

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

我國修正式無保留意見與企業價值
關聯性之研究

Study on Relationship between Modified Unqualified Opinion
and Business Value in Taiwan

指導教授：許恩得 博士

研究生：蔡育哲 撰

中華民國一百年七月

東海大學會計學系碩士班

蔡育哲 君 所撰碩士論文：

我國修正式無保留意見與企業價值關聯性之研究

業經本委員會審議通過

碩士論文考試委員會委員

許恩得

顏信輝

戚務君

指導教授

許恩得

系所主任

許恩得

中華民國 一 百 年 六 月 二 十 二 日

謝誌

時光飛逝，又到了寫謝誌的時間。本篇論文的完成，首先要感謝指導教授許恩得博士對學生的指導與鼓勵，除了對論文的擬定、架構與模型推導多所協助外，這兩年來對學生在課業與生活上亦照顧有加，老師的為人處事、治學態度，亦是學生所效法的楷模。在論文及課業上的指導與教誨，以及平時對我的關心與鼓勵，學生定會銘記在心。

感謝東海大學會研所這兩年來對學生的照顧與付出，初到東海，依稀還記得當時青澀的模樣，如今已成長茁壯。在此特別要感謝系上的師長對學生的指導，恩師許恩得老師、李秀英老師、劉俊儒老師、黃政仁老師等教師對學生兩年來的教導與期勉，以及系辦人員給予學生的協助，僅在此致上最高的謝意。

感謝班上諸位同學的照顧與勉勵，在這兩年的時光裡，有侑容、萱茹、伶倫、語涵、士銘以及俊宏等，在這段期間多虧了你們的互相勉勵、加油打氣，也因為在碩班的期間有你們的陪伴、幫助以及搞笑，在繁忙的課業壓力中帶來歡笑。儘管課業的壓力如何繁重，但我們都一一克服，重要的是我們在痛苦中成長了。

最後也是最重要的，感謝我的家人。父母親從小到大給我無盡地關懷與付出，如果沒有父母親的堅持，定要我完成碩士學位，如果沒有我的手足，宛真、旻訓以及宛倫的支持與鼓勵，我不可能順利的取得碩士學位，就沒有現在寫謝誌的我，僅將本文獻給他們並再次地謝謝他們。

謝謝大家的幫忙，願所有人都能幸福平安，喜樂歡笑永伴身旁！

蔡育哲 謹誌於中華民國一百年七月

我國修正式無保留意見與企業價值關聯性之研究

指導教授：許恩得 博士

研究生姓名：蔡育哲

研究生學號：G98430018

摘要

自 1999 年我國新增修正式無保留意見之簽證類型之後，此類型之審計意見即逐年增加。我國增加此簽證類型是否影響投資人對企業的評價，或改變投資人對會計師簽證的認知，是一個待探討的問題。本研究以台灣上市櫃公司為樣本，以 1999 年分界，比較 1996 至 1998 年及 2000 至 2002 年兩段期間，投資人因審計意見之差異而對企業評價及會計師簽證的影響。實證發現，在新增修正式無保留意見之前，投資人對收到保留意見的公司有顯著的負向評價；而且對收到保留意見次數越多的公司，負向評價越大。此外，投資人對四大會計師事務所查核公司之評價顯著優於非四大會計師事務所。在新增修正式無保留意見之後，投資人對收到修正式無保留意見與無保留意見公司的評價並無顯著差異，且對四大會計師事務所查核公司亦無較高之評價，顯示新增修正式無保留意見並不影響投資人對企業之評價，而且無法凸顯四大會計師事務所的簽證價值。由於按我國之規範，有六種情況會計師可出具修正式無保留意見，本研究進一步分析投資人在各情況下之修正式無保留意見與無保留意見之差異。因樣本量限制，僅比較「採用其他會計師意見且欲區分責任」之修正式無保留意見與無保留意見之差異，仍得到類似的結論。

關鍵詞：修正式無保留意見、會計師簽證意見、公司價值

Study on Relationship between Modified Unqualified Opinion and Business Value in Taiwan

Advisor: Dr. En-Te Hsu

Graduate student name: Yu-Che Tsai

Graduate student NO: G98430018

Abstract

In 1999, CPA could issue a new attestation opinion, modified unqualified opinion (MUO), in Taiwan. This regulation change induced CPAs to issue MUO more and more annually. It is an essential issue whether this regulation change will affect investors' evaluation for business value or change the cognition for CPA's attestation. This study took the companies listed in TSEC and OTC as samples to examine this issue. The year 1999 was used to be a cut point and compared two samples, 1996-1998 and 2000-2002, for the difference about investors' evaluation of business value and the cognition of CPA attestation. The results indicated that before MUO was issued, business value would decrease if companies received qualified opinion. Moreover, business value would decrease more if the companies received more times of qualified opinion. It also found that the companies have higher value if they were audited by big 4 than non-big 4 CPA firms. After MUO was issued, the business value was no significant difference if they received MUO or unqualified opinion. It was also no significant difference for business value if companies were audited by big 4 or non-big 4 CPA firms. It reveals that MUO was no difference to unqualified opinion. And the regulation change for attestation opinion had harmed the attestation value of big 4. According to the regulations in Taiwan, there are six cases that CPA can issue MUO. This study analyzed thoroughly the difference between MUO and unqualified opinion in all the cases. For the limitation for samples, it could only compare the case which relied on another auditor's opinion and unqualified opinion. Still, the conclusion was the same.

Keywords: Modified unqualified opinion, Audit opinion, Business value

目錄

謝誌	I
中文摘要	II
英文摘要	III
目錄	IV
圖目錄	V
表目錄	VI
第壹章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的與架構	2
第貳章 文獻探討	5
第一節 代理理論	5
第二節 查核意見	7
第三節 企業價值	17
第參章 研究設計	26
第一節 研究假說	26
第二節 研究方法	27
第三節 變數衡量	30
第四節 研究樣本	33
第四章 實證分析	34
第一節 敘述統計	34
第二節 相關係數分析	35
第三節 迴歸分析	38
第四節 額外測試	41
第五章 結論與建議	45
第一節 研究發現	45
第二節 研究限制與建議	46
參考文獻	47
附錄一 我國 1996 年至 2009 年會計師查核意見統計表	50

圖目錄

圖 1 我國 1996 年至 2009 年審計意見趨勢圖	1
圖 2 研究流程	4



表目錄

表 1 查核報告意見類型	9
表 2 查核意見文獻彙總表	14
表 3 企業價值文獻彙總表	23
表 4 1996-1998 年公司年度意見型態及 1999 年意見變化情形.....	28
表 5 2000-2002 年公司年度意見型態.....	29
表 6 變數定義與衡量彙總表	32
表 7 樣本篩選狀況表	33
表 8 敘述統計量(1996-1998).....	34
表 9 敘述統計量(2000-2002).....	35
表 10 Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣(1996-1998)	36
表 11 Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣(2000-2002)	37
表 12 模型(1)之多元迴歸分析(1996-1998)	38
表 13 t 檢定分析表(類型一).....	39
表 14 模型(1)之多元迴歸分析(2000-2002)	40
表 15 四大與非四大對公司價值之差異	41
表 16 修正式無保留意見各類型之公司數量表.....	42
表 17 採其他會計師查核意見且欲區分責任之修正式無保留意見.....	43
表 18 採其他會計師查核意見且欲區分責任-四大與非四大差異	44

第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

我國於 1999 年發佈第 33 號審計準則公報「財務報表查核報告」，在第 33 號公報中，會計師查核報告意見型態新增「修正式無保留意見」類型。修正式無保留意見係將過去部分原本應出具保留意見之情況，改變為可以出具無保留意見之型態，但需另外加一說明段，並予解釋；例如會計師對於企業之繼續經營能力如果存有重大疑慮時，原本應依照第 16 號審計準則公報之規定，若無法消除其疑慮且受查者財務報表亦未作適當揭露時，應該出具保留意見或否定意見型態之查核報告；但是在第 33 號公報發佈後，修正第 16 號公報，即會計師對受查者之繼續經營假設存有重大疑慮，且受查者財務報表已作適當揭露時，可以出具修正式無保留意見，即是無保留意見查核報告意見段之後加一說明段。

