好壞的指標之一，但資料年中有一半以上樣本不存在董監事持股質押，且有董監事持股質押的公司，連續年間及同一年度內之質押比率變動大。公司之公司治理好壞狀況，不應該在短期間內有大幅變動之不穩定狀況，又本研究是以當期權益法收益納入公司治理變數，測試其對下一期盈餘預測的關聯性。根據前述資料的特性及本文研究議題之考量，若以董監事持股質押比率衡量，將無法捕捉本研究欲測試的概念，故本研究以公司是否存在董監事持股質押為區分，設立虛擬變數²⁴。

Mishkin test 是以迭代一般化非線性最小平方法程序(iterative generalized nonlinear least square estimation procedure)同時對模型(1)及模型(2)進行估計，並以下列之概似比為統計量，在滿足虛無假說下其漸進分配為卡方分配：

$$2N \cdot \ln(SSR^c / SSR^u) \sim \chi^2_{(q)} \quad (3)$$

其中， q 為限制式個數； N 為樣本數； \ln 為自然對數； SSR^c 為設限制條件迴歸式下之殘差平方和(sum of squared residual)； SSR^u 為未設限制條件迴歸式下之殘差平方和。

透過模型(1)及模型(2)加入限制條件與否，可分別計算 SSR^u 及 SSR^c ，即可測試市場對不同盈餘要素資訊及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項資訊是否符合理性定價（即測試虛無假設 $H_0: \delta_i = \delta_i^*, i=1, 2, 3, \dots, 12$ ）。若 $2N \cdot \ln(SSR^c / SSR^u)$ 統計量小於在虛無假說下漸進分配之臨界值，則無法拒絕市場對不同盈餘要素資訊及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項資訊符合理性定價假說；若 $2N \cdot \ln(SSR^c / SSR^u)$ 統計量大於在虛無假說下漸進分配之

²² 董監事持股質押比率之平均數為0.10304，中位數與眾數均為0（未列表資訊）。

²³ 例如：台泥2000年1月與12月的董監事質押持股比率分別為22.13%與62.22%。聯電2005年度董監事質押持股比率在12.08%至42.30%間，2006年為42.30%至48.59%間。台積電是公司治理的標竿公司，台積電2003年12月以後至本研究樣本期間末，並沒有董監事持股質押情況，2000年3月至2003年11月，該期間董監事質押持股比率在17.75%至30.15%間。

²⁴ 本研究其它公司治理變數以原始變數衡量。另外，董監事質押變數外之其它公司治理變數，本文亦嘗試以虛擬變數衡量，其實證結果列示在後段之敏感性分析中。

$\chi^2_{(q)}$ 臨界值，則表示市場對不同盈餘要素資訊及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項資訊不符合理性定價假說。此項測試可針對單一係數 δ_i 測試（限制式個數為一），或同時針對多個 δ_i 執行聯檢定（多個限制式）。

模型(1)為預測方程式，估計係數 δ_i ($i=1, 2, 7, 8, 9, 10, 11$ 與 12) 代表 t 期損益表之不同盈餘組成要素對 $t+1$ 期盈餘之預測係數；估計係數 δ_i ($i=3, 4, 5$ 與 6) 代表考量各項公司治理變數後，當期權益法下投資淨收益對於預測下一期盈餘的持續性之增額關聯性。因此，檢定係數 δ_3 （即測試虛無假說 $H_0: \delta_3 < 0$ ）、 δ_4 （即測試虛無假說 $H_0: \delta_4 < 0$ ）、 δ_5 （即測試虛無假說 $H_0: \delta_5 > 0$ ）與 δ_6 （即測試虛無假說 $H_0: \delta_6 > 0$ ），即可測試 H1-1、H2-1、H3-1 與 H4-1，說明是否依權益法下投資淨收益對於預測下一期盈餘的持續性能力，受公司治理情況好壞而存在差異。

模型(2)為評價方程式，估計係數 δ_i^* ($i=1, 2, 7, 8, 9, 10, 11$ 與 12) 代表股市對於 t 期各盈餘組成要素對 $t+1$ 期盈餘預測之評價係數；估計係數 δ_i^* ($i=3, 4, 5$ 與 6) 代表在考量各項公司治理變數後，股市對於損益表中之權益法下投資淨收益，對於預測下一期盈餘預測之增額資訊內涵。欲瞭解股市是否理性定價股份控制權與盈餘分配權偏離程度，其對權益法下投資淨收益預測下一期盈餘持續性之關聯性，可檢驗模型(2)之係數 δ_3^* 與模型(1)之係數 δ_3 是否存在顯著差異（即測試虛無假說 $H_0: \delta_3 = \delta_3^*$ ），若 $2N \cdot \ln(SSR^c / SSR^u)$ 統計量小於在虛無假說下漸進分配之臨界值，則無法拒絕 H1-2：股市可以正確反應「股份控制權與盈餘分配權偏離程度較高的公司，其與當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低。」之現象。（即股市理性定價）。相似的程序可運用於檢驗本文其它公司治理變數：董監事持股質押（H2-2，即測試虛無假說 $H_0: \delta_4 = \delta_4^*$ ）、獨立董監席次（H3-2，即測試虛無假說 $H_0: \delta_5 = \delta_5^*$ ）與外國法人持股比率（H4-2，即測試虛無假說 $H_0: \delta_6 = \delta_6^*$ ），其對於權益法下投資淨收益預測下一期盈餘持續性之關聯性，股市是否理性定價。

模型(1)與模型(2)可針對全樣本、負盈餘組樣本與正盈餘組樣本，分別進行測試。

本研究第二階段擬針對母公司具控制力（子公司）投資測試，檢測公司治理結構變數與母公司具控制力（子公司）投資產生之權益法投資淨收益持續性之關聯性；且檢驗台灣股市對於該項關聯性是否理性定價。本研究結合母公司單一財務報表與合併財務報表資訊，以母公司單一財務報表之權益法下投資淨收益扣除合併財務報表之權益法下投資淨收益，以該差額為本研究定義之母公司具控制力（子公司）投資產生之權益法下投資淨收益（*EIIC*）²⁵，並以合併財

²⁵ Herrmann et al. (2001) 測試日本股市定價子公司盈餘之持續性，以合併財務報表盈餘減除母公司單一財務報表盈餘衡量子公司盈餘。然而日本母公司單一財務報表與我國母公司單一財務報表之規範不同，日本公司所提供之母公司單一財務報表，係以成本法認列與衡量具重大影響力與控制力股權投

務報表之權益法下投資淨收益定義為具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益($EIISI$)，並將兩類權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘，進行與模型(1)與模型(2)相似之測試。本研究第二部份之實證模型如下：

$$\begin{aligned} \frac{NI_{it+1}}{SE_{it}} = & \delta_0 + \delta_1 \frac{OI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_2 \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_3 \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_4 \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Dev_{it} + \delta_5 \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Dmg_{it} \\ & + \delta_6 \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Ind_{it} + \delta_7 \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Fin_{it} + \delta_8 \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Dev_{it} + \delta_9 \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Dmg_{it} \\ & + \delta_{10} \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Ind_{it} + \delta_{11} \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Fin_{it} + \delta_{12} \frac{DII_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_{13} \frac{DFAI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_{14} \frac{II_{it}}{SE_{it-1}} \\ & + \delta_{15} \frac{FXI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_{16} \frac{ONOI_{it}}{SE_{it-1}} + \delta_{17} \frac{EOI_{it}}{SE_{it-1}} + \tau_{it+1} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} AR_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{NI_{it+1}}{SE_{it}} - \delta_0 - \delta_1^* \frac{OI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_2^* \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_3^* \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_4^* \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Dev_{it} \right. \\ & - \delta_5^* \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Dmg_{it} - \delta_6^* \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Ind_{it} - \delta_7^* \frac{EHC_{it}}{SE_{it-1}} * Fin_{it} - \delta_8^* \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Dev_{it} \\ & - \delta_9^* \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Dmg_{it} - \delta_{10}^* \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Ind_{it} - \delta_{11}^* \frac{EIISI_{it}}{SE_{it-1}} * Fin_{it} - \delta_{12}^* \frac{DII_{it}}{SE_{it-1}} \\ & \left. - \delta_{13}^* \frac{DFAI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_{14}^* \frac{II_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_{15}^* \frac{FXI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_{16}^* \frac{ONOI_{it}}{SE_{it-1}} - \delta_{17}^* \frac{EOI_{it}}{SE_{it-1}} \right) + \mu_{it+1} \end{aligned} \quad (5)$$

其中

EHC_{it} : i 公司 t 期具控制力之權益法下投資淨收益。

$EIISI_{it}$: i 公司 t 期具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益。

模型(4)與模型(5)亦可針對全樣本、負盈餘組樣本與正盈餘組樣本，分別進行測試。

肆、實證結果分析

一、變數基本統計量分析

(一) 全樣本

表一為全樣本之敘述性統計量，包含樣本期間公司之原始變數與模型變數。其中樣本公司 $t+1$ 期的平均淨利(NI)約為 7.5 億元，極大值約 923 億元，極小值約 -276 億元，中位數約為 1.4 億元。若觀察以股東權益平減後 $t+1$ 期淨

資，而我國母公司單一財務報表，以權益法認列與衡量具重大影響力與控制力股權投資（請參見本論文前言段之說明）。Herrmann et al. (2001) 衡量子公司盈餘的方式，可能包含兩項衡量誤差(1)具控制力權益法收益(子公司盈餘)多扣除其發放之現金股利與(2)扣除之具重大影響力但無控制力之權益法收益應以權益法衡量，但日本母公司單一財報上係以成本法衡量，這兩類衡量誤差均導因於日本母公司單一財報係以成本法衡量權益法轉投資收益，本論文以台灣財報衡量可以免除此二衡量誤差。

利之變數(NI/SE)，其平均值為 0.0856，極大值為 0.6392，極小值為-1.6305，而中位數為 0.0830。另外，營業淨利(OI)的平均值約為 6.1 億元，極大值約 614 億元，極小值約-118 億元，中位數約為 1.4 億元。若將營業淨利以股東權益平減(OI/SE)，其平均數為 0.0876，極大值為 0.4426，極小值為-0.5415，中位數則為 0.0769。

觀察權益法下投資淨收益原始變數(EII)，平均而言樣本公司依權益法投資之淨收益之平均值約 1.6 億元，極大值約達 314 億元，極小值約為-73 億元，中位數約為 49 萬元。另外，觀察權益法下投資淨收益之模型變數(EII/SE)平均值為 0.0076，極大值為 0.2017，極小值為-0.3050，中位數為 0.0003。將權益法下投資淨收益區分為具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益與具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益，其原始變數($EIIC$ 與 $EIISI$)的平均數分別為約為 1 億元與 6 千萬元，其模型變數($EIIC/SE$ 與 $EIISI/SE$)的平均數分別約為 0.0085 與-0.0009。尚未平減前之具重大影響力但無控制力的權益法下投資淨收益($EIISI$)之平均值為正值，但以股東權益平減後，其平均值為負值。顯示具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益為負數的公司，相對具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益為正數的公司，其股東投資規模較小。