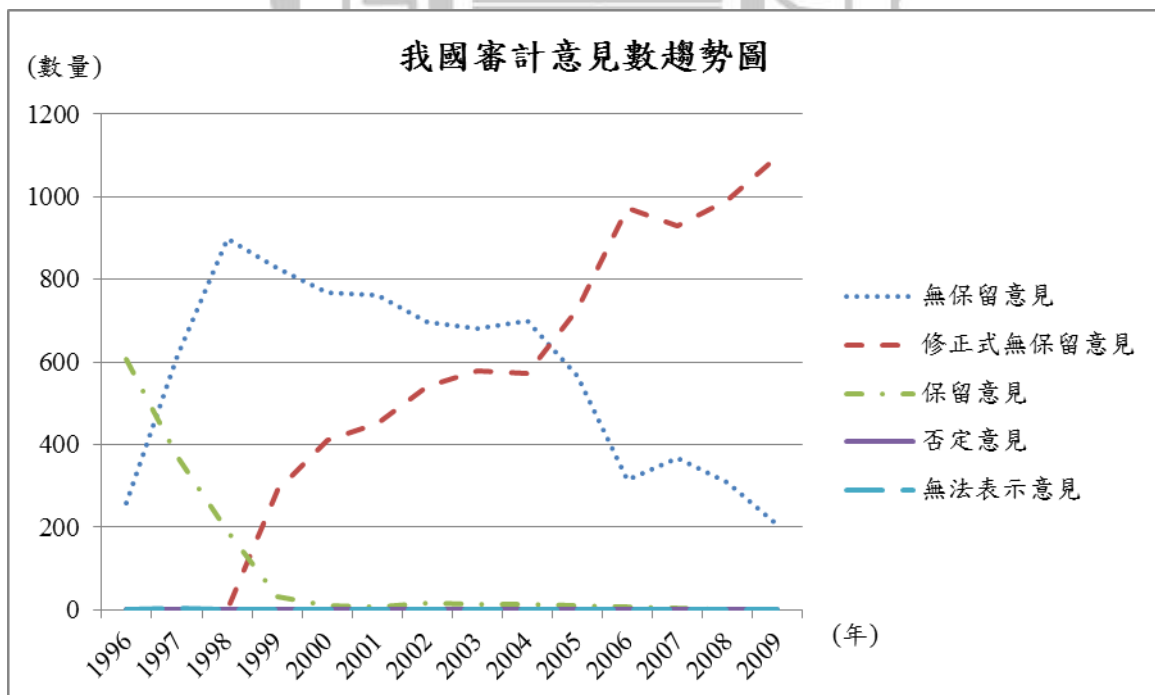


圖 1 我國 1996 年至 2009 年審計意見趨勢圖

資料來源：本研究整理

自第 33 號審計準則公報發佈以來，修正式無保留意見簽發比率逐年上升。以 2009 年會計師意見簽發類型為例，高達 84% 為修正式無保留意見；無保留意見簽發比例由 1999 年 72% 降至 16%（參附錄一）。由上圖 1 可明顯得知第 33 號公報發佈以來會計師大量簽發修正式無保留意見，使修正式無保留意見數逐年增加，但無保留意見數卻是逐年的減少。

會計師的審計意見對於投資人來說具有相當程度的重要性，當獲知公司被簽發保留意見時，即會立刻降低對該公司股票的评价，導致該股的報酬率明顯下降，此時保留意見即存在有負的資訊內涵。如果會計師的審計意見帶有負面的訊息，此一審計意見是否會對公司的股價造成影響？Fields and Wilkins(1991)、Ameen(1994)、Jones(1996)、Chen, Su and Zhao (2000)、林蕙真(1993)等研究結果顯示保留意見具有資訊內涵，會對股價造成負面影響；然而 Baskin(1972)、Ball, Waller and Whittred(1979)、Dodd, Dopuch and Holthusen(1984)、沈中華與李建然(1999)等研究結果顯示保留意見不具資訊內涵。由文獻得知過去保留意見是否具資訊內涵之研究結果並未提供一致性的答案，1999 年修正式無保留意見發佈實施後，陸續的研究如 Chen et al. (2000)及吳碩然(2002)研究結果皆顯示整體修正式無保留意見對股價有顯著的負向反應。

Weber and Willenborg(2003)以專家資訊做為中介具有附加價值，且認為會計師所簽發的審計意見對投資人而言是有價值的。公司的價值與股價息息相關，股價若下跌則公司價值也會隨之下滑，企業必須設法提升公司價值，以獲得投資人之投資意願。提升公司價值除了要提高企業本身的競爭力外，也讓投資大眾瞭解公司之價值，將公司之價值資訊傳達給投資人，增加投資人的投資意願，使投資人提高對企業的評價。故本研究針對審計準則公報 33 號發佈前後審計意見對於公司價值之影響進行探討，是否我國增加此簽證類型影響投資人對企業的評價；另外，進一步區分事務所規模，探討審計準則公報 33 號發布前後，由四大會計師事務所與非四大會計師事務所查核之公司價值之差異，是否改變投資人對會計師簽證的認知。

第二節 研究目的與架構

市場上投資者與債權人對公司財務體質及經營狀況通常是透過企業所報

導之財務報表進行瞭解，作為投資與授信決策之參考，因此公司財務報表是否允當表達成為投資者和債權人關心的問題。透過超然獨立的第三者，也就是會計師對公司的財務報表進行查核，藉以審視財務報表是否允當表達，發布查核報告說明財務報表的允當程度。如此一來，財務報表、查核報告和投資大眾則成為密切的依存關係。

自 1999 年審計準則公報第 33 號發佈以來，原先部分應簽發保留意見之情況，改為簽發修正式無保留意見，且改變年度後，會計師大量簽發修正式無保留意見取代無保留意見。因此，本研究將 1999 年我國審計準則公報第 33 號發佈實施當作一個分界，主要探究之目的為審計準則公報第 33 號發佈前保留意見類型對公司價值之影響，以及審計準則公報第 33 號發佈後修正式無保留意見對公司價值之影響，再進一步區分事務所規模檢視審計準則公報第 33 號發佈前後對於公司價值是否具有顯著差異。

本研究共分為五章，各章內容說明如下：

第壹章 緒論

共分為二節分別說明本研究之研究背景與動機、研究目的與架構。

第貳章 文獻探討

共分為三節，第一節介紹代理理論，第二節介紹查核意見，第三節介紹企業價值。

第參章 研究方法

共分為四節，第一節根據國內外文獻建立本文之研究假說，第二節介紹研究方法並建立模型，第三節為變數定義，第四節說明樣本之蒐集及來源。

第肆章 實證分析

共分三節，第一節為敘述統計，第二節為相關係數分析，第三節為迴歸分析。

第五章 結論與建議

共分兩節，第一節為研究發現，第二節為研究限制與建議。

研究流程圖

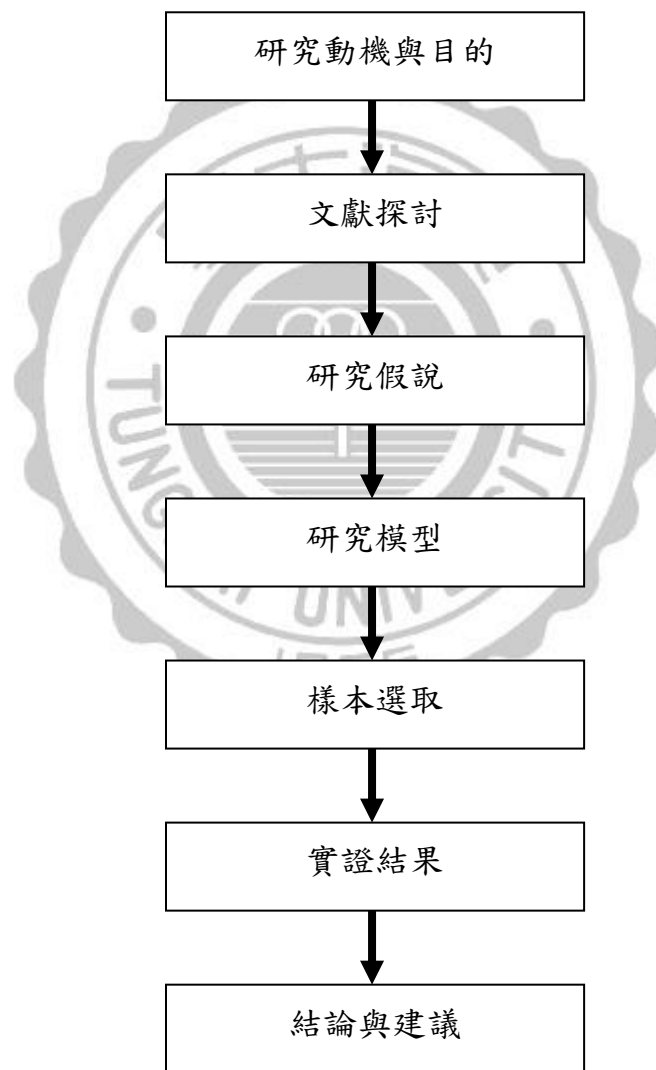


圖 2 研究流程

第貳章 文獻探討

本章第一節介紹代理理論；第二節介紹查核意見；第三節介紹企業價值。

第一節 代理理論

Jensen and Meckling(1976)將代理關係定義為：「係指一位或一位以上的主理人(Principal)雇用並授權給另一位代理人(Agent)，代其行使某些特定行動，彼此間所存在的契約關係」。代理關係不單只存在於股東與管理階層間，股東與債權人之間也存有代理關係。在股東與管理階層間的代理關係下，係假定股東和管理階層其目標均在追求本身效用最大化。因此，股東的興趣在於如何使企業價值或股價極大化，而管理階層往往需就使股價極大化和追求自身利益之間做一選擇。然而 Berle and Means(1932)認為經營權及所有權分離的情況下，當股權過於分散且管理階層持有較少之股權時，由於股東對管理階層約束力量薄弱，公司管理階層可能做出偏離股東財富極大化的行為，而往往管理階層根據個人利益之分配，運用公司資源以創造個人利潤極大化。在代理關係的架構下，若主理人與代理人所追求的目標不一致，其之間就可能存有潛在的利害衝突，並導致代理問題的發生。

Jensen and Meckling(1976)認為代理問題將導致代理成本的產生，而代理成本包括監督成本(monitoring cost)、約束成本(bonding cost)與剩餘損失(residual loss)：

1. 監督成本：股東為避免管理階層之偏差行為，而監督其所作之決策，或對其施以適當之誘因，以確保管理階層會追求股東利益最大，因而所發生之成本。
2. 約束成本：管理階層為了取得股東的信任，而保證不會做出不利股東之行為所付出之成本。
3. 剩餘損失：透過股東的監督或管理階層本身的自我約束行為，但其兩者間仍有部分未能解決代理問題所產生之利益衝突，因此管理階層在決策的選

擇上，很可能致使股東財富無法達到極大化，因而造成股東利益的損失。

Berle and Means(1932)提出經營權及所有權分離的觀念，隨著企業規模不斷地擴大，企業為了向外界募集更多的資金，而導致經營權與所有權分離的現象。當股東授權給管理階層經營公司，由管理階層負責公司營運責任時，股東與管理階層彼此之間則發生代理關係(agency relationship)。

根據 Barnea, Haugen and Senbet(1981)對代理問題的定義區分為：經營權與所有權分離引起、負債融資所產生及資訊不對稱。一般而言，代理問題來源可分為兩種：一為權益代理問題，係指股東與管理階層間之衝突，；另一為負債代理問題，係指股東與債權人間之衝突。

在權益代理關係下，資本市場的投資人即是股東，其授權委託管理階層經營管理公司，若在管理階層僅擁有少部分之股權，甚至完全未持有該公司之股權時，其可能做出有損公司價值而增加其個人利潤之行為，然而往往也是由於股東與管理階層之間或多或少均存有資訊不對稱 (Information Asymmetry)而引起代理問題，而資訊不對稱會產生兩項問題：一為逆選擇 (adverse selection)：因管理階層通常未將公司全部消息告知投資人，造成其兩者間對公司的認知有所差異，以致股東在股票市場中可能因資訊消息不足，而作出與管理階層相反之買賣行為。二為道德危機(moral hazard)：相較於管理階層，股東擁有關於公司資訊較少的情況下，其未能完全正確地觀察管理階層之行為，致使管理階層可能基於私利，而產生道德危機之自利行為。然而對於資訊不對稱所衍生之道德危機問題，股東可藉由設計一套激勵管理階層採取對公司有利行為之獎勵制度，如紅利制度、薪資報酬制度等，以降低發生詐欺舞弊或規避責任之機會，進而增進雙方的價值。

為避免代理問題的發生，除委託人可能會設置監督機制及紅利制度來防止代理人的偏差行為外，代理人本身為取得委託人的信任，同時也會自願性的訂定限制條款，保證不會為了自身的私利而放棄委託人的利益。然而解決代理問題仍有其他之方法，如外部審計的查核，外部審計可以提供最公正、最有效的監督機制，企業可透過會計師所提供的審計服務，以合理確信公司財務報表無重大不實表達，且在重大方面足以允當表達。

第二節 查核意見

一、我國審計準則公報意見類型分類

美國審計準則公報第 58 號於 1989 年 1 月 1 日開始實施，改變簽發保留意見的條件，新增附加「說明段」之查核意見。我國審計準則公報於 1999 年 8 月 24 日發佈第 33 號公報「財務報表查核報告」，取代第 2 號審計準則公報「查核報告處理準則」。

在「審計準則公報第二號」中，會計師查核意見有四種：

1. 無保留意見之查核報告

同時具備下列兩項條件時，會計師即可出具無保留意見：1.會計師已依照一般公認審計準則執行查核工作，且未受受查者任何限制；2.受查者財務報表已依照一般公認會計原則編製並且適當揭露。

2. 保留意見之查核報告

當有下列情形之一發生時，會計師必須出具保留意見：1.財務報表沒有依照一般公認會計原則編製；2.財務報表未對公司營運及財務狀況作適當之揭露；3.因客觀環境之限制導致會計師未能實行必要之查核程序；4.會計原則方法變動而有不一致時；5.存在有可能會影響財務報表之未確定事項。

3. 無法表示意見之查核報告

當會計師查核範圍受限制且無法取得足夠且適切之查核證據來驗證財務報表之可靠性時，此時則應具無法表示意見。

4. 否定意見

當會計師判斷財務報表未依照一般公認會計原則編製，而有不足以允當表達之情形發生，且情況嚴重，此時則必須簽發否定意見。

新公報除沿用原先四種格式的查核報告外，另增加了「修正式無保留意見」之意見型態，使查核報告出具的類型由四種改為五種。最主要的變動除了標準式報告文字由二段式增加前言段變為三段外，部分過去應出具保留意見之情況，則可改為修正式無保留意見。

依「審計準則公報第 33 號」中第二十二條的規定，會計師對業經查核之財務報表，應依據查核結果提出查核報告之型態分為五種：

1. 無保留意見

適用於具備 1.會計師已依照一般公認審計準則執行查核工作，且未受限制。2.財務報表已依照一般公認會計原則編製並適當揭露之要件。

2. 修正式無保留意見

會計師遇有下列情況之一時，應於無保留意見查核報告中加一說明段或其他說明文字：1.會計師所表示之意見，部分係採用其他會計師之查核報告且欲區分責任。2.對受查者之繼續經營假設有重大疑慮。3.受查者所採用之會計原則變動且對財務報表有重大影響。4.對前期財務報表所表示之意見與原來所表示者不同。5.前期財務報表由其它會計師查核。6.欲強調某一重大事項，如重大期後事項、重大關係人交易等。

3. 保留意見

有下列情況之一，且會計師認為情節重大者，應出具保留意見之查核報告：1.查核範圍受限制。2.會計師對管理階層在會計政策之選擇，或財務報表之揭露認為有所不當。保留意見應以「除……外」之方式表達其情況及影響。

4. 否定意見

會計師與管理階層間如存有上述 2. 之情況且情節極為重大，致財務報表無法允當表達財務狀況、經營成果或現金流量，出具保留意見仍嫌不足者。否定意見應以「由於……極為重大，……無法允當表達」之方式表達其情況及影響。

5. 無法表示意見

查核範圍如受限制，致會計師無法獲取足夠及適切之查核證據且情節極為重大，出具保留意見仍嫌不足者。前言段無須提及會計師之責任，且範圍段應省略。

表 1 查核報告意見類型

查核報告	查核意見	文字表達方式
標準式	無保留意見	「依本會計師之意見，第一段所述財務報表在所有重大方面係依照一般公認會計原則編製，足以允當表達...」
非標準式	修正式無保留意見	同無保留意見段表達，但要加說明段
	保留意見	「除...外，...允當表達...」
	否定意見	「由於...，財務報表無法允當表達」
	無法表示意見	「由於...，財務報表無法表示意見」

參考來源：審計準則公報

二、查核意見與股價

Baskin(1972)探討會計原則變動違反一致性類型之保留意見的資訊內涵。研究期間為 1965 年至 1968 年，選取被簽發違反一致性基礎之樣本，以美國 NYSE 上市公司為研究樣本，合計 128 個樣本；選取沒有違反一致性基礎之樣本，合計 126 將樣本分為三組，實驗組一為公司在年度盈餘宣告的同時，有揭露會計原則的變動，此部份樣本有 58 家；實驗組二為無公開揭露會計原則的變動，此部份樣本有 70 家；控制組為 126 家沒有違反一致性基礎的樣本，以觀察此三組在價格的變動是否有顯著的差異。研究發現：違反一致性基礎而收到保留意見之財務報告對股價無明顯的影響，表示違反會計原則變動一致性的

保留意見並無資訊內涵。

Firth(1978)以英國上市公司為研究樣本，選取 1974 年至 1975 年間合計 247 家公司，以被簽發保留意見之公司為研究樣本，當作實驗組，再依據每一樣本之產業選取公司規模類似及被簽發乾淨意見之公司為控制組，採事件研究法，藉由市場模型計算累積異常報酬，以審計意見宣告日為事件日，研究保留意見對投資決策的影響。研究發現：1.某些類型的保留意見會影響投資決策，如一般類型、繼續經營類型與資產評價類型皆顯著對股價造成負面影響；2.子公司查核、會計準則公報及連續保留意見類型雖有負的累積異常報酬，但未達顯著水準；3.不同的保留意見原因對股價有不同之影響。

Ball, et al. (1979)以澳洲 OTC 公司作為研究對象，選取 1961 年至 1972 年間 117 個保留意見為樣本，將年報公告日當週為事件期，以週資料計算累積異常報酬。研究發現：1.保留意見類型確實與公司股價有顯著的關聯性，而且股東的反應會因保留意見內容不同而有所差異，如建築物折舊類型的保留意見為顯著的正異常報酬；2.雜項原因(包括不適當的會計紀錄、違反公司法、內部控制疏失與錯誤分類)與多重保留兩種類型，有負異常報酬，但在後半段期間，則有正異常報酬；3.整體保留意見，在有效宣告期內，雖有正異常報酬，但不顯著，表示保留意見整體不具資訊內涵。

Banks and Kinney(1982)對或有損失(相當於不確定事項)財務報告書的公佈與股價之關聯進行研究，選取 1969 年至 1975 年間，首次於年報中附註或有損失的公司為研究樣本，合計 92 家，計算樣本的累積異常報酬差異，研究發現，因或有損失而被簽發保留意見的樣本，其 CAR 雖與無保留意見樣本有差異，但未達顯著水準，表示因或有損失而被簽發保留意見不具資訊內涵。

Davis(1982)探討保留意見之資訊內涵。研究期間為 1968 年至 1975 年間，針對被簽發保留意見之公司為研究樣本，合計 140 個樣本，並將被簽發保留意見的原因區分為以下六類：1.處分資產與撤資損失原因，2.資產評價原因，3.法律訴訟原因，4.借款償還原因，5.所得稅與融資協商問題，6.其他原因。採事件研究法，利用市場模式計算累積異常報酬，以 t 檢定是否顯著。研究發現：1.以上六類之保留意見不具資訊內涵；2.整體不分類之保留意見具有資訊內涵。

Chow and Rice(1982)研究美國投資市場資產評價及不確定性兩類之保留意見和股價之關聯。將保留意見進一步分為資產評價及不確定性兩類。研究期間為 1973 年至 1974 年間，選取首次被簽發保留意見的公司為樣本，合計 90 家，並同時以被簽發無保留意見樣本為控制組，合計有 90 家。採市場模型計算異常績效指標(Abnormal Performance Index)藉此判斷保留意見之資訊內涵。研究發現：1.不確定類型保留意見對股價無顯著影響，不具資訊內涵；2.資產評價類型之保留意見對股價具有顯著影響，此類型保留意見具資訊內涵。