以下為有關公司治理變數之敘述性統計量說明。首先說明股份控制權與盈餘分配權偏離程度(股份控制權/盈餘分配權)(Dev)，其平均值為 1.7111，中位數為 1.0657，極大值為 28.8416，極小值為 1。權益法下投資淨收益與股份控制權與盈餘分配權偏離程度之交乘項($EII/SE * Dev$ ，表一第二部份)，平均值為 0.0107，中位數為 0.0004，極大值為 1.3460，極小值為-2.8931。其次為董監質押虛擬變數(Dmg)，平均值為 0.4205，中位數為 0，極大值為 1，極小值為 0，顯示約有 42%的樣本年資料有董監持股設定質押之情況²⁶。權益法下投資淨收益與董監質押虛擬變數之交乘項($EII/SE * Dmg$ 表一第二部份)，平均值為 0.0028，中位數為 0，極大值為 0.2017，極小值為-0.3050。有關獨立董監席次變數(Ind ，為獨立董監席次加 1 後，取自然對數)，平均值為 0.4354，中位數為 0，極大值為 1.7918，極小值為 0；獨立董監席次未取自然對數之數值(未列表資料)，平均值為 0.9364，中位數為 0，極大值為 5，極小值為 0，顯示樣本年資料中，平均而言設立獨立董監事人數接近 1 人，最多設立 5 位獨立董監事。權益法下投資淨收益與獨立董監席次變數之交乘項($EII/SE * Ind$ ，表一第二部份)，平均值為 0.0054，中位數為 0，極大值為 0.3517，極小值為-0.4235。最後是外國法人持股比率變數(Fin)，平均值為 0.0540，中位數為 0.0107，極大值為 0.5118，極小值為 0。權益法下投資淨收益與外國法人持股比率變數之交乘項($EII/SE * Fin$ ，表一第二部份)，平均值為 0.0011，中位數為 0，極大值為 0.0773，極小值為-0.0616。

²⁶ 請參見附註 22 說明董監質押之原始比率之敘述性統計量。

表一 敘述性統計量 (全樣本)

變數名稱	平均值	中位數	標準差	極大值	極小值
第一部份：原始變數					
NI_{it+1}	751,099	138,173	4,026,054	92,316,115	-27,610,667
OI_{it}	609,382	135,280	3,235,058	61,385,885	-11,798,456
EII_{it}	163,809	485	1,231,114	31,405,269	-7,313,199
Dev_{it}	1.7111	1.0657	2.3356	28.8416	1.0000
Dmg_{it}	0.4205	0	0.4937	1.0000	0
Ind_{it}	0.4354	0	0.6337	1.7918	0
Fin_{it} (%)	0.0540	0.0107	0.0924	0.5118	0
DII_{it}	60,028	877	557,176	27,501,643	-666,272
$DFAI_{it}$	9,579	0	121,921	3,539,263	-1,522,149
II_{it}	-68,442	-10,316	262,548	1,000,107	-5,033,791
FXI_{it}	8,200	62	113,993	2,835,809	-3,140,558
$ONOI_{it}$	12,445	4,309	284,073	6,360,886	-9,495,952
EOI_{it}	19	0	513	32,557	0
SE_{it}	7,044,816	1,990,465	22,543,403	406,908,188	91,063
$EIIC_{it}$	100,669	0	759,357	19,718,333	-7,501,661
$EIISI_{it}$	63,140	0	833,555	25,218,927	-4,793,567
第二部份：模型變數					
AR_{it+1}	0.0581	-0.0348	0.4786	2.2808	-0.8250
NI_{it+1}/SE_{it}	0.0856	0.0830	0.1689	0.6392	-1.6305
OI_{it}/SE_{it}	0.0876	0.0769	0.1155	0.4426	-0.5415
EII_{it}/SE_{it}	0.0076	0.0003	0.0498	0.2017	-0.3050
$EII/SE * Dev$	0.0107	0.0004	0.1119	1.3460	-2.8931
$EII/SE * Dmg$	0.0028	0	0.0329	0.2017	-0.3050
$EII/SE * Ind$	0.0054	0	0.0422	0.3517	-0.4235
$EII/SE * Fin$	0.0011	0	0.0066	0.0773	-0.0616
DII_{it}/SE_{it}	0.0052	0.0005	0.0142	0.1063	-0.0401
$DFAI_{it}/SE_{it}$	0.0008	0	0.0063	0.0669	-0.0254
II_{it}/SE_{it}	-0.0117	-0.0062	0.0189	0.0164	-0.1646
FXI_{it}/SE_{it}	0.0012	0.0001	0.0085	0.0430	-0.0369
$ONOI_{it}/SE_{it}$	-0.0008	0.0028	0.0308	0.0966	-0.3082
EOI_{it}/SE_{it}	0.000003	0	0.0001	0.0016	0
$EIIC_{it}/SE_{it}$	0.0085	0	0.0435	0.2087	-0.2721
$EIISI_{it}/SE_{it}$	-0.0009	0	0.0218	0.1949	-0.2718

註：樣本數 8,129，原始變數中除公司治理變數（見變數說明）外，單位為千元。

變數說明： NI_{it+1} ：i 公司 t + 1 期淨利公司； AR_{it+1} ：i 公司 t + 1 期調整市場報酬率後之異常報酬； OI_{it} ：i 公司 t 期營業淨利； EII_{it} ：i 公司 t 期權益法下投資淨收益； $EIIC_{it}$ ：i 公司 t 期具控制力之權益法下投資淨收益； $EIISI_{it}$ ：i 公司 t 期具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益； Dev_{it} ：i 公司 t 期股份控制權與盈餘分配權之偏離倍數（即為股份控制權/盈餘分配權）； Dmg_{it} ：i 公司 t 期董監質押虛擬變數，若董監持股質押比率 > 0 者，其值設為 1；反之為 0； Ind_{it} ：i 公司 t 期獨立董監席次加 1 後，取自然對數； Fin_{it} ：i 公司 t 期外國法人持股比率； DII_{it} ：i 公司 t 期處分投資淨收益； $DFAI_{it}$ ：i 公司 t 期處分固定資產淨收益； II_{it} ：i 公司 t 期利息淨收益； FXI_{it} ：i 公司 t 期兌換損益淨額； $ONOI_{it}$ ：i 公司 t 期其他營業外淨收益； EOI_{it} ：i 公司 t 期非常損益； SE_{it} ：i 公司 t 期末股東權益。

樣本期間之調整市場報酬率後之異常報酬值平均數為 0.0581。其它盈餘組成要素為本研究之控制變數，處分投資淨收益(DII)平均值約為 6,003 萬元(以股東權益平減(DII/SE)後之平均值 0.0052)及利息淨收益(II)平均數約為 -6,844 萬元(以股東權益平減(II/SE)後之平均值 -0.0117)較大，利息淨收益平均為負值，顯示企業平均對外融資負擔的利息支出大於投資賺取的利息收入。至於其它變數的平均值較小，故不進一步討論。

表四為全樣本之模型變數的相關係數矩陣，左下方為 Pearson 積差相關分析，右上方為 Spearman 等級相關分析。根據 Pearson 積差相關分析之結果，除股份控制權與盈餘分配權偏離程度與權益法下投資淨收益之交乘項與下一期淨利為顯著負相關外，其餘三項公司治理變數與權益法下投資淨收益之交乘項與下一期淨利皆為顯著正相關；四項公司治理變數與調整市場報酬後之異常報酬間之相關性，除了獨立董監席次變數為負相關，其餘三項公司治理變數呈現正相關，但只有董監質押虛擬變數達顯著水準²⁷。

當期營業淨利及權益法下投資淨收益與下一期淨利皆為顯著正相關，Pearson 積差相關係數分別為 0.60133 及 0.13480 (Spearman 等級相關為 0.62717 及 0.32490)，但營業淨利與下一期淨利之相關係數較高。當期營業淨利及權益法下投資淨收益與下一期調整市場報酬後之異常報酬間亦呈現顯著正相關，Pearson 積差相關係數分別為 0.05185 與 0.02460 (Spearman 等級相關為 0.07031 及 0.04574)，營業淨利與下一期調整市場報酬後之異常報酬之相關性依然較高。比較營業淨利與權益法下投資淨收益間呈現顯著正相關，Pearson 積差相關係數為 0.08620 (Spearman 等級相關為 0.12263)。另外，淨利與異常報酬變數呈現正相關，Pearson 積差相關係數為 0.32314 (Spearman 等級相關為 0.37091)。其它變數中，除了利息淨收益與下一期淨利及當期營業淨利之相關係數較高，Pearson 積差相關係數分別為顯著 0.33955 及 0.28894 (Spearman 等級相關係數分別為 0.30111 及 0.25308)；其他營業外淨收益與權益法下投資淨收益及與股份控制權與盈餘分配權偏離程度與權益法下投資淨收益之交乘項為顯著負相關，Pearson 積差相關係數分別為 -0.47022 與 -0.64656 (但 Spearman 等級相關為低度正相關，其值分別為 0.09068 與 0.09045)；非常損益與處分固定資產淨收益為顯著負相關，Pearson 積差相關係數為 -0.60477 (Spearman 等級相關為不顯著正相關)；其它變數相關性較低且非本研究有興趣之重要變數，故不在此詳細討論。

²⁷ (未列表資訊，以 Pearson 相關係數說明) 四項公司治理之原始變數(Dev , Dmg , Ind and Fin)與下一期淨利(NI)之相關分析，除了 Ind 變數外，其餘變數均為顯著正相關；四項公司治理原始變數與調整市場報酬率後之異常報酬間，除了 Dmg 變數為負相關，其它變數三項為正相關 (Ind and Fin 達顯著水準)。

(二) 負盈餘組樣本與正盈餘組樣本

表二與表三分別為負盈餘組與正盈餘組樣本之敘述性統計量，負盈餘組之 $t+1$ 期的平均淨利(NI)、營業淨利(OI)與權益法下投資淨收益(EII)之原始變數(模型變數)平均數均為負值，分別約為-1.4 億元(-0.0799)、-1.9 億元(-0.0570)與-1.5 億元(-0.0366)；正盈餘組對應三項變數之原始變數(模型變數)平均數均為正值，分別約為 9.3 億元(0.1188)、7.7 億元(0.1166)與 2.3 億元(0.0165)。調整市場報酬率後之異常報酬平均數，正(負)盈餘組為 0.0658(0.0201)，正盈餘組樣本之調整市場報酬率後之異常報酬平均數高於負盈餘組樣本，亦高於全樣本。正盈餘組樣本之 $t+1$ 期的平均淨利(NI)、營業淨利(OI)與權益法下投資淨收益(EII)三項變數之原始變數與模型變數平均值均高於李淑華等(2005)之對應變數之平均值²⁸。

關於兩組樣本公司治理變數之敘述性統計量說明。兩組樣本之原始變數中，股份控制權與盈餘分配權偏離程度(股份控制權/盈餘分配權)(Dev)之平均數相近，負(正)盈餘組為 1.7001(1.7133)，亦與全樣本接近；董監質押虛擬變數(Dmg)之平均數，負(正)盈餘組為 0.5044(0.4036)，平均而言，負盈餘組一半以上之樣本存在董監事持股質押之情況，而正盈餘組約四成樣本有董監事持股質押之情況²⁹；獨立董監席次變數(Ind 為獨立董監席次加 1 後，取自然對數)之平均數，負(正)盈餘組為 0.3025(0.4621)³⁰，正盈餘組較高；外國法人持股比率變數(Fin)之平均數，負(正)盈餘組為 0.0337(0.0581)，平均外國法人持股比率在正盈餘組較高。根據前述公司治理變數之平均值推論，除了股份控制權與盈餘分配權偏離程度外，其它三項公司治理變數，均顯示正盈餘公司組之公司治理情況優於負盈餘公司組之公司治理情況，故正負盈餘組之公司治理結構是存在某種程度之差異。關於其它的盈餘組成要素，由模型變數之平均數觀之，亦發現負盈餘組之平均數幾乎低於正盈餘組之平均數。

有關負盈餘組與正盈餘組樣本之模型變數的相關係數矩陣(未列表資訊，以下以 Pearson 積差相關分析進行說明)。四項公司治理變數與權益法下投資淨收益之交乘項與下一期淨利之相關性，正盈餘組均為顯著正相關，但負盈餘組之股份控制權與盈餘分配權偏離程度為顯著負相關(其它三項公司治理變數未達顯著水準)；四項公司治理變數與權益法下投資淨收益之交乘項與調整市場報酬率後之異常報酬間，兩組樣本之對應符號與全樣本一致，但負盈餘組相關係數均不顯著，正盈餘組與全樣本相同，只有董監質押虛擬變數達顯著水準。

²⁸ 李淑華等(2005) NI 、 OI 與 EII 原始變數(模型變數)之平均值分別為 6.3 億元(0.11163)、6.1 億元(0.1118)與 1 億元(0.0088)。

²⁹ 董監事持股質押比率之平均數(未列表資訊)，負(正)盈餘組為 0.14752(0.0941)，正盈餘組較低。

³⁰ 獨立董監席次變數(未取自然對數)之平均數(未列表資訊)，負(正)盈餘組為 0.63456(0.99705)，正盈餘組高於負盈餘組。

表二 敘述性統計量（負盈餘組樣本）

變數名稱	平均值	中位數	標準差	極大值	極小值
第一部份：原始變數					
NI_{it+1}	-136,086	-39,947	1,535,686	14,535,626	-27,610,667
OI_{it}	-187,698	-45,404	927,190	4,256,486	-11,798,456
EII_{it}	-149,642	-23,647	537,891	1,009,463	-7,313,199
Dev_{it}	1.7001	1.0584	2.4703	28.2818	1.0000
Dmg_{it}	0.5044	1.0000	0.5002	1.0000	0
Ind_{it}	0.3025	0	0.5522	1.7918	0
Fin_{it} (%)	0.0337	0.0034	0.0655	0.5044	0
DII_{it}	24,877	126.0000	195,448	5,624,853	-528,526
$DFAI_{it}$	9,230	0	122,364	3,018,734	-455,199
II_{it}	-96,980	-27,588	254,567	258,569	-3,638,508
FXI_{it}	2,199	0	67,095	583,321	-736,395
$ONOI_{it}$	-59,869	-5,782	270,079	1,627,009	-2,914,855
EOI_{it}	46	0	746	16,742	0
SE_{it}	4,510,728	1,779,779	10,895,651	233,465,699	91,063
$EIIC_{it}$	-92,130	-1,839	485,283	1,502,913	7,501,661
$EIISI_{it}$	-57,513	-1,330	281,694	2,011,643	-4,793,567
第二部份：模型變數					
AR_{it+1}	0.0201	-0.0929	0.5188	2.2141	-0.8250
NI_{it+1}/SE_{it}	-0.0799	-0.0294	0.1960	0.5605	-1.6305
OI_{it}/SE_{it}	-0.0570	-0.0327	0.1034	0.3199	-0.5415
EII_{it}/SE_{it}	-0.0366	-0.0159	0.0578	0.1152	-0.3050
$EII/SE * Dev$	-0.0597	-0.0207	0.1627	0.1753	-2.8931
$EII/SE * Dmg$	-0.0183	0	0.0445	0.1152	-0.3050
$EII/SE * Ind$	-0.0126	0	0.0459	0.0798	-0.4235
$EII/SE * Fin$	-0.0014	-0.000007	0.0047	0.0102	-0.0515
DII_{it}/SE_{it}	0.0032	0.0001	0.0127	0.0926	-0.0380
$DFAI_{it}/SE_{it}$	0.0014	0	0.0086	0.0669	-0.0243
II_{it}/SE_{it}	-0.0240	-0.0174	0.0264	0.0154	-0.1500
FXI_{it}/SE_{it}	0.0005	0	0.0084	0.0394	-0.0360
$ONOI_{it}/SE_{it}$	-0.0218	-0.0042	0.0572	0.0927	-0.3082
EOI_{it}/SE_{it}	0.000004	0	0.0001	0.0011	0
$EIIC_{it}/SE_{it}$	-0.0224	-0.0010	0.0481	0.1152	-0.2721
$EIISI_{it}/SE_{it}$	-0.0142	-0.0008	0.0354	0.1136	-0.2718

註：(變數說明請參見表一) 樣本數 1,360，原始變數中除公司治理變數外，單位為千元。

表三 敘述性統計量（正盈餘組樣本）

變數名稱	平均值	中位數	標準差	極大值	極小值
第一部份：原始變數					
NI_{it+1}	929,349	181,194	4,336,216	92,316,115	-19,758,230
OI_{it}	769,528	176,509	3,498,954	61,385,885	-2,668,719
EII_{it}	226,787	4,731	1,318,483	31,405,269	-6,429,631
Dev_{it}	1.7133	1.0671	2.3077	28.8416	1.0000
Dmg_{it}	0.4036	0	0.4907	1.0000	0
Ind_{it}	0.4621	0	0.6456	1.7918	0
Fin_{it} (%)	0.0581	0.0126	0.0964	0.5118	0
DII_{it}	67,091	1,104	60404	27,501,643	-666,272
$DFAI_{it}$	9,649	0	121,841	3,539,263	-1,522,149
II_{it}	-62,708	-8,104	263,769	1,000,107	-5,033,791
FXI_{it}	9,405	127	121,214	2,835,809	-3,140,558
$ONOI_{it}$	26,975	5,531	284,614	6,360,886	-9,495,952
EOI_{it}	13	0	452	32,557	0
SE_{it}	7,553,954	2,031,708	24,185,516	406,908,188	97,427
$EIIC_{it}$	139,406	0	797,644	19,718,333	6,128,291
$EIISI_{it}$	87,381	0	902,766	25,218,927	4,000,732
第二部份：模型變數					
AR_{it+1}	0.0658	-0.0230	0.4698	2.2808	-0.8242
NI_{it+1}/SE_{it}	0.1188	0.1053	0.1412	0.6392	-1.5804
OI_{it}/SE_{it}	0.1166	0.098	0.0940	0.4426	-0.3159
EII_{it}/SE_{it}	0.0165	0.0026	0.0428	0.2017	-0.1761
$EII/SE * Dev$	0.0249	0.0033	0.0923	1.3460	-0.9332
$EII/SE * Dmg$	0.0070	0	0.0282	0.2017	-0.1409
$EII/SE * Ind$	0.0090	0	0.0405	0.3517	-0.2442
$EII/SE * Fin$	0.0016	0	0.0068	0.0773	-0.0616
DII_{it}/SE_{it}	0.0056	0.0006	0.0145	0.1063	-0.0401
$DFAI_{it}/SE_{it}$	0.0007	0	0.0057	0.0654	-0.0254
II_{it}/SE_{it}	-0.0092	-0.0048	0.0158	0.0164	-0.1646
FXI_{it}/SE_{it}	0.0014	0.0001	0.0086	0.0430	-0.0369
$ONOI_{it}/SE_{it}$	0.0034	0.0035	0.0193	0.0966	-0.2786
EOI_{it}/SE_{it}	0.000003	0	0.0001	0.0016	0
$EIIC_{it}/SE_{it}$	0.0147	0	0.0398	0.2087	-0.1761
$EIISI_{it}/SE_{it}$	0.0018	0	0.0166	0.1949	-0.0818

註：（變數說明請參見表一）樣本數 6,769，原始變數中除公司治理變數外，單位為千元。

至於當期營業淨利及權益法下投資淨收益與下一期淨利之相關分析，在正（負）盈餘組皆為正相關（但負盈餘組之權益法下投資淨收益與下一期淨利係數不顯著），兩組樣本之當期營業淨利與下一期淨利之相關性均高於權益法下投資淨收益與下一期淨利之相關性；正盈餘組的對應係數均高於負盈餘組之對應係數。當期營業淨利及權益法下投資淨收益與下一期調整市場報酬後之異常報酬間之相關性，正（負）盈餘組均為正相關（與全樣本符號一致）分別為 0.04323 與 0.01232（0.02701 與 0.03305），但僅正盈餘組之營業淨利與下一期調整市場報酬後之異常報酬間相關性達顯著水準。關於利息淨收益與下一期淨利及當期營業淨利之相關係數較高之情況亦存在於負盈餘組樣本中，其它變數之相關性，不在此一一討論。

二、實證模型分析

（一）第一階段實證結果分析（不區分權益法下投資淨收益）

1. 全樣本

表五為考量公司治理後，當期權益法下投資淨收益之持續性與理性定價測試之實證結果分析（全樣本）。第一部份之預測方程式中，各預測係數為 t 期各盈餘組成要素及 t 期權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項，對 $t+1$ 期淨利之持續性係數。各項持續性係數中，除了處分固定資產淨收益之係數不顯著外，其它每一項預測係數值皆達顯著水準。