Dopuch, Holthausen and Leftwich(1987)對不確定性的保留意見於媒體公佈時，是否有異常股票報酬作研究，以1970年至1982年間，從美國紐約證券交易所上市公司中，選取因不確定事項而被簽發保留意見之公司，合計114家，在進一步將樣本分為首次獲取保留意見及連續獲取保留意見兩類。另外為驗證股價是否受到除保留意見之外的其他資訊影響，並進一步將樣本中是否受其他資訊影響來分，若有受到其他資訊影響則為污染樣本，反之，則為乾淨樣本。以SEC收到10K、年報日為事件日，宣告日前後一天為事件期，以市場模型計算事件日前300天至事件日後60天的平均預測誤差(Average Prediction Error, APE)及累積平均預測誤差(Cumulative Average Prediction Error, CAPE)，作T檢定。

研究發現：1.不確定性保留意見於媒體公佈時，有顯著負異常報酬，表示保留意見具有資訊內涵；2.受污染樣本組的股價異常反應大於乾淨樣本組，表示股價會受到其他重大資訊的影響；3.首次收到保留意見樣本組的負異常報酬大於連續收到保留意見樣本組的負異常報酬，表示投資人對意見有預期的心理存在。

Jones(1996)探討繼續經營有疑慮之保留意見是否具資訊內涵。選取1979年至1988年間，蒐集公司收到繼續經營保留意見與無保留意見為樣本，繼續經營保留意見樣本合計68個，而無保留意見樣本合計86個，採事件研究法，事件日以下列三者最先發生之日：1、媒體披露保留意見日，2、年報公開日，3、10K報告送達證管會日，研究方法採市場模型計算累積異常報酬，並以3日或5日之累積異常報酬為應變數，以未預期盈餘、未預期違約、發生繼續經營保留意見之機率及意見型態虛擬變數(繼續經營保留意見為1，無保留意見為0)為自變數，進行分析，研究結果未達顯著，表示繼續經營保留意見不具資訊內涵。

Chen and Church(1996)根據文獻顯示繼續經營有疑慮的保留意見可預測破產，故針對繼續經營有疑慮的保留意見與市場對破產宣告的反應進行探討，選

取1980年至1988年間合計98家被宣告破產的公司為研究樣本，其中56間公司被簽發無保留意見，另42間公司被簽發繼續經營有疑慮的保留意見，將破產宣告日作為事件日，藉由衡量平均超常報酬與累積超常報酬來比較兩組樣本於破產宣告的前後區間其股價報酬的差異，設計迴歸模型，並對破產機率、在破產前市場對媒體揭露財務困難之反應、與查核報告公佈前之股價變化，三個變數加以控制。研究發現，收到繼續經營有疑慮的保留意見的公司在破產宣告日前後，其負異常報酬遠低於收到無保留意見的破產公司，隱含繼續經營的保留意見具有資訊價值和繼續經營的保留意見會減少市場對破產的未預期程度。

林蕙真(1993)探討保留意見之資訊內涵。選取1991年被出具保留意見的12家公司為樣本，另外再選取12家資本額、資產總額、產業別和營業額與其規模相當之公司且被出具無保留意見的公司作為控制組，其研究以市場模型為基礎，並分別以日資料與月資料計算累積異常報酬。研究顯示，無論從日資料和月資料計算之異常報酬而言，保留意見對股價皆有顯著的負向影響，代表保留意見具資訊內涵，該研究之樣本數較少，因此，會降低結果的可信賴程度。

楊孟萍(1994)以累積異常交易量(Cumulative abnormal trading volume, CAV)的角度來研究審計品質和查核意見與異常交易量的關係，以1990年到1992年3月間發佈保留意見上市公司為研究樣本，合計195家，分別以盈餘概估宣告日及財務報表發布日為其事件日，觀察公司規模、會計師審計品質、未預期盈餘、未預期現金流量及查核意見對累積異常交易量的影響。研究發現：1.會計師查核意見的型態與異常交易量有顯著相關性，當被簽發無保留意見的財務報表公佈時，所引起交易量的反應遠大於被簽具其他意見類型者；和2.在財務報表發布日，審計品質與異常交易量呈顯著正相關。

馬嘉應(1998)研究期間為1985年到1994年間被簽發保留意見的上市公司為研究對象，選取118個觀察值，保留意見為59家，以董事會召開日為事件日，以審計報告為盈餘資訊品質之代理，觀察保留意見發布後，投資人對盈餘宣告反應程度的變化，探討保留意見之內涵，採逐步迴歸模式進行實證，迴歸模式中的應變數為累積異常報酬，自變數為未預期盈餘、公司系統風險、未預期現金股利、經濟成長機會及規模。研究發現：1.股價之預期波動主要受國內外政治、經濟等市場系統風險之影響；2.在考量現金股利、市場風險及經濟成長等影響股價的因素之下，整體不分類保留意見具正面之資訊內涵。

沈中華與李建然(1999)以Choi and Jeter(1992)盈餘反應係數模式為基礎，探討會計師查核意見對盈餘反應係數的影響作實證分析，蒐集1981年至1992年間共計220個觀察值（其中包括110個實驗組與110個控制組）為研究樣本，並以董監事會議日為事件日。進一步將保留意見區分為五類，衡量不同類型的保留意見對盈餘反應係數之影響是否具有差異。研究發現：1. 整體不分類保留意見不具資訊內涵；2. 分類後之五類保留意見亦不具資訊內涵。

Chen et al. (2000)研究目的如下：1. 探討修正式無保留意見是否具資訊內涵；2. 探討會計原則變動類型之修正式無保留意見是否具有資訊內涵；和3. 探討修正式無保留意見是否和保留意見是否有所差別。基於以上三大研究目的，作者作了三大假設：一、修正式無保留意見和市場報酬呈顯著負向關係；二、投資者對會計原則變動類型之修正式無保留意見的反應不同於對非會計原則變動類型之修正式無保留意見的反應；和三、投資者對保留意見的反應不同於對修正式無保留意見的反應。研究發現：1. 研究結果支持假說一，但不支持假說二及假說三；2. 投資人對於修正式無保留意見呈顯著負向反應，表示修正式無保留意見具資訊內涵；3. 投資者對會計原則變動之修正式無保留意見的反應和對非會計原則變動之修正式無保留意見的反應並無明顯不同，表示會計原則變動之修正式無保留意見對投資人不具資訊內涵；4. 結果顯示投資者對保留意見的反應和對修正式無保留意見的反應無明顯不同；5. 於中國審計市場中，審計報告具有價值攸關性，因投資人重視意見的本質而非形式，此表示中國審計市場逐漸成熟。

Mark and Michael(2003)探討美國自1988年SAS第58和59號規定將保留意見改為用修正式無保留意見表達後，改變前後投資者對公司權益評價的影響。採事件研究法，計算改變前後的累積異常報酬，研究發現在1984年至1988年間於宣告日有-7.02%異常報酬，「-1,+1」有-4.64%異常報酬都顯著；於1989年至1996年間於宣告日有-13.8%異常報酬，「-1,+1」有-25.2%異常報酬都顯著，認為1989年至1996年間相較之前有較大的負異常報酬乃投資者過度反應導致，和意見型態改變沒有直接關係。研究發現：1. 意見型態改變前就有顯著的負向異常報酬，表示繼續經營有疑慮之保留意見具資訊內涵。2. 意見型態改變後，雖然較改變前有更大的負向異常報酬，但作者認為1988年後的改變意見是不具意義的，只是過度反應而已。

Weber and Willenborg(2003)以專家資訊做為中介是否具有附加價值?藉由

初次上市(IPO)資訊的審計報告來檢驗指出，在初次上市前的財務報表，經大型會計師事務所查核之財務報表對未來股票報酬率及是否下市的預測率，皆優於經小型會計師事務所查核之財務報表。由專家所提供的資訊是相當重要的，會計師的審計意見對投資者而言是有價值的。

吳碩然(2002)探討國內修正式無保留意見資訊內涵之文獻。以 1999 年及 2000 年財務報表被簽發修正式無保留意見的上市及上櫃之公司進行研究，採事件研究法，以董事會召開日為事件日，分別以市場模式、平均調整模式及指數調整模式來計算異常報酬率，以累積異常報酬率為應變數，納入公司規模、未預期股票股利、未預期現金股利、未預期盈餘及過去五年間獲保留意見次數作為控制變數來探討修正式無保留意見是否具有資訊內涵。另外再探討連續年度獲得修正式無保留意見與首次獲得修正式無保留意見的市場反應是否不同、法人持股比例與累積異常報酬之關聯性。研究發現：1.修正式無保留意見整體而言具資訊內涵，對股價有負面的影響；2.不同類型的修正式無保留意見具不同的資訊內涵，繼續經營有疑慮修正式無保留意見具資訊內涵，對股價有負向影響；會計原則變動及強調重大事項之修正式無保留意見不具資訊內涵，對股價不具顯著影響；3.連續年度獲得修正式無保留意見對股價沒有影響，表示台灣股票市場不存在對修正式無保留意見之預期；和 4.法人持股比例對修正式無保留意見資訊內涵沒有影響。

賴秀卿與李宏志(2009)探討修正式無保留意見是否具有資訊內涵，研究採用 Ohlson(1995)會計評價模型來解決事件研究法有關同步資訊的問題。實證結果顯示，整體修正式無保留意見與股價呈現顯著負向關係，意即整體修正式無保留意見具有資訊內涵。不同類型修正式無保留意見具有不同資訊內涵包括其他會計師意見類型，繼續經營有疑慮、強調重大事項和會計原則變動。而且不同類型之修正式無保留意見對股價影響程度亦不同，繼續經營有疑慮類型影響最大，其次為強調重大事項和會計原則變動這兩類也具有資訊內涵。