模型中權益法下投資淨收益（未與公司治理變數交乘）之持續性係數值為顯著 0.3270³¹。權益法下投資淨收益與股份控制權與盈餘分配權偏離程度交乘項($EII/SE * Dev$)之係數為顯著-0.0281，顯示公司股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，將降低權益法下投資淨收益之持續性的關聯性；權益法下投資淨收益與董監質押虛擬變數交乘項($EII/SE * Dmg$)的係數為顯著-0.0230，表示有董監事持股質押之公司，其權益法下投資淨收益之持續性係數將下降。由於股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，代理問題產生之代理成本越高；公司有董監事持股質押之情況，基於「利益掠奪」觀點之推論，故偏離程度與存在董監事持股質押應該與權益法收益之持續性呈現負向相關。實證結果與本研究推論一致，股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，公司存在董監是持股質押之情況，使權益法下投資淨收益之持續性的關聯性降低，本文實證結果支持 H1-1 與 H2-1。

³¹ 為測試權益法認列投資淨收益對下一期盈餘之持續性（模型不考慮公司治理變數），本研究亦以本文樣本期間資料，複製李淑華等（2005）之測試（即不加入公司治理變數），在全樣本下，權益法認列投資淨收益之持續性預測係數與評價係數分別為顯著 0.1683 與顯著 0.0962（未列表資訊），股市對於權益法認列投資淨收益預測下一期持續性之評價，相較於預測係數更低。

表五 考量公司治理後之當期權益法下投資淨收益之持續性與理性定價測試
之實證結果分析 (全樣本)

第一部份：公司治理對當期權益法下投資淨收益之持續性及股市反應

預測係數			評價係數		
變數 ¹	估計值	漸近 標準差	變數 ¹	估計值	漸近 標準差
$\delta_1(OI/SE)$	0.8129***	0.0127	$\delta_1^*(OI/SE)$	0.6626***	0.0474
$\delta_2(EII/SE)$	0.3270***	0.0258	$\delta_2^*(EII/SE)$	0.1769***	0.0805
$\delta_3(EII/SE * Dev)$	-0.0281***	0.0024	$\delta_3^*(EII/SE * Dev)$	-0.0192***	0.0077
$\delta_4(EII/SE * Dmg)$	-0.0230*	0.0333	$\delta_4^*(EII/SE * Dmg)$	-0.1183	0.1031
$\delta_5(EII/SE * Ind)$	0.0491***	0.0277	$\delta_5^*(EII/SE * Ind)$	0.3041**	0.0858
$\delta_6(EII/SE * Fin)$	0.4721***	0.1361	$\delta_6^*(EII/SE * Fin)$	0.1924	0.4217
$\delta_7(DII/SE)$	0.2047***	0.0404	$\delta_7^*(DII/SE)$	0.4838***	0.1253
$\delta_8(DFAI/SE)$	0.0106	0.0273	$\delta_8^*(DFAI/SE)$	0.0134	0.0845
$\delta_9(II/SE)$	1.1027***	0.0620	$\delta_9^*(II/SE)$	1.2749***	0.1954
$\delta_{10}(FXI/SE)$	-0.1768*	0.1066	$\delta_{10}^*(FXI/SE)$	-0.9448***	0.3302
$\delta_{11}(ONOI/SE)$	0.0487***	0.0126	$\delta_{11}^*(ONOI/SE)$	0.0314	0.0391
$\delta_{12}(EOI/SE)$	0.1372***	0.0333	$\delta_{12}^*(EOI/SE)$	0.1970**	0.1033
$R^2=0.4243$			$R^2=0.1517$		

第二部份：理性定價測試

虛無假設	Mishkin 測試 ²	
	Mishkin χ^2	邊際顯著水準
$OI/SE, EII/SE, EII/SE * Dmg, EII/SE * Ind, EII/SE * Dev,$ $EII/SE * Fin, DII/SE, DFAI/SE, II/SE, FXI/SE, ONOI/SE$ 與 EOI/SE :		
$\delta_1^* = \delta_1, \delta_2^* = \delta_2, \delta_3^* = \delta_3, \delta_4^* = \delta_4, \delta_5^* = \delta_5, \delta_6^* = \delta_6, \delta_7^* = \delta_7, \delta_8^* = \delta_8,$ $\delta_9^* = \delta_9, \delta_{10}^* = \delta_{10}, \delta_{11}^* = \delta_{11}$ 與 $\delta_{12}^* = \delta_{12}$, (所有自變數加限制式)	28.259***	<0.000
$OI/SE : \delta_1^* = \delta_1,$	16.39***	<0.000
$EII/SE : \delta_2^* = \delta_2$	4.054**	0.044
$EII/SE * Dev : \delta_3^* = \delta_3$	1.537	0.215
$EII/SE * Dmg : \delta_4^* = \delta_4$	0.967	0.325
$EII/SE * Ind : \delta_5^* = \delta_5$	10.017***	0.002
$EII/SE * Fin : \delta_6^* = \delta_6$	0.498	0.480
$DII/SE : \delta_7^* = \delta_7$	5.672**	0.017
$DFAI/SE : \delta_8^* = \delta_8$	0.001	0.972
$II/SE : \delta_9^* = \delta_9$	0.955	0.329
$FXI/SE : \delta_{10}^* = \delta_{10}$	6.133**	0.013
$ONOI/SE : \delta_{11}^* = \delta_{11}$	0.222	0.638
$EOI/SE : \delta_{12}^* = \delta_{12}$	0.381	0.537

*表示統計量在 0.10 的水準下顯著；**表示統計量在 0.05 的水準下顯著；***表示統計量在 0.01 的水準下顯著。(樣本數=8,129)

註：1. NI_{it+1} : i 公司 $t+1$ 期淨利公司； AR_{it+1} : i 公司 $t+1$ 期調整市場報酬率後之異常報酬； OI_{it} : i 公司 t 期營業淨利； EII_{it} : i 公司 t 期權益法下投資淨收益； Dev_{it} : i 公司 t 期股份控制權與盈餘分配權之偏離倍數 (即為股份控制權/盈餘分配權)； Dmg_{it} : i 公司 t 期董監質押虛變數，若董監持股質押比率 > 0 者，其值設為 1；反之為 0； Ind_{it} : i 公司 t 期獨立董監席次加 1 後，取自然對數； Fin_{it} : i 公司 t 期外國法人持股比例； DII_{it} : i 公司 t 期處分投資淨收益； $DFAI_{it}$: i 公司 t 期處分固定資產淨收益； II_{it} : i 公司 t 期利息淨收益； FXI_{it} : i 公司 t 期兌換損益淨額； $ONOI_{it}$: i 公司 t 期其他營業外淨收益； EOI_{it} : i 公司 t 期非常損益； SE_{it} : i 公司 t 期末股東權益。

2. : Mishkin $\chi^2 = 2NLn(SSR^c / SSR^u)$ 。

權益法下投資淨收益與獨立董監席次變數交乘項($EII/SE * Ind$)係數值為顯著正(0.0491)。公司聘任外部獨立董監事，顯示公司希望藉由外部學者或專家之特長，監督公司經營，維護股東權益，及提升企業之公司治理。本文實證結果支持本研究推論，當公司設立獨立董監席次越多，被視為公司治理情況較佳，故權益法下投資淨收益之持續性的關聯性增加，支持研究 H3-1。最後，有關權益法下投資淨收益與外國法人持股比率變數交乘項($EII/SE * Fin$)之係數亦為顯著正(0.4721)，顯示有外國法人持股之公司，當外國法人持股比率越高，進一步提高權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，實證結果支持 H4-1。

分析表五第一部份之評價方程式結果，各係數代表股市對於 t 期各盈餘組成要素及 t 期權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項，對 $t+1$ 期盈餘預測之評價係數。觀察評價係數，顯示股市對於評價不同公司治理變數，其對當期損益表中，權益法下投資淨收益之持續性的關聯性與對應之預測係數的方向一致(其中股份控制權與盈餘分配權偏離程度與獨立董監席次變數兩項達顯著水準)，詳細說明分述如下。

權益法下投資淨收益與股份控制權與盈餘分配權偏離程度交乘項($EII/SE * Dev$)之評價係數為顯著-0.0192(對應之預測係數為-0.0281)，股市對於股份控制權與盈餘分配權偏離程度，其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，與預測方程式之方向相同，但負向的反應程度較小，進一步測試兩係數不存在顯著差異(見表五第二部份，即測試虛無假說 $H_0: \delta_3 = \delta_3^*$)，故無法拒絕 H1-2，即投資人可以理性定價股份控制權與盈餘分配權偏離程度較高，其對當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低之意含。

相似的測試用於其它三項公司治理變數，權益法下投資淨收益與董監質押虛擬變數交乘項($EII/SE * Dmg$)之評價係數為不顯著-0.1183，低於對應之預測係數-0.0230。股市對於有董監事持股質押之公司，其對權益法下投資淨收益預測下一期盈餘之影響，呈現負向反應，且負向的反應更大，測試兩係數不存在顯著差異(見表五第二部份，即測試虛無假說 $H_0: \delta_4 = \delta_4^*$)，故無法拒絕 H2-2，即投資人可以理性定價存在董監事持股質押的公司，其對當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較低之意含。其次，說明獨立董監席次變數，權益法下投資淨收益與獨立董監席次變數交乘項($EII/SE * Ind$)之評價係數為顯著 0.3041，高於對應之預測係數 0.0491。投資人對於設立獨立董監事席次越多之公司，其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，相對於預測係數給予更高之正向反應。實證結果支持投資人認為公司設立獨立董監事席次越多，表示該公司越重視公司治理，故給予設立獨立董監事席次越多之公司，其權益法下投資淨收益之持續性的關聯性為正向反應，且投資人對該關聯性的反應程度更高於其對應預期的關聯性。進一步測試權益法下投資淨收益與獨立董監席次變數交乘項之預測係數與評價係數存在顯著差異(見表五第二部份，即測試虛無

假說 $H_0: \delta_5 = \delta_5^*$ ， p 值=0.002)，故統計測試結果不支持 H3-2，即投資人未能正確定價公司設立獨立董監席次越多，其對當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較高之意含。最後，由權益法下投資淨收益與外國法人持股比率變數交乘項($EII/SE * Fin$)之評價係數為不顯著 0.1924，低於對應之預測係數 0.4721，但統計測試顯示兩係數不存在顯著差異（見表五第二部份，即測試虛無假說 $H_0: \delta_6 = \delta_6^*$ ），故無法拒絕 H4-2，即投資人可以理性定價外國法人持股比率越高，其對當期損益表中權益法下投資淨收益持續性之關聯性較高之意含。外資為精明的投資人在資訊的取得與解讀，相較於一般投資人更具優勢；且基於外資對於董事會之監督機制，推論當公司外國法人持股比率越高，對於該公司之公司治理要求更高，本文實證發現投資人評價公司外國法人持股比率較高之公司，其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性反應更為正向。

有關損益表之各盈餘組成要素分析如後，營業淨利之持續性預測係數與評價係數分別為顯著 0.8129 與顯著 0.6626（兩係數存在顯著差異，參見表五第二部份，即測試虛無假說 $H_0: \delta_1 = \delta_1^*$ ， p 值<0.000），本文實證結果與李淑華等(2005)之結果一致³²。即營業淨利為公司主要營業活動產生之收益，為高持續性盈餘要素，然而股市不能瞭解營業淨利之高持續性特質，而給予較低之評價反應。權益法下投資淨收益(EII/SE)之持續性評價係數為顯著 0.1769，低於對應之預測係數(0.3270)，進一步的說明請參見附註 31 說明。

有關其它盈餘組成要素之持續性與股市反應，利息淨收益之預測係數為顯著 1.1027，其對應之評價係數為顯著 1.2749（統計檢定兩係數不存在顯著差異，見表五第二部份，即測試虛無假說 $H_0: \delta_9 = \delta_9^*$ ），股市對於利息淨收益預測下一期盈餘之持續性反應略高。利息淨收益為高持續性盈餘，且由表一中，利息淨收益平均值為負數，顯示平均而言樣本公司之融資成本維持穩定的支出。另外，處分投資淨收益之預測係數為顯著 0.2047，其對應之評價係數為顯著 0.4838，統計檢定顯示兩係數存在顯著差異（見表五第二部份，即測試虛無假說 $H_0: \delta_7 = \delta_7^*$ ， p 值=0.017），顯示股市不能理性定價處分投資淨收益預測下一期盈餘之持續性能力，股市對於處分投資淨收益之持續性的評價反應為正向，且過度反應。其它個別盈餘組成要素之持續性較低，亦非本研究之重點，故不一一討論。另外，在表五的第二部份之第一列，為同時對所有盈餘組成項目及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項加限制條件之情況，發現檢定統計量 χ^2 值顯著（達 0.01 以上之顯著水準），研究結果顯示台灣股市對所有盈餘組成項目及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項資訊，整體而言非理性定價。

綜言之，全樣本之實證結果支持本研究之推論，納入公司治理結構變數，可能減少當期損益表中之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性（股份控制權

³² 李淑華等(2005)針對正盈餘組（預測年度盈餘為正之公司）測試，實證發現股市對於營業淨利預測下一期盈餘之持續性能力為反應不足，即預測係數與評價係數分別為 0.9416 與 0.6766。

與盈餘分配權偏離程度變數與董監質押虛擬變數)；或增加當期損益表中之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性(獨立董監席次變數與外國法人持股比率變數)。有關納入公司治理變數後，股市對於其對當期損益表中之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性評價反應，實證顯示股市無法理性定價獨立董監席次變數，其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性；然而，無法拒絕股市理性定價其它三項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數、董監質押虛擬變數與外國法人持股比率變數)，其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。

2. 負盈餘組樣本與正盈餘組樣本

本文進一步將樣本區分為負盈餘組與正盈餘組進行測試，實證結果參見表六(為精簡表達，部份實證結果省略且在本文中不進一步分析)。

表六之第一部份負盈餘組中，公司治理變數對當期損益表中，權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，及股市對於該關聯性之評價反應。負盈餘組之各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)與依權益法下投資淨收益交乘項之預測係數均為負值，分別為-0.0248(略大於全樣本對應係數-0.0281)、-0.2062(遠低於全樣本之對應係數-0.0230)、-0.2780與-0.0020(除了外國法人持股比率變數不顯著外，其餘三項之預測係數皆達0.01之顯著水準)，但獨立董監席次變數與外國法人持股比率變數對應預測係數之方向不同於預期方向與全樣本之方向。負盈餘組之實證顯示增加獨立董監席次或增加外國法人持股比率，將降低其對於權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。負盈餘組之實證結果支持研究 H1-1 與 H2-1，但未能支持研究 H3-1 與 H4-1。

負盈餘組之各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)與依權益法下投資淨收益交乘項之評價係數均為不顯著，分別為-0.0094、-0.2195、0.1973與-0.3325，外國法人持股比率變數對應評價係數之方向不同於預期方向與全樣本之方向。檢測各項公司治理變數與權益法下投資淨收益交乘項之預測係數與評價係數是否存在差異(表六之第二部份)，除了獨立董監席次變數顯著外，其它三項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率)不存在顯著差異(與全樣本之測試結果相同)。即負盈餘組樣本之實證顯示，股市不能理性定價公司獨立董監席次越多，其對權益法下投資淨收益持續性的關聯性越高之意含，故負盈餘組之實證結果不能支持 H3-2；但在負盈餘組中，本文實證結果無法拒絕 H1-2、H2-2 與 H4-2。

其次，正盈餘組中(表六之第一部份)，各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)與依權益法下投資淨收益交乘項之預測係數分別為0.0066、0.0702、0.0980(高

於全樣本對應係數 0.0491) 與 0.4027 (略低於全樣本對應係數 0.4721) (獨立董監席次變數及外國法人持股比率變數對應之預測係數達 0.01 之顯著水準)，股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數與董監事持股質押變數對應預測係數為不顯著正值，且該方向不同於預期方向與全樣本之方向。實證顯示在正盈餘組公司，增加股份控制權與盈餘分配權偏離程度或存在董監事持股質押，並未減損其對於權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。而實證顯示正盈餘組樣本公司，其增加獨立董監席次或增加外國法人持股比率，將增加其對於權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。正盈餘組樣本之實證結果支持研究 H3-1 與 H4-1，但未能支持研究 H1-1 與 H2-1。

正盈餘組之各項公司治理變數 (股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率) 與依權益法下投資淨收益交乘項之評價係數分別為 -0.0277、-0.0968、0.3066 與 0.3143 (股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數與獨立董監席次變數為顯著)，與全樣本對應之評價係數方向相同。檢測各項公司治理變數與權益法下投資淨收益交乘項之預測係數與評價係數是否存在差異 (表六之第二部份)，除了獨立董監席次變數顯著外，其它三項公司治理變數 (股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率) 不存在顯著差異 (與全樣本及負盈餘組樣本之測試結果相同)。即股市對於納入公司治理後，其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之理性定價測試結果，與負盈餘及全樣本之結果一致。即正盈餘組之實證結果不能支持 H3-2，但無法拒絕 H1-2、H2-2 與 H4-2。

有關營業淨利之持續性係數負盈餘組(0.6957)低於正盈餘組(0.8743)與全樣本之對應預測係數為 0.8129，且三係數值均低於李淑華等 (2005)營業淨利之持續性係數(0.9416)。股市對於營業淨利之評價反應，在負盈餘組與正盈餘組之評價係數分別為顯著 0.5348 與顯著 0.7681，比較淨利之持續性係數與評價係數，發現股市對於負 (正) 盈餘組樣本營業淨利之持續性評價，與本文全樣本及李淑華等 (2005)之結果一致，呈現反應不足之情況。即營業淨利為公司主要營業活動產生之收益，為高持續性盈餘要素，然而股市不能瞭解營業淨利之高持續性特質，而給予較低之評價反應。另外，模型中權益法下投資淨收益 (EII/SE) 持續性之預測係數，在負盈餘組與正盈餘組分別為顯著 0.2959 與顯著 0.6959，對應之評價係數分別為不顯著 0.0271 與顯著 0.6051³³。

³³ 為測試權益法認列投資淨收益對下一期盈餘之持續性 (若模型不考慮公司治理變數)，本文樣本期間資料區分負 (正) 盈餘組，複製李淑華等 (2005)之測試 (即不加入公司治理變數)，關於權益法下投資淨收益之持續性的預測係數，在負盈餘組與正盈餘組分別為顯著 0.0422 與顯著 0.8285 (未列表資訊)。負盈餘組中，權益法下投資淨收益之預測係數低於全樣本 (參見附註 31) 與正盈餘樣本；正盈餘組中，權益法下投資淨收益之預測係數符號與李淑華等 (2005)之對應預測係數符號相同，但本研究之預測係數較低。有關權益法下投資淨收益之持續性的評價係數，在負盈餘組與正盈餘組分別為不顯著 -0.0589 與顯著 0.7534 (未列表資訊)，顯示投資人評估權益法下投資淨收益之持續性在負 (正) 盈餘組間不同，但相對於對應之預測係數，均呈現反應不足之現象，與李淑華等 (2005) 之實證結果一致。

表六 考量公司治理後之當期權益法下投資淨收益之持續性與理性定價測試
之實證結果分析（負盈餘組與正盈餘組）

第一部份：公司治理對當期權益法下投資淨收益之持續性及股市反應					
預測係數			評價係數		
變數	估計值	漸近 標準差	變數	估計值	漸近 標準差
負盈餘組					
$\delta_1(OI/SE)$	0.6957***	0.0449	$\delta_1^*(OI/SE)$	0.5348***	0.1128
$\delta_2(EII/SE)$	0.2959***	0.0468	$\delta_2^*(EII/SE)$	0.0271	0.1115
$\delta_3(EII/SE * Dev)$	-0.0248***	0.0044	$\delta_3^*(EII/SE * Dev)$	-0.0094	0.0105
$\delta_4(EII/SE * Dmg)$	-0.2062***	0.0602	$\delta_4^*(EII/SE * Dmg)$	-0.2195	0.1422
$\delta_5(EII/SE * Ind)$	-0.2780***	0.0607	$\delta_5^*(EII/SE * Ind)$	0.1973	0.1437
$\delta_6(EII/SE * Fin)$	-0.0020	0.2767	$\delta_6^*(EII/SE * Fin)$	-0.3325	0.6513
$R^2=0.2213$			$R^2=0.00965$		
正盈餘組					
$\delta_1(OI/SE)$	0.8743***	0.0149	$\delta_1^*(OI/SE)$	0.7681***	0.0653
$\delta_2(EII/SE)$	0.6905***	0.0460	$\delta_2^*(EII/SE)$	0.6051***	0.1693
$\delta_3(EII/SE * Dev)$	0.0066	0.0147	$\delta_3^*(EII/SE * Dev)$	-0.0277*	0.0533
$\delta_4(EII/SE * Dmg)$	0.0702	0.0508	$\delta_4^*(EII/SE * Dmg)$	-0.0968	0.1842
$\delta_5(EII/SE * Ind)$	0.0980***	0.0345	$\delta_5^*(EII/SE * Ind)$	0.3066***	0.1253
$\delta_6(EII/SE * Fin)$	0.4027***	0.1682	$\delta_6^*(EII/SE * Fin)$	0.3143	0.6101
$R^2=0.3771$			$R^2=0.2046$		
第二部份：理性定價測試					
Mishkin 測試 (註)					
	負盈餘組		正盈餘組		
虛無假設	Mishkin χ^2	邊際顯著水準	Mishkin χ^2	邊際顯著水準	
所有自變數加限制式	14.623	0.263	35.051***	<0.001	
$OI/SE : \delta_1^* = \delta_1$	1.582	0.209	5.529	0.019	
$EII/SE : \delta_2^* = \delta_2$	2.014	0.156	0.389	0.533	
$EII/SE * Dev : \delta_3^* = \delta_3$	0.565	0.452	0.587	0.444	
$EII/SE * Dmg : \delta_4^* = \delta_4$	0.006	0.940	1.169	0.280	
$EII/SE * Ind : \delta_5^* = \delta_5$	5.26	0.022	3.979	0.046	
$EII/SE * Fin : \delta_6^* = \delta_6$	0.164	0.686	0.030	0.862	