表 2 查核意見文獻彙總表

作者	研究主題	結論
Baskin(1978)	探討會計原則變動違反一致性之保留意見	違反會計原則變動一致性的保留意見並無資訊內涵

	的資訊內涵	
Firth(1978)	探討不同類型保留意見對投資決策之影響	<ol style="list-style-type: none"> 1. 某些類型的保留意見會影響投資決策，如一般類型、繼續經營類型與資產評價類型皆顯著對股價造成負面影響 2. 子公司查核、會計準則公報及連續保留意見類型雖有負的累積異常報酬，但並未達顯著水準 3. 不同的保留意見原因對股價有不同之影響
Ball et al. (1979)	探討整體保留意見之資訊內涵	保留意見整體不具資訊內涵
Banks and Kinney(1982)	探討未確定事項之保留意見的資訊內涵	不確定事項之保留意見不具資訊內涵
Davis(1982)	探討保留意見之資訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 1. 整體不分類保留意見具有資訊內涵 2. 以上六類保留意見不具資訊內涵
Chow and Rice(1982)	探討不確定性類型與資產頻價類型之保留意見資訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不確定類型保留意見不具資訊內涵 2. 資產評價類型之保留意見具資訊內涵
Dopuch et al. (1987)	探討不確定性之保留意見資訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不確定性類型之保留意見具資訊內涵 2. 股價會受到其他重大資訊的影響 3. 首次收到保留意見組的負異常報酬大於連續收到保留意見組的負異常報酬
Jones(1996)	探討繼續經營有疑慮之保留意見是否具資訊內涵	繼續經營有疑慮之保留意見不具資訊內涵
Chen and Church(1996)	探討繼續經營有疑慮之保留意見對破產宣告之反應	繼續經營有疑慮之保留意見具有資訊內涵
Chen et al. (2000)	探討修正式無保留意見之資	<ol style="list-style-type: none"> 1. 修正式無保留意見整體具資訊內涵，和市場報酬呈現負向關係

	訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 投資者對會計原則變動有關之修正式無保留意見的反應和對非會計原則變動之修正式無保留意見反應無顯著不同 投資人對保留意見的反應和對修正式無保留意見的反應無顯著不同
Mark and Michael(2003)	探討 1988 年 SAS 第 59 號規定對保留意見改成修正式無保留意見後，改變前後投資者對公司評價的影響	<ol style="list-style-type: none"> 意見型態改變前就有顯著的負向異常報酬，代表保留意見具資訊內涵。 意見型態改變後，雖然較改變前有更大的負向異常報酬，但是作者認為 1988 年後的改變意見是不具意義的，只是過度反應而已。
Weber and Willenborg(2003)	探討專家資訊作為中介對投資人是否具有價值	<ol style="list-style-type: none"> 會計師的審計意見對投資者而言是有價值的。 經大型會計師事務所查核之財務報表對未來股票報酬率及是否下市的預測率，皆優於經小型會計師事務所查核之財務報表。
林蕙真(1993)	探討保留意見資訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 整體不分類保留意見具負資訊內涵。 然樣本數過少會降低結果可信度。
楊孟萍(1994)	由累積異常交易量的角度探討審計品質	<ol style="list-style-type: none"> 被簽發無保留意見的財務報表公佈時，所引起交易量的反應遠大於被簽具其他意見類型者。 在財務報表發布日，審計品質與異常交易量有顯著的正相關。
馬嘉應(1998)	探討保留意見資訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 股價之預期波動主要受國內外政治、經濟等市場系統風險之影響 在考量現金股利、市場風險及經濟成長等影響股價的因素之下，整體不分類保留意見具有正面之資訊內涵。
沈中華與李建然(1999)	探討會計師查核意見對盈餘反應係數的影響	<ol style="list-style-type: none"> 整體不分類保留意見不具資訊內涵。 分類後之五類保留意見亦不具資訊內涵。

	響	
吳碩然(2002)	探討修正式無保留意見之資訊內涵	<ol style="list-style-type: none"> 1. 修正式無保留意見整體而言具有資訊內涵，對股價會有顯著負面的影響。 2. 不同類型的修正式無保留意見具有不同的資訊內涵，繼續經營有疑慮修正式無保留意見具有資訊內涵，對股價有顯著負面的影響；會計原則變動及強調重大事項之修正式無保留意見不具資訊內涵，對股價不具顯著影響。 3. 連續年度獲得修正式無保留意見對股價沒有影響，顯示台灣股票市場不存有對修正式無保留意見之預期。 4. 法人持股比例對修正式無保留意見資訊內涵沒有影響
賴秀卿與李宏志(2009)	探討修正式無保留意見整體與不同類型對投資者決策之影響	<ol style="list-style-type: none"> 1. 整體修正式無保留意見具有資訊內涵。 2. 不同類型之修正式無保留意見對股價影響程度亦不同，繼續經營有疑慮類型影響最大，其次為強調重大事項和會計原則變動這兩類也具有資訊內涵。

第三節 企業價值

投資者評估是否投資公司時，有許多考量的因素，其中企業價值的衡量是重要的項目之一。企業的價值是該企業預期自由現金流量以其加權平均資本成本為貼現率折現的現值，它與企業的財務決策密切相關，體現了企業資金的時間價值、風險以及持續發展能力。企業價值可以分為下列幾種衡量方式：

1. 資產價值評估法 (Asset Appraisal Approach)

定義：企業的價值在重估後總價值減去總負債後之淨資產價值。

計算方式：資產價值＝資產總重估價值－負債總重估價值

2. 獲利價值評估法 (Discount Income Appraisal Approach)

定義：企業的價值在未來各期所產生之收益(Income)的折現值。

$$\text{計算方式：Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I_t}{(1+r)^t}$$

Value＝企業價值； I_t ＝第 t 期企業創造之收益 (Income)；r＝要求報酬率

3. 市場價值評估法

定義：以市場上直接股權交易的價格做為被評價公司價值評定的依據。

計算方式：企業價值＝市場交易價格之函數

4. 市場比較法

定義：利用與被評估公司類似的公開上市公司之財務資料，來估計被評估公司之價值。

計算方式：依照比較項目的不同調整

5. 選擇權定價模式

定義：將公司股東視為買進選擇權的擁有者。若企業的價值小於每期本利的支付（買進選擇權的履約價格），則當負債到期（買進選擇權到期），股東便不會履約。相反的，如果企業價值大於每期本利和的支付，股東就會履約，而此時股東得到的價值為企業的價值減去債權人本利的部份。

$$\text{計算方式：} C = S * N(d_1) - K(1+r)^{-T} N(d_2)$$

其中， $d_1 = \ln(S/K) + (r + 0.5\sigma^2)T / \sigma\sqrt{T}$ ； $d_2 = \ln(S/K) + (r - 0.5\sigma^2)T / \sigma\sqrt{T} = d_1 - \sigma\sqrt{T}$

C：買權目前理論價值

S：目前的股價

K：履約價格

r ：無風險利率(以年為標準)

T ：到期日之長短(以年為單位)

\ln ：自然對數

σ ：股價報酬波動度(以年為標準)

$N(d_1)$ ：為標準常態分配(standard normal distribution)之累積機率密度函數(cumulative density function)

6. Tobin's Q

定義：以公司資本財的市場評價與公司重置成本的比值

各種評價模式都有其假設以及優缺點，所以沒有一種方式適用於所有研究及場合。資產價值評價法因計算方法為粗略值，故大多適用於剛成立的公司或是公司即將結束營業；獲利價值評價法雖適合評估永續經營的公司，但是未來收益難以預測且每個人要求的報酬率並不相同，需要對公司有深入了解才能做評估；選擇權定價模式並未考慮股東提前拿回股本的問題；市場比較法的缺點為難以找到同類型的公司來比較；市場價值評估法除非市場相當具有效率，公司的資訊可以充分反應於市價上，否則評估會失去正確性。

本研究考量各種評價方式以及本研究的需求，並且基於 Tobin's Q 為最普遍的衡量方式，所以選定 Tobin's Q 為企業價值的衡量變數。

一、衡量方法

Tobin's Q 值為諾貝爾經濟獎得主 James Tobin 於 1969 年提出，Tobin's Q 定義為衡量公司資本財的市場評價與重置成本的比值，原本的構想是利用公司市值與重置成本的差異用來當做衡量產業獨占力的指標，但基於企業的資產重置成本取得不易，計算上考慮資本折舊率、折現率和技術成長率等總體因素來求出市值與重置資本的估計值，但因計算過於繁雜，所以之後少有學者跟進。

Tobin's Q 值主要用來預測在經濟因素之外的企業投資決策，當 Tobin's Q

值小於 1 則代表公司資產價值低於重置成本，企業因此不會多投資於此類資產，公司可能會在市場中賣掉公司的資產，追求公司的最大價值；當 Tobin's Q 值大於 1 則代表公司資產價值高於重置成本，則企業可以投資於此類資產，公司會進行額外的投資增加公司的價值。

Lindenberg and Ross(1981)延續 Tobin 的精神，將 Tobin's Q 值的分子分成普通股市值、特別股市值與債券三個部份，利用公司年末股票市值來估計普通股市值，特別股股利除以 Standard and Poor's 股票殖利率來估計特別股市值，在債券方面，短期債券以帳面價值來估計，長期債券考慮息票利率來估計。至於 Tobin's Q 值的分母部分，資產重置成本考慮折舊率、物價水準總體因素及存貨先進先出貨後進先出的會計方法來計算廠房設備與存貨重置所需的成本，以廠房、存貨重置成本減去其帳面價值再加上資產的帳面價值來估計資產的重置成本。之後不少學者 Smirlock, Gilligan and Marshall(1984)、Jose, Nichols and Stevens(1986)使用此方法。