*表示統計量在 0.10 的水準下顯著；**表示統計量在 0.05 的水準下顯著；***表示統計量在 0.01 的水準下顯著。(為精簡表達，部份實證結果省略；變數說明請參見表五；負(正)盈餘組樣本數=1,360(6,769))

註：Mishkin $\chi^2 = 2N \ln(SSR^c / SSR^u)$ 。

在負盈餘組與正盈餘組中（表六第二部份之第一列），為同時對所有盈餘組成項目及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項加限制條件之情況，發現負盈餘組之檢定統計量 χ^2 未達顯著水準，但正盈餘組之檢定統計量 χ^2 值顯著（達 0.01 以上之顯著水準）。故研究結果顯示，在負盈餘組公司中，台灣股市無法拒絕對所有盈餘組成項目及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項資訊理性定價之假說；但是在正盈餘組公司中，台灣股市對所有盈餘組成項目及權益法下投資淨收益與公司治理變數交乘項資訊，整體而言非理性定價。

綜言之，在進一步區分負盈餘組與正盈餘組，有關納入各項公司治理變數後，其對於權益法認列淨收益之持續性的關聯性測試：負盈餘組中，股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數與董監事持股質變數，與全樣本之測試結果一致；正盈餘組中，獨立董監席次變數與外國法人持股比率變數，與全樣本之測試結果一致。關於股市對於各項公司治理變數，其對於以權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之評價反應，負盈餘組與正盈餘組之反應略有差異。負盈餘組除了外國法人持股比率變數外，其餘公司治理變數之股市反應與全樣本之符號一致；正盈餘組之公司治理變數之股市反應與全樣本符號一致。最後，關於股市對於各項公司治理變數，對於權益法下投資淨收益之持續性的關聯性理性定價測試，除了獨立董監席次變數外，其餘三項公司治理結構（股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數、董監事持股質押變數及外國法人持股比率變數）之理性定價測試，在全樣本、負盈餘組樣本與正盈餘組樣本之測試結果一致。即股市非理性定價獨立董監席次變數，其對於權益法收益之持續性的關聯性；而股市理性定價其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數、董監事持股質押變數及外國法人持股比率變數），其對權益法收益之持續性的關聯性。

（二）第二階段實證結果分析（具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益）

李淑華與蔡彥卿 (2007)比較合併財務報表與母公司單一財務報表，發現母公司單一財務報表中平均九成以上之採權益法長期投資是母公司擁有實質控制權的子公司。倘若公司誠信經營，透過具控制力（子公司）投資產生之權益法淨收益持續性應該較高；然而若公司意圖進行損害股東權益的不適當投資決策時，透過具控制力（子公司）之被投資公司似乎更容易操控。因此，本研究第二階段針對母公司具控制力（子公司）投資測試，檢測公司治理結構變數與母公司具控制力（子公司）投資產生之權益法投資淨收益持續性之關聯性；且檢驗台灣股市對於該項關聯性是否理性定價。表七（為精簡表達，部份實證結果省略）為全樣本、負盈餘組樣本與正盈餘組樣本之實證結果彙總，以下之分析僅針對與公司治理結構變數交乘之項目進行分析，其它變數不再一一討論。

全樣本（表七第一部份）中，各項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率）與具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益交乘項之預測係數均為負值，分別為-0.0462、-0.0771、-0.0195 與-0.0098（獨立董監席次變數及外國法人持股比率變數與預期方向相反，但不顯著），顯示增加股份控制權與盈餘分配權偏離程度或存在董監事持股質押，將降低其對於具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，支持本研究之推論（H1-1 與 H2-1）。另外，在負盈餘組與正盈餘組中，各項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率）與具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益交乘項之預測係數，分別為-0.0498(0.0219)、

-0.2645(0.0608)、-0.4829(0.1176)與-0.2425(0.5241) (負盈餘之外國法人持股比率變數不顯著, 其它三項公司治理變數顯著; 正盈餘組之獨立董監席次變數與外國法人持股比率變數顯著, 其它兩項公司治理變數不顯著)。負盈餘組之實證顯示, 增加股份控制權與盈餘分配權偏離程度或存在董監事持股質押, 將降低其對於具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性, 支持本研究之推論(H1-1與H2-1); 然而, 增加獨立董監席次, 將降低其對於具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性, 與本研究之推論不一致(無法支持H3-1)。正盈餘組之實證顯示, 增加獨立董監席次或增加外國法人持股比率, 將增加其對於具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性, 支持本研究之推論(H3-1與H4-1)。

全樣本中, 各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)與具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益交乘項之評價係數分別為-0.0372、-0.1183、0.2531與-0.3442(僅股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數與獨立董監席次變數顯著)。股市評價股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數與獨立董監席次變數, 其對具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性方向與對應之預測係數相同, 但對股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數之負向之反應較少(即評價係數(-0.0372)大於預測係數(-0.0462), 兩係數差未達顯著差異); 對獨立董監席次變數反應過度(即評價係數(0.2531)大於預測係數(-0.0195), 兩係數差未達顯著差異)。另外, 在負盈餘組與正盈餘組中, 各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)與具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益交乘項之評價係數, 分別為-0.0345(-0.0117)、-0.1880(-0.0934)、0.1777(0.3106)與-1.1743(0.4585)(負盈餘之股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數顯著, 其它三項公司治理變數不顯著; 正盈餘組之獨立董監席次變數顯著, 其它三項公司治理變數不顯著)。負盈餘組之實證顯示, 股市評價股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數, 其對具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性之關聯性的方向與對應之預測係數相同, 但負向之反應較少(即評價係數(-0.0345)大於預測係數(-0.0498), 兩係數未達顯著差異), 與全樣本之對應結果相似; 正盈餘組之實證顯示, 股市評價獨立董監席次變數, 其對具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益持續性之方向與對應之預測係數相同, 且呈現反應過度(即評價係數(0.3106)大於預測係數(0.1176), 兩係數達顯著差異)之現象。

有關檢測股市對各項公司治理變數與具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之理性定價(表七第二部份), 全樣本負盈餘組與正盈餘組之實證結果一致, 即統計檢驗結果顯示股市不能理性定價獨立董監席次變數, 其對具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性(不能支持H2-3); 但股市不能拒絕其它三項公司治理變數(股份控制權與盈餘分

配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率)，對具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益的持續性之關聯性為理性定價(支持 H2-1、H2-2 與 H2-4)。

有關納入公司治理結構變數，對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益持續性的關聯性，及台灣股市對於該關聯性是否理性定價之實證結果，由於非本研究欲探討之重點，故僅對達顯著水準之係數進行簡略說明如後。

全樣本中，各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)與具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益交乘項之預測係數分別為 0.1013、0.0877、0.1946 與 1.8243(僅董監事持股質押變數不顯著，股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數顯著但與預期方向相反)。顯示增加股份控制權與盈餘分配權偏離程度，將增加其對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，與本研究之推論不一致(無法支持 H1-1)；增加獨立董監席次或增加外國法人持股比率，將增加其對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，支持本研究之推論(支持 H3-1 與 H4-1)。另外，在負盈餘組中，僅股份控制權與盈餘分配權偏離程度與獨立董監席次變數，分別與具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益之交乘項係數達顯著水準，其預測係數分別為 0.1631 與 0.2722，與前述全樣本下對應之兩項公司治理變數之實證結果方向一致，但係數值較大，即顯示增加股份控制權與盈餘分配權偏離程度(增加獨立董監席次)，將增加(增加)其對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，無法支持 H1-1(支持 H3-1)。在正盈餘組中，僅股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數，其與具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益之交乘項係數達顯著水準，預測係數為-0.0680(不同於對應之全樣本與負盈餘組之實證結果，但與本研究之預期方向相符)，即顯示增加股份控制權與盈餘分配權偏離程度，將降低其對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性(支持 H1-1)。另外，有關股市評價各項公司治理變數與具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益交乘項之評價係數，在全樣本、負盈餘組與正盈餘組中，均未達顯著水準，故不再進一步分析。最後，有關台灣股市對於各項公司治理變數，其對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益持續性的關聯性之理性定價測試(表七第二部份)，實證結果顯示股市不能拒絕各項公司治理變數，其對於具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益持續性之關聯性為理性定價(即支持 H2-1、H2-2、H2-3 與 H2-4)。

綜言之，整體而言本研究之各項公司治理變數(股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次及外國法人持股比率)，其對具控制力(子公司)之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性與股市對該關聯性之評價反應之檢定結果，與不區分權益法下投資淨收益之持續性的關聯性與股市

對於該關聯性之評價反應（第一階段之實證結果）之實證結果，與本研究之推論與假說較一致。

三、敏感性分析

實證程序上，部份變數衡量變動對於實證結果可能之影響，分述如下：

（一）有關於股份控制權與盈餘分配權偏離程度之衡量，本階段以絕對偏離之觀點衡量（即為股份控制權扣除盈餘分配權），測試第一階段之實證模型。全樣本中，以絕對偏離之觀點衡量，權益法下投資淨收益與股份控制權與盈餘分配權偏離程度交乘項($EII/SE * Dev$)之預測係數為-0.3175，較本文報導以相對偏離觀點衡量之對應預測係數負值(-0.0281)更負。股市對於絕對觀點偏離衡量之對應評價係數為-0.1794，且負值更大，實證結果與本文報導之實證結果一致。有關負（正）盈餘組中，以絕對偏離之觀點衡量之實證結果也與本文實證結果一致。

（二）本研究之公司治理變數中，股份控制權與盈餘分配權偏離程度、獨立董監席次與外國法人持股變數，在敏感性測試階段亦嘗試以虛擬變數替換連續變數³⁴，對第一階段全樣本資料進行測試。公司治理變數與權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，及股市對於該項關聯性之評價反應之實證結果與本文報導之實證結果一致，不再贅述。

（三）自民國九十二年後，才有 TEJ 公司治理資料庫之獨立董監事席次資料，故本階段針對民國九十二年至民國九十六年之資訊重新測試第一階段之實證模型。全樣本測試之實證結果，權益法下投資淨收益與獨立董監事席次交乘項($EII/SE * Ind$)之預測係數(0.0553)略高於本文報導之對應係數(0.0491)；股市對權益法下投資淨收益與獨立董監事席次交乘項之評價係數為 0.2461，低於本文之對應係數(0.3041)。負（正）盈餘組，權益法下投資淨收益與獨立董監事席次交乘項($EII/SE * Ind$)之預測係數-0.3176(0.0794)；股市對法認列投資淨收益與獨立董監事席次之反應係數 0.1135(0.1174)，符號與本文一致，但係數值略小，實證結果與本文實證結果一致。

（四）模型變數若以期初總資產平減，以第一階段之實證模型測試全樣本說明，模型之調整後 R^2 略降；股份控制權與盈餘分配權偏離程度與獨立董監事席次變數之評價係數的顯著性略微降低，但各公司治理變數與權益法下投資淨收益交乘項之預測係數與評價係數之符號一致，測試結果並不影響本研究之結論。

³⁴ 股份控制權與盈餘分配權偏離程度之虛擬變數之衡量，若股份控制權與盈餘分配權偏離程度 >1 ，其值設為 1，反之為 0；獨立董監席次虛擬變數之衡量，若公司有設立獨立董監，其值設為 1，反之為 0；外國法人持股之虛擬變數之衡量，若外國法人持股比率 >0 ，其值設為 1，反之為 0。

表七 考量公司治理後之當期權益法下投資淨收益（區分控制力與重大影響力但無控制力）之持續性與理性定價測試之實證結果分析（全樣本、負盈餘組與正盈餘組）

第一部份：公司治理對當期權益法下投資淨收益（區分控制力與重大影響力但無控制力）之持續性及股市反應

預測係數			評價係數		
變數 ¹	估計值	漸近標準差	變數 ¹	估計值	漸近標準差
全樣本					
$\delta_4 (EHC/SE * Dev)$	-0.0462 ***	0.0028	$\delta_4^* (EHC/SE * Dev)$	-0.0372 ***	0.0091
$\delta_5 (EHC/SE * Dmg)$	-0.0771 *	0.0395	$\delta_5^* (EHC/SE * Dmg)$	-0.1183	0.1243
$\delta_6 (EHC/SE * Ind)$	-0.0195	0.0298	$\delta_6^* (EHC/SE * Ind)$	0.2531 ***	0.0938
$\delta_7 (EHC/SE * Fin)$	-0.0098	0.1470	$\delta_7^* (EHC/SE * Fin)$	-0.3442	0.4621
$\delta_8 (EIISI/SE * Dev)$	0.1013 ***	0.0296	$\delta_8^* (EHC/SE * Dev)$	0.0018	0.0930
$\delta_9 (EIISI/SE * Dmg)$	0.0877	0.0642	$\delta_9^* (EHC/SE * Dmg)$	-0.1359	0.2020
$\delta_{10} (EIISI/SE * Ind)$	0.1946 **	0.0772	$\delta_{10}^* (EHC/SE * Ind)$	0.2211	0.2428
$\delta_{11} (EIISI/SE * Fin)$	1.8243 ***	0.4366	$\delta_{11}^* (EHC/SE * Fin)$	1.1458	1.3740
$R^2 = 0.4355$			$R^2 = 0.1564$		
負盈餘組					
$\delta_4 (EHC/SE * Dev)$	-0.0498 ***	0.0056	$\delta_4^* (EHC/SE * Dev)$	-0.0345 **	0.0139
$\delta_5 (EHC/SE * Dmg)$	-0.2645 ***	0.0740	$\delta_5^* (EHC/SE * Dmg)$	-0.1880	0.1792
$\delta_6 (EHC/SE * Ind)$	-0.4829 ***	0.0699	$\delta_6^* (EHC/SE * Ind)$	0.1777	0.1710
$\delta_7 (EHC/SE * Fin)$	-0.2425	0.3050	$\delta_7^* (EHC/SE * Fin)$	-1.1743	0.7356
$\delta_8 (EIISI/SE * Dev)$	0.1631 ***	0.0575	$\delta_8^* (EHC/SE * Dev)$	-0.1008	0.1390
負盈餘組					
$\delta_9 (EIISI/SE * Dmg)$	-0.0401	0.1109	$\delta_9^* (EHC/SE * Dmg)$	-0.2589	0.2675
$\delta_{10} (EIISI/SE * Ind)$	0.2722 **	0.1332	$\delta_{10}^* (EHC/SE * Ind)$	0.1616	0.3217
$\delta_{11} (EIISI/SE * Fin)$	0.9008	1.2293	$\delta_{11}^* (EHC/SE * Fin)$	-0.1818	2.9648
$R^2 = 0.2463$			$R^2 = 0.1008$		
正盈餘組					
$\delta_4 (EHC/SE * Dev)$	0.0219	0.0165	$\delta_4^* (EHC/SE * Dev)$	-0.0117	0.0602
$\delta_5 (EHC/SE * Dmg)$	0.0608	0.0552	$\delta_5^* (EHC/SE * Dmg)$	-0.0934	0.2016
$\delta_6 (EHC/SE * Ind)$	0.1176 ***	0.0358	$\delta_6^* (EHC/SE * Ind)$	0.3106 ***	0.1309
$\delta_7 (EHC/SE * Fin)$	0.5241 ***	0.1798	$\delta_7^* (EHC/SE * Fin)$	0.4585	0.6570
$\delta_8 (EIISI/SE * Dev)$	-0.0680 *	0.0385	$\delta_8^* (EHC/SE * Dev)$	-0.1074	0.1406
$\delta_9 (EIISI/SE * Dmg)$	0.0198	0.1773	$\delta_9^* (EHC/SE * Dmg)$	-0.2610	0.6474
$\delta_{10} (EIISI/SE * Ind)$	-0.0597	0.1618	$\delta_{10}^* (EHC/SE * Ind)$	0.1997	0.5911
$\delta_{11} (EIISI/SE * Fin)$	0.0588	0.5576	$\delta_{11}^* (EHC/SE * Fin)$	-0.4626	2.0363
$R^2 = 0.3766$			$R^2 = 0.2060$		

表七 考量公司治理後之當期權益法下投資淨收益（區分控制力與重大影響力但無控制力）之持續性與理性定價測試之實證結果分析（全樣本、負盈餘組與正盈餘組）（續）

虛無假設	Mishkin 測試 ²					
	全樣本		負盈餘組		正盈餘組	
	Mishkin χ^2	邊際顯著水準	Mishkin χ^2	邊際顯著水準	Mishkin χ^2	邊際顯著水準
所有自變數加限制式	51.169***	<0.000	20.860	0.233	34.304***	0.007
$EIIC/SE * Dev : \delta_4^* = \delta_4$	1.195	0.274	0.883	0.348	0.267	0.606
$EIIC/SE * Dmg : \delta_5^* = \delta_5$	0.128	0.720	0.125	0.723	0.840	0.359
$EIIC/SE * Ind : \delta_6^* = \delta_6$	9.815***	0.002	8.222***	0.004	3.147***	0.076
$EIIC/SE * Fin : \delta_7^* = \delta_7$	0.609	0.435	1.093	0.296	0.014	0.905
$EIISI/SE * Dev : \delta_8^* = \delta_8$	0.001	0.973	1.292	0.256	0.111	0.739
$EIISI/SE * Dmg : \delta_9^* = \delta_9$	1.425	0.233	0.455	0.499	0.270	0.603
$EIISI/SE * Ind : \delta_{10}^* = \delta_{10}$	0.014	0.906	0.081	0.776	0.277	0.599
$EIISI/SE * Fin : \delta_{11}^* = \delta_{11}$	0.285	0.285	0.004	0.948	0.094	0.759

*表示統計量在 0.10 的水準下顯著；**表示統計量在 0.05 的水準下顯著；***表示統計量在 0.01 的水準下顯著。（為精簡表達，部份實證結果省略；全樣本、負盈餘組與正盈餘組樣本數分別為 8,129、1,360 與 6,769）

註一： $NI_{i,t+1}$ ： i 公司 $t+1$ 期淨利公司； $AR_{i,t+1}$ ： i 公司 $t+1$ 期調整市場報酬率後之異常報酬； $OI_{i,t}$ ： i 公司 t 期營業淨利； $EIIC_{i,t}$ ： i 公司 t 期具控制力之權益法下投資淨收益； $EIISI_{i,t}$ ： i 公司 t 期具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益； $Dev_{i,t}$ ： i 公司 t 期股份控制權與盈餘分配權之偏離倍數（即為股份控制權/盈餘分配權）； $Dmg_{i,t}$ ： i 公司 t 期董監質押虛擬變數，若董監持股質押比率 >0 者，其值設為 1；反之為 0； $Ind_{i,t}$ ： i 公司 t 期獨立董監席次加 1 後，取自然對數； $Fin_{i,t}$ ： i 公司 t 期外國法人持股比率； $DII_{i,t}$ ： i 公司 t 期處分投資淨收益； $DFAI_{i,t}$ ： i 公司 t 期處分固定資產淨收益； $II_{i,t}$ ： i 公司 t 期利息淨收益； $FXI_{i,t}$ ： i 公司 t 期兌換損益淨額； $ONOI_{i,t}$ ： i 公司 t 期其他營業外淨收益； $EOI_{i,t}$ ： i 公司 t 期非常損益； $SE_{i,t}$ ： i 公司 t 期末股東權益。

註二：Mishkin $\chi^2 = 2N \ln(SSR^c / SSR^u)$ 。

（五）模型(2)與模型(5)異常報酬(AR)之計算是以調整市場報酬之異常報酬，作者亦嘗試以調整公司規模之異常報酬計算，實證結果並未改變本文之結論。

（六）為考量年報送交主管機關日為每年四月三十日，故有關異常報酬之計算亦以會計期間結束日前八個月至會計期間結束日後四個月（即五月一日至四月三十日）為計算期間進行分析，實證結果與本文相似，並不影響本研究之結論。

伍、結論與建議

權益法長期投資之轉投資為我國擴張組織規模的重要方式，透過轉投資所有權發展模式，可能是基於分散風險、投入資金較少、降低成本、接近市場與稅務規劃等經濟效益考量，這些因素對公司長遠發展可能是有益的；然而權益法長期投資之所有權結構繁複，財務報表資訊可能較不容易被外界瞭解而產生