Lang, Stulz and Walking (1989) 修正 Lindenberg and Ross (1981) 的作法，利用特別股的帳面價值來當作特別股市值，長期債券若不知息票利率也以帳面價值來估計，重置成本利用資產的帳面價值加上廠房與存貨的重置成本減去廠房與存貨的帳面價值，若公司沒有進行資產的重置成本則利用 Lindenberg and Ross (1981) 的演算法來估計重置成本。

Chung and Pruitt(1994)修正 Lindenberg and Ross(1981)與 Lang et al. (1989) 的計算方式，利用公司期末市值當作普通股市值、特別股的清算價值當作特別股市值，利用流動負債減流動資產加上長期負債的帳面價值來估計債券價值，以總資產的帳面價值來估計公司之重置成本。經過 Chung and Pruitt(1994)的驗證下，近似 Q 值可以解釋至少 96.6% 的 Tobin's Q 值。因計算簡單、資料取得容易，故之後的學者皆利用此方式計算，因此本文亦採取 Chung and Pruitt(1994) 的方法來計算 Tobin's Q 值。

二、企業價值研究

Smirlock et al. (1984)以 Tobin's Q 為衡量公司獨佔利潤的指標，以 1960 到 1969 年的 231 家製造業為樣本，探討 Tobin's Q 值與產業密集程度、市場佔有

率間的關係。研究發現企業獨佔利潤主要是來自市場佔有率的提昇而非產業密集的程度，但一部分證據顯示當產業密集程度越高，廠商間會因壟斷市場而賺取獨佔利潤。壟斷市場雖能獲得短期利潤，在長期而言，廠商因自身價值極大而破壞協定導致合作失敗，故管理者在長期經營上應該致力於提高公司產品的市場佔有率。

Jose et al. (1986)以 Tobin's Q 為衡量公司價值指標，研究對象以 1963 到 1977 年的 155 家企業為研究樣本，探討公司促銷策略、多角化策略以及 R&D 投入對 Tobin's Q 值的影響。研究發現，公司多角化程度與其 Tobin's Q 值呈正相關，促銷策略與 R&D 投入與 Tobin's Q 值呈負相關。表示公司在進行策略投資時應採多角化經營使公司的價值極大化；在 R&D 投入與促銷投資方面，應避免超出產業的標準太多，承擔過多風險而使公司價值降低。

Wernerfelt and Montgomery(1988)以 Tobin's Q 為經營績效的衡量指標，探討產業專業化程度對 Tobin's Q 值的影響。研究發現 Tobin's Q 值與企業專業化程度呈正相關，所以公司應該要專注於本業的發展，越專注本業的公司，公司經營績效就越好。隨著時空轉換，公司的經營策略應隨時做調整以因應快速變遷的市場。

Lang et al. (1989)以 1968 年 11 月至 1986 年 12 月間發生併購的公司為研究樣本，以 Tobin's Q 為管理績效的指標，探討管理績效與主併公司報酬之間的關係。研究發現管理績效較好(Q 值較高)的公司併購管理績效較差(Q 值較低)的公司所獲得的報酬最大，表示高素質的管理績效亦為公司重要的無形資產，且有效率的管理能力會影響公司經營的優劣。

Megna and Klock(1993)以 Tobin's Q 為衡量公司無形資產的指標，研究對象為 1972 到 1990 年的 11 家半導體和電子產業公司，探討專利權產出、R&D 與 Tobin's Q 值的關係，研究發現，R&D、專利權產出與公司 Tobin's Q 值呈不顯著的負相關，競爭者的專利權產出與 Tobin's Q 呈顯著負相關。因專利權產出是研發投入產生的成果，所以公司應該思考如何有效率將 R&D 投入轉換成市場評價較高的專利權產出，以避免失去競爭利基。

Szewezyk et al. (1996)以 Tobin's Q 衡量未來成長機會的指標，探討 Tobin's

Q 值與宣告增加研發費用之間的相關性，研究發現 Tobin's Q 值較高的公司，宣告增加研發費用與 Tobin's Q 值呈正相關；Tobin's Q 值較低的公司，宣告增加研發費用與 Tobin's Q 值呈不顯著負相關。表示經營績效良好的公司，宣告增加研發投資計畫，市場對公司未來的價值抱持著樂觀的態度。

Lev and Sougiannis(1996)以 Tobin's Q 為衡量公司經營績效的指標，探討 R &D 投入與未來盈餘收益之關連性，研究發現研發資源的投入對於未來的盈餘有時間遞延現象，研發投入與未來 6 年內的盈餘呈正相關，表示產業投入研發對公司未來經營績效是有挹注的效果。

Bharadwaj et al. (1999)以 Tobin's Q 為衡量企業無形資產的價值，研究對象以 1989 至 1993 年的 631 家公司為研究樣本，探討資訊科技資產、R&D 及廣告費用等策略性投資與 Tobin's Q 值之間的關連性，研究發現 Tobin's Q 值與廣告費用、資訊科技資產呈正相關，但與 R&D 呈負相關。表示資訊科技有賴於研發投入，Tobin's Q 值與 R&D 呈負相關，或許是因為 R&D 與資訊科技高度相關所導致，公司應加強提升資訊技術的進步，利用研發與品牌等無形資產創造公司價值。

俞海琴與周本鄂(1994)探討臺灣上市公司股權結構與公司 Tobin's Q 之關係。將企業之股權結構依身份不同的持有者區分為高階經理人、董事、監察人、關係人、董事暨監察人、董事暨監察人暨經理人及大股東等七類，探討各內部人士不同的持股比率對公司經營績效(Tobin's Q)之影響。研究期間自 1987 年 1 月 1 日到 1991 年 12 月 31 日，樣本取自所有上市公司。研究發現：1.董事的持股比率與公司經營績效 Tobin's Q 間呈顯著負相關，其原因可能是因股票收購等動機，產生抑制股價上升之行為，造成公司的價值下降。2.經理人、監察人、關係人、董事暨監察人的持股比率與公司經營績效 Tobin's Q 無顯著關係。3.董事暨監察人暨經理人及大股東的持股比率與公司經營績效 Tobin's Q 間呈顯著正向關係，因為董事暨監察人暨經理人及大股東基於財富誘因會積極監督公司營運，使得公司價值上升。

周行一、陳錦村與陳坤宏(1996)探討家族企業、聯屬持股與公司價值之關係。以 1992 年之 120 家公開上市公司為樣本，將樣本分為股權獨立之家族公司、股權獨立之非家族公司、聯屬持股之家族公司與聯屬持股之非家族公司等

四類，以股票價值與帳面價值比作為公司經營績效指標，採股權集中度、內部人持股、董監事持股、最高主管持股、法人機構、金融機構持股、聯屬企業持股等為預測變數，再納入總資產、長期負債比率、負債比率與董監事人數等控制變數。研究發現：1.董監事持股與獨立或非家族公司之價值呈正相關，與聯屬或家族公司之價值呈不顯著相關，表示聯屬或家族企業之董監事並未有效扮演監督的責任。2.最高主管持股比率與公司價值關係不論在何種公司之中皆呈負面的影響，表示國內家族成員能以身份的特殊阻礙公司營運。3.法人機構持股比率與公司價值呈正相關，支持效率監督之假說。

葉銀華與邱顯比(1996)探討資本、股權結構對公司價值的影響。以資產報酬率、每股盈餘、股票年平均報酬率以及權益市場價值與總資產比值作為衡量公司價值之指標，以 1987 年至 1991 年之 137 家上市公司樣本，採用三階段最小平方法來估計資本、股權結構與公司價值之關聯性。研究發現：1.支持資本結構對公司價值為負相關，可能的原因是降低負債代理問題的機能功效不佳，因此負債代理成本大於負債之利益(減輕股東與管理者之間利益的衝突)。2.股權結構對公司價值之利益收斂假說，可能原因是臺灣目前降低代理問題的外在機能(管理人力市場、併購之威脅等)功效不佳。

表 3 企業價值文獻彙總表

作者(年度)	研究主題	研究結果
Smirlock et al. (1984)	探討 Tobin's Q 值與產業密集程度、市場佔有率間的關係	發現企業獨佔利潤主要來自市場佔有率的提昇而非產業密集的程度，但有一部分證據顯示當產業密集程度越高，廠商間會因壟斷市場而賺取獨佔利潤。
Jose et al. (1986)	探討公司多角化策略、促銷策略與 R & D 投入對 Tobin's Q 值的影響	實證發現，公司多角化策略與其 Tobin's Q 值呈正相關，促銷策略與 R & D 投入與 Tobin's Q 值呈負相關。因此指出公司在進行策略性投資時應採多角化經營使公司價值極大化；R & D 與促銷投資方面，不宜超出產業標準太多，避免承擔過多風險而降低公司價值。