資訊不對稱之代理問題，進而衍生對財務報告資訊透明度及可靠性的疑慮。此外，企業若有意圖操縱損益、隱匿非常規交易或進行其他損害股東權益的不適當投資決策時，也比較可能透過較繁複的轉投資方式進行。本研究考量公司治理內部層級（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押與獨立董監席次）與外部層級（外國法人持股）因素，考量公司治理對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，並檢驗股市對該關聯性之評價反應。以下是本文主要研究結論：

一、第一階段母公司單一財務報表中權益法下投資淨收益（包含具控制力（子公司）與具重大影響力但無控制力之權益法下投資淨收益）之實證結果：

（一）股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，或存在董監事持股質押之公司，將降低權益法下投資淨收益之持續性的關聯性；增加獨立董監席次或增加外國法人持股比率，將增加權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。故實證結果與本研究推論一致，即公司治理情況越佳（差），將增加（降低）權益法下投資淨收益持續性的關聯性。進一步說明負（正）盈餘組之實證結果：在負盈餘組中，股份控制權與盈餘分配權偏離程度變數與董監事持股質押變數之實證結果與全樣本一致；但增加獨立董監席次，將降低權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，與全樣本不一致。在正盈餘組中，獨立董監席次變數與外國法人持股比率變數之實證結果與全樣本一致。

（二）股市評價股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，將降低權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，但降低之幅度較少（反應不足）；股市評價獨立董監席次增加，將增加權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，且增加之幅度更大（反應過度）。進一步說明負（正）盈餘組之實證結果：負盈餘組中，股市對四項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次與外國法人持股），其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之評價係數不顯著，但是除了外國法人持股比率變數與預期方向相反，其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押與獨立董監席次）與預期方向一致。在正盈餘組中，股市對四項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押、獨立董監席次與外國法人持股），其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之評價係數方向與預期，與全樣本一致。

（三）股市不能理性定價獨立董監席次變數，其對於權益法下投資淨收益持續性的關聯性之意含；然而，股市理性定價其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率），其對權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之意含。

二、第二階段母公司具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之實證結果：

（一）股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，或存在董監事持股質押之公司，將降低具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益持續性之關聯性（與不區分權益法下投資淨收益之實證結果一致）；其它兩項公司治理變數（獨立董監席次與外國法人持股）與預期方向不一致，但不顯著。負（正）盈餘組之實證結果，與不區分權益法下投資淨收益之負（正）盈餘組的實證結果一致。

（二）股市評價股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大，將降低具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，但降低之幅度較少（反應不足）；股市評價獨立董監席次增加，將增加具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性，且增加之幅度更大（反應過度）（與不區分權益法下投資淨收益之實證結果一致）；外國法人持股比率變數之股市評價方向與預期相反，但不顯著。在負（正）盈餘組中，股市對股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大（獨立董監席次越多），將降低（增加）具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。

（三）全樣本、負盈餘組與正盈餘組之實證結果與不區分權益法下投資淨收益（全樣本、負盈餘組與正盈餘組）之實證結果一致。即股市不能理性定價獨立董監席次變數，其對於具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益之持續性的關聯性之意含；然而，股市理性定價其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率），其對具控制力（子公司）之權益法下投資淨收益持續性的關聯性之意含。

綜言之，實證結果支持本研究推論，即公司治理情況越佳（差），將增加（降低）權益法下投資淨收益之持續性的關聯性。有關股市如何評價公司治理變數對權益法下投資淨收益持續性之關聯性：實證結果顯示除了獨立董監席次變數外，本研究之結果無法拒絕股市理性定價其它三項公司治理變數（股份控制權與盈餘分配權偏離程度、董監事持股質押及外國法人持股比率）對於權益法下投資淨收益持續性之意含。

權益法長期投資之轉投資為我國擴張組織規模的重要方式，這些轉投資事業對母公司的營運結果有顯著之影響。本文實證結果能協助投資人（特別是較不瞭解我國公司繁複股權結構的外資機構）更瞭解公司治理與權益法下投資淨收益之持續性的關連性，提供其投資決策之參考資訊；而主管機關若有更多實證資料的協助，有助於其對財務報表規範與市場管理之決策，例如是否應增加揭露公司治理資訊，並將揭露資訊與權益法長期股權投資的揭露作相互連結，又如對權益法長期股權投資的外部審計規範、內部稽核要求是否應檢討改進，以及對投資人教育是否應該增加等議題。除了這些實務上的意義，本文對於探討公司治理、持續性以及我國特殊股權結構等重要財務與會計議題之研究也有些許之貢獻。

參考文獻

- 今週刊，2005，新半年報照亮投資死角，第 458 期（9 月）。
- 方偉廉，2008，子公司負債與母公司財務風險、股權市值及系統風險之關聯性：合併財務報表資訊價值之探討，國立台灣大學會計學研究所未出版博士論文。
- 李淑華、簡雪芳與蔡彥卿，2005，台灣股市對權益法長投之投資收益是否反應不足？2005 會計理論與實務研討會論文集，中華會計教育學會暨國立台灣大學會計學系。
- 李淑華與蔡彥卿，2007，合併財務報表規範、盈餘組成份子持續性及理性定價之研究，2007 會計理論與實務研討會論文集，中華會計教育學會暨國立台北大學會計學系。
- 林瑞青，2005，集團企業結構特性與公司績效之探討：台灣地區之實證，國立台灣大學會計學研究所未出版博士論文。
- 林維珩、簡俱揚、張福星與盧鎮璋，2008，合併財務報表編製實務變革對股價效率性之影響，2008 會計理論與實務研討會論文集，中華會計教育學會暨國立中興大學會計學系。
- 柯承恩、李存修與葉銀華，2002，公司治理與評等分析，台北：商智文化。
- 高蘭芬，2002，董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響，台大管理論叢，第 13 卷第 1 期：127-162。
- 高蘭芬，2004，會計資訊對外資持股調整影響之研究，中山管理評論，第 12 卷第 3 期：441-464。
- 財訊，2005，勿把五號公報當兒戲「多子多孫」企業集團、長投大股東都要注意了！第 281 期（8 月）。
- 陳明進與王淑靜，2002，臺商赴大陸投資安排及租稅規劃探討，財稅研究，第 34 卷第 4 期：70-93。
- 張仲岳，2001，損益表的分類與獲利能力的預測，當代會計，第 2 卷第 1 期：1-16。
- 張仲岳與張君玉，2003，負盈餘資訊內涵—以負盈餘持續性觀之，2003 會計理論與實務研討會論文集，國立成功大學研討會。
- 張福星，1997，合併財務報表與母公司財務報表盈餘組成成份相對資訊之研究，國立政治大學會計學研究所未出版博士論文。

- 曾惠瑾，2006，7號公報合併財務報表及5號公報長期股權投資會計處理準則常見問題與企業因應之道，資誠通訊，第188期：5-8。
- 經濟日報，2005.9.14，資訊透明天上掉下的禮物（A3版）。
- 新台灣新聞週刊，2005，新會計公報上路財報不在霧煞煞—地雷股探照燈，第461期（1月）。
- 蔡佳樺，2005，公司治理與轉投資行為的關係，國立臺灣大學財務金融學研究所出版碩士論文。
- 劉順仁，2005，財報就像一本故事書，台北：時報文化出版企業股份有限公司。
- Bartov, E., S. Radhakrishnan, and I. Krinsky. 2000. Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcement. *The Accounting Review* 75 (January): 43-63.
- Beasley, M. 1996. An empirical analysis between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (October): 443-466.
- Beams, F. A., J. H. Anthony, R. P. Clement, and S. H. Lowensohn. 2009. *Advanced Accounting*. 10th ed. NJ: Prentice-Hall.
- Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis. 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights. University of Chicago Press.
- Berger, P. G., and E. Ofek. 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37 (January): 39-65.
- Berle, A., and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: Mac-Millan.
- Bowen, R., S. Ragjopal, and M. Venkatachalam. 2008. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25 (Summer): 351-405.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (December): 81-112.
- Collins, D. W., M. Pincus, and H. Xie. 1999. Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *The Accounting Review* 74 (January): 29-61.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (March): 371-406.

- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August): 401-425.
- Firstenberg, P. B., and B. G. Malkiel. 1980. Why corporate boards need independent directors. *Management Review* 69 (April): 26-38.
- Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (October): 967-1010.
- Guay, W. R. 2008. Discussion of accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25 (Summer): 407-413.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 (September): 125-153.
- Herrmann, D., T. Inoue, and W. Thomas. 2001. The relation between incremental subsidiary earnings and future stock returns in Japan. *Journal of Business Finance and Accounting* 28 (November-December): 1115-1139.
- Jenkins, D. S. 2003. The transitory nature of negative earnings and the implications for earnings prediction and stock valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 21 (December): 379-404.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research* 19 (Spring): 117-145.
- Joh, S. W. 2003. Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68 (May): 287-322.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58 (January): 141-186.
- Jung, K., and S. Y. Kwon. 2002. Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting* 37 (June): 301-325.

- Klein, A. 2002. Audit committees, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August): 375-400.
- Lamont, O. 1997. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *Journal of Finance* 52 (March): 83-109.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (April): 471-517.
- Mishkin, F. S. 1983. *A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient-markets Models*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Pearce, J. A., and S. A. Zahra. 1992. The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic Management Journal* 12 (February): 135-153.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 237-265.
- Rajan, R. G., and L. Zingales. 1998. Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (Fall): 40-48.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam, and J. Jiambalvo. 1999. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings? Working Paper, Washington University.
- Ramakrishnan, R. T. S., and J. K. Thomas. 1991. Valuation of permanent, transitory and price-irrelevant components of reported earnings. Working Paper, Columbia University Business School.
- Scharfstein, D., and J. Stein. 2000. The dark side of internal capital markets: Divisional rent seeking and inefficient investment. *Journal of Finance* 55 (December): 2537-2564.
- Shin, H., and R. Stulz. 1998. Are internal capital markets efficient? *Quarterly Journal of Economics* 113 (May): 531-552.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (June): 461-488.
- Sivaramakrishnan, K., and S. C. Yu. 2008. On the association between corporate governance and earnings quality. American Accounting Association 2008 Annual meeting, Anaheim, CA.
- Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash

- flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (Spring): 289-315.
- Thomas, W. B. 2000. A test of the market's mispricing of domestic and foreign earnings. *Journal of Accounting and Economics* 28 (December): 243-267.
- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (June):139-160.
- Vance, S. C. 1983. *Corporate Leadership: Boards, Directors and Strategy*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Wang, D. 2005. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44 (June): 619-656.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (July): 61-91.
- Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20 (January): 431-460.
- Xie, H. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76 (July): 357-373.
- Yeo, G. H. H., P. M. S. Tan, K. W. Ho, and S. S. Chen. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (September-October): 1023-1046.