Wernerfelt and Montgomery(1988)	探討產業專業化程度對 Tobin's Q 值的影響	結果指出 Tobin's Q 值與企業專業化程度呈正相關，因此公司應該專注於本業的發展，越專注本業的公司，其公司經營績效會越好。
Lang et al.(1989)	探討管理績效與主併公司報酬之間的關係	發現管理績效較好(q 值較高)的公司併購管理績效較差(q 值較低)的公司所獲得的報酬最大。
Megna and Klock(1993)	探討 R&D、專利權產出與 Tobin's Q 值的關係	研究結果指出 R&D、專利權產出與公司 Tobin's Q 值呈正相關但不顯著，競爭者的專利權產出與 Tobin's Q 呈顯著負相關。公司應思考如何有效率將 R&D 投入轉換成市場評價較高的專利權產出，避免失去競爭利基。
Szewezyk et al. (1996)	探討 Tobin's Q 值與宣告增加研發費用之間的相關性	研究指出 Tobin's Q 值較高的公司，宣告增加研發費用與 Tobin's Q 值呈正相關；Tobin's Q 值較低的公司，宣告增加研發費用與 Tobin's Q 值呈負相關但不顯著。
Lev and Sougiannis(1996)	探討 R&D 投入與未來盈餘收益之關連性	研發資源的投入對於未來的盈餘有時間遞延的現象，研發投入與未來 6 年內的盈餘呈正相關，顯示產業投入研發對公司未來經營績效有挹注的效果。
Bharadwaj et al. (1999)	探討資訊科技資產、R&D 及廣告費用等策略性投資與 Tobin's Q 值之間的關連性	Tobin's Q 值與資訊科技資產、廣告費用呈正相關，與 R&D 呈負相關，與多角化策略相關但不顯著。作者指出公司應加強提升資訊技術的進步，利用研發與品牌等無形資產創造公司價值。
俞海琴與周本鄂 (1994)	探討臺灣上市公司股權結構與公司 Tobin's Q 間之關係	<ol style="list-style-type: none"> 1.董事的持股比率與公司經營績效 Tobin's Q 間呈顯著負向關係。 2.經理人、監察人、關係人、董事暨監察人的持股比率與公司經營績效 Tobin's Q 間為不顯著關係。 3.董事暨監察人暨經理人及大股東的

		<p>持股比率與公司經營績效Tobin's Q間呈顯著正向關係。</p>
<p>周行一、陳錦村與陳坤宏(1996)</p>	<p>探討家族企業、聯屬持股與公司價值之關係</p>	<p>1.董監事持股與獨立或非家族公司之價值呈正相關，而與聯屬或家族公司之價值呈不顯著相關。</p> <p>2.最高主管持股比率與公司價值關係不論於何種公司之中皆呈負面的影響。</p> <p>3.法人機構持股比率與公司價值呈正相關。</p>
<p>葉銀華與邱顯比(1996)</p>	<p>探討資本、股權結構對公司價值的影響</p>	<p>1.支持資本結構對公司價值為負相關假說。</p> <p>2.股權結構對公司價值為利益收斂假說。</p>



第參章 研究設計

第一節 研究假說

隨著企業的規模逐漸擴大、成長機會越高，所有權與經營權分離程度也越來越明顯，因而產生資訊不對稱的現象。企業組織內的種種作為偏離了股東財富極大化之目標，可能以個人效用極大化為依歸，造成權益代理問題日趨嚴重，而公司之管理機制能有效降低所有權與經營權分離所引發之權益代理問題。

Jensen and Meckling(1976)提出代理理論(Agency Theory)，認為在公司內之個體皆以自利為導向的假設下，主理人與代理人間可能因為彼此目標的不一致而產生利益衝突，在皆以追求個人利益極大化的情況下，經理人可能會利用投資決策的選擇，移轉股東以及債權人之財富，用以維持績效、保全工作、保護個人之利益，作出違反公司政策或損害公司的行為，而產生反功能決策。為了解決因代理所產生之問題，產生代理成本(agency cost)。為了降低此代理問題，可以透過會計師有效的查核來減少經理人與股東或債權人間的代理問題，會計師對財務報表進行查核即是一種外部監督機制。

會計師對公司所編製之財務報表進行查核後，依據公司整體經財務情況出具審計意見，此審計意見是否能夠明確地將公司現況傳達給相關之利害關係人。Fields and Wilkins(1991)、Ameen(1994)、Jones(1996)、Chen(2000)、林蕙真(1993)等研究結果顯示保留意見具有資訊內涵，會對股價造成負面影響，但是 Baskin(1972)、Ball(1979)、Dodd et al. (1984)、沈中華與李建然(1999)等研究結果顯示保留意見不具資訊內涵。由過去文獻得知保留意見是否具有資訊內涵之研究結果並未提供一致性的答案，但是基於保留意見對於投資人來說是偏向壞消息，對股價應該會造成負面的反應，而且過去的研究有較多數學者都是支持保留意見此意見類型是具有資訊內涵，會對股價有負向反應，而公司的價值與股價息息相關，若是股價下跌則公司價值也會隨之滑落，因此依照此觀點會計師簽發保留意見時與公司價值之間的關係應為負相關。故建立假說 H_1 ：

H₁：保留意見與公司價值呈顯著負相關。

我國自審計準則第 33 號發佈後，原先部份應簽發保留意見改為簽發修正式無保留意見，修正式無保留意見較標準式無保留意見多增一「說明段」來提醒報表使用者在閱讀報表時應特別注意之資訊。因為會計師認為報表使用者如果忽略此項資訊，則有可能會損及其權益，所以修正式無保留意見此意見型態較偏近保留意見。雖然修正式無保留意見被歸屬於無保留意見，但是相較於無保留意見(Clean Unqualified Opinion)，修正式無保留意見仍然多了一份不確定性，此種不確定在投資人做投資決策時，是否會帶給投資人疑慮，造成公司股價下跌，進而影響公司整體之價值。Chen et al. (2000)利用收到修正式無保留意見與無保留意見之公司進行測試，結果發現修正式無保留意見發佈於股價有顯著負向反應，表示修正式無保留意見具有資訊內涵。吳碩然(2002)研究發現修正式無保留意見整體而言具有資訊內涵，對股價會有顯著負面的影響，但連續年度獲得修正式無保留意見對股價沒有影響；賴秀卿與李宏志(2009)研究結果顯示修正式無保留意見具有資訊內涵。因此發展假說H₂：

H₂：修正式無保留意見與公司價值呈顯著負相關。

由於會計師之審計簽證服務具有異質性且不易觀察，會計師事務所之規模大小是否對於公司價值有影響，Weber and Willenborg(2003)認為經大型會計師事務所查核之財務報表對未來股票報酬率 and 是否下市的預測率，皆優於經小型會計師事務所查核之財務報表。所以本研究進一步區分會計師事務所規模差異，探討其對公司價值之影響。預期公司若是由大型事務查核，其公司價值較非大型事務所查核為佳。因此發展假說H₃：

H₃：由四大會計師事務所查核之公司與非四大會計師事務所查核之公司，對公司價值具有顯著差異。

第二節 研究方法

一、研究樣本

本研究期間為 1996 年至 1998 年，將公司三個年度會計師簽證之意見類型如下表 4 共有 8 種情形，在進一步將 8 種意見情形分類為四種類型，類型一為三年皆為無保留意見之公司；類型二為兩個無保留意見、一個保留意見；類型三為一個無保留意見、兩個保留意見；類型四為皆為保留意見，及 1999 年審計準則公報第 33 號發布後於改變年度意見變化情形。本研究欲探討改變年度前各類型之公司對公司價值之影響，公司年度意見類型之所有情形、數量及百分比如下表 4。

表 4 1996-1998 年公司年度意見型態及 1999 年意見變化情形

	1996	1997	1998	數量	%	1999	數量	%
類型一	無保留意見	無保留意見	無保留意見	190	23%	無保留意見	147	18%
						修正式無保留意見	40	5%
						保留意見	2	0%
類型二	無保留意見	無保留意見	保留意見	20	2%	無保留意見	13	2%
						修正式無保留意見	6	1%
						保留意見	1	0%
	無保留意見	保留意見	無保留意見	25	3%	無保留意見	22	3%
						修正式無保留意見	2	0%
						保留意見	1	0%
保留意見	無保留意見	無保留意見	255	30%	無保留意見	195	23%	
					修正式無保留意見	59	7%	
					保留意見	1	0%	
類型三	無保留意見	保留意見	保留意見	18	2%	無保留意見	11	1%
						修正式無保留意見	7	1%
						保留意見	0	0%
	保留意見	保留意見	無保留意見	220	26%	無保留意見	137	16%
						修正式無保留意見	80	10%
						保留意見	3	0%
保留意見	無保留意見	保留意見	27	3%	無保留意見	9	1%	
					修正式無保留意見	16	2%	
					保留意見	2	0%	
類型四	保留意見	保留意見	保留意見	82	10%	無保留意見	28	3%
						修正式無保留意見	51	6%
						保留意見	3	0%
其他				2	0%	其他	3	0%
合計				839	100%	合計	839	100%

我國自 1999 年審計準則公報第 33 號發佈後，由於 1999 年為改變年度，投資人可能對於修正式無保留意見之缺乏認知，故研究期間為 2000 年至 2002 年。表 5 共有 8 種意見情形，再進一步分類為 4 種類型，類型一為三年皆為無保留意見之公司；類型二為兩個無保留意見、一個修正式無保留意見；類型三為一個無保留意見、兩個修正式無保留意見；類型四為三年皆為修正式無保留意見。本研究欲探討改變年度後各類型之公司對公司價值之影響，公司年度意見類型之所有情形、數量及百分比如下表 5

表 5 2000-2002 年公司年度意見型態

	2000	2001	2002	數量	%
類型一	無保留意見	無保留意見	無保留意見	524	45%
類型二	無保留意見	無保留意見	修正式無保留意見	117	10%
	無保留意見	修正式無保留意見	無保留意見	29	2%
類型三	修正式無保留意見	無保留意見	無保留意見	46	4%
	無保留意見	修正式無保留意見	修正式無保留意見	74	6%
	修正式無保留意見	修正式無保留意見	無保留意見	26	2%
類型四	修正式無保留意見	無保留意見	修正式無保留意見	19	2%
	修正式無保留意見	修正式無保留意見	修正式無保留意見	305	26%
其他				21	2%
合計				1161	100%

二、實驗模型

本研究以多變量迴歸分析方式檢測假說。首先，本研究將樣本分為四種類型，並納入其他可能影響公司價值之變數，如公司規模(*Logsize*)、負債比率(*Lev*)、營收成長率(*Sg*)及研究發展費用率(*R&D*)等，測試審計意見與公司價值之關聯性。然後放入事務所規模(*Big4*)之虛擬變數，檢測改變年度前後，事務所規模差異是否對公司價值有影響。根據過去文獻得知負債比率(*Lev*)、研究發展費用率(*R&D*)等對於公司價值 Tobin's Q 有重要影響，因此建立模型(1)如下：

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 Logsize_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Sg_{it} + \beta_7 R\&D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

為檢視改變年度前後，由大型事務所查核之公司與非大型事務所查核之公

司對於公司價值是否具有顯著差異，因此在模型(1)的基礎上加入事務所規模(Big4)之變數，建立模型(2)如下：

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Big4_{it} + \beta_2 X1_{it} + \beta_3 X2_{it} + \beta_4 X3_{it} + \beta_5 Logsize_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Sg_{it} + \beta_8 R \& D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

第三節 變數衡量

一、應變數

公司價值(TQ_{it})

Tobin and Brainard(1968)對 Tobin's Q 定義為「公司市場價值與重置成本之比」，計算上必須考慮資本折舊率、折現率與技術成長率等來求出公司市場價值與重置成本，但是因計算過於複雜，之後的研究較少學者使用此計算方式。後續有多位學者將此方法做修正，如 Lindenberg and Ross(1981)與 Lang, Stulz and Walking(1989)將 Tobin's Q 的市場價值分為普通股市值、特別股市值以及債券等三個部分，Chung and Pruitt(1994)再進一步修正，提出近似 Tobin's Q 的算法，並經過實證研究指出以其近似的 Tobin's Q 來代替 Lindenberg and Ross(1981)所定義的 Tobin's Q，其解釋程度高達 96.6% 以上，加上資料容易取得、計算簡單，因此後續許多的研究大多利用此計算方法，故本研究亦採取 Chung and Pruitt(1994)所定義的近似 Tobin's Q 值作為 Tobin's Q 值得代理變數。

Tobin's Q=(MVE+PS+DEBT)/TA；

MVE=期末普通股的市價*流通在外普通股股數；

PS=流通在外特別股之清算價值；

DEBT=負債總額；

TA=總資產的帳面價值。

二、實驗變數

1. X1 為類型 2、X2 為類型 3 和 X3 為類型 4，為類別變數。

2. *Big4*：為虛擬變數，由四大查核為 1；由非四大查核為 0。

三、控制變數

1. 公司規模(*Size*)

依據 Smirlock and Marshall(1983)發現公司規模越大，所有權與經營權之分離越明顯，可能造成公司經營績效下降；Morck, Nakamura, and Shivdasani(2000)的實證結果發現不管 Tobin's Q 大於 1 或是小於 1，公司規模與 Tobin's Q 呈現負相關。國內王元章等人(2003)實證發現規模在各種不同模型估計皆得到對公司價值顯著地負向影響。因此，納入此變數以控制公司價值與規模間之關係。

$$Size = \text{Log}(i \text{ 公司第 } t \text{ 年總資產})$$

2. 負債比率(*Lev*)

企業償債能力和舉債風險與企業資金來源、資產的組成有密切關係。負債比率如果太高，會影響到公司資金的運用，而影響企業的獲利能力。根據 Jensen and Meckling (1976)的代理理論，負債比例愈小，代表企業的資本結構較健全，對債權人的保障就愈大，因此，也就會有較高的公司價值。然 Morck et al. (1998)指出，公司舉債具有兩種不同之效果：其一，舉債具有稅盾之效果，可提高公司之價值；另外，根據融資順位理論，由於有交易成本存在，故內部融資較外部融資(舉債)成本較低，因此公司負債增加會減少公司之價值。本研究採用負債比率，將其列為控制變數。

$$Lev = (\text{總負債} / \text{總資產}) * 100$$

3. 營收成長率(*Sg*)

當公司財務狀況良好時，企業可取得資金來源也較多，並使得公司有較好的營運狀況，進而影響企業獲利能力。李秀英、劉俊儒與楊筱翎(2010)研究指

出公司價值是由預期未來成長狀況及目前資產價值所組成，成長越快之企業其經營績效會較高。故本研究採用營收成長率進行客觀分析。

$$Sg = (\text{營業收入淨額變動數} / \text{前期營業收入淨額}) * 100$$

4. 研究發展費用率(R&D)

研究發展支出而言，Schendel and Patton(1978)認為當企業投資在新產品的比例越高時，其市場佔有率亦越高。Fryxell(1990)則發現製程研究發展的支出密度與企業的投資報酬率呈現顯著正相關，意即製程研究發展的效益在於改善流程並降低成本，產品研究發展則著重在提昇市場佔有率；長期而言，兩者共同的目標都是增加企業的獲利率。

$$R\&D = (\text{研究發展費用(製)} + \text{研究發展費}) / \text{營業收入淨額} * 100$$

表 6 變數定義與衡量彙總表

變數名稱	變數代號	預期符號	變數衡量
Tobin's Q	<i>TQ</i>		(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值
類型二	<i>X1</i>	—	類型二為 1，否則為 0
類型三	<i>X2</i>	—	類型三為 1，否則為 0
類型四	<i>X3</i>	—	類型四為 1，否則為 0
事務所規模	<i>Big4</i>	+	四大為 1，非四大為 0
規模	<i>Logsize</i>	—	總資產取自然對數
負債比率	<i>Lev</i>	—	總負債/總資產
營收成本率	<i>Sg</i>	+	營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額
研究發展費用率	<i>R&D</i>	+	(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額

第四節 研究樣本

本研究期間為 1996 年至 2002 年，以台灣上市上櫃公司為研究對象。由於本文欲探討審計準則公報第 33 號發布前後，審計意見對公司價值之影響是否不同，於是分為兩段期間，為 1996 年至 1998 年視為意見型態改變前之樣本及 2000 年至 2002 年視為意見型態改變後之樣本。其中 1999 年為我國審計準則第 33 號公報「財務報表查核報告」發布，並於 1999 年 12 月 31 日開始實施，故將其視為改變意見之基準年度。會計師查核報告意見類型，此資料取自「台灣經濟新報社」中的上市上櫃會計師報告摘要之意見類型。財務資料包含資產總額、負債總額、研究發展費用率、營收成長率及負債比率等以「台灣經濟新報社」之財務資料庫為主。

本研究在樣本公司之選取標準如下表 7：剔除特殊產業：如金融、保險及證券業等不符研究議題之產業樣本，當年度財務資料遺漏、不齊全之公司以及極端值。為檢驗四大與非四大之差異，剔除研究期間由非四大更換至四大或由四大更換至非四大之公司，

表 7 樣本篩選狀況表

項目	1996-1998	2000-2002
原始觀察值	4101	3672
減：金融、保險及證券業等不符研究議題之產業樣本	116	109
減：資料遺漏、不全	2932	1470
減：極端值	15	6
減：更換事務所	2	98
研究樣本	1036	1995

第四章 實證分析

第一節 敘述統計

本研究針對整體變數間進行敘述性統計量分析，表 8 及表 9 分別為 1996 年至 1998 年及 2000 年至 2002 年全體樣本變數之敘述性統計。如公司之 Tobin's Q 大於 1 表示投資人對公司之未來獲利能力與成長具有信心，反之若小於 1 則表示市場對公司之未來發展不看好，由表 8 及表 9 得知公司價值(TQ)之平均數分別為 1.648 及 1.205 皆大於 1，顯示上市上櫃公司之公司價值平均來說有不錯的表現。標準差分別為 2.256 及 1.819，顯示公司價值間之差異頗大，可能是因為股價的短期波動所導致。負債比率(Lev)平均數分別為 37.713% 及 40.513%；另外研發費用率($R\&D$)平均分別為 1.400% 及 2.278%，2000 年至 2002 年雖然較 1996 年至 1998 年有所提升，但表示台灣公司對於研發之投入金額仍然偏低。

表 8 敘述統計量(1996-1998)

變數	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值
TQ	1036	1.648	2.256	0.453	27.882
$X1$	1036	0.390	0.488	0	1
$X2$	1036	0.403	0.490	0	1
$X3$	1036	0.085	0.280	0	1
$Big4$	1036	0.750	0.432	0	1
$Logsize$	1036	15.520	1.117	12.893	19.130
Lev	1036	37.713	14.658	4.950	84.000
Sg	1036	11.530	32.614	-89.600	390.320
$R\&D$	1036	1.400	2.668	0	25.830

註： TQ ：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值； $X1$ ：類型二、 $X2$ ：類型三、 $X3$ ：類型四皆為虛擬變數，所以最大值為 1，最小值為 0； $Big4$ ：事務所規模，為虛擬變數，所以最大值為 1，最小值為 0； $Logsize$ =總資產取自然對數； Lev ：負債比率=總負債/總資產； Sg ：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額； $R\&D$ ：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

表 9 敘述統計量(2000-2002)

變數	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值
<i>TQ</i>	1995	1.205	1.819	0.197	42.944
<i>X1</i>	1995	0.153	0.360	0	1
<i>X2</i>	1995	0.101	0.302	0	1
<i>X3</i>	1995	0.379	0.485	0	1
<i>Big4</i>	1995	0.815	0.388	0	1
<i>Logsize</i>	1995	15.226	1.272	12.575	19.959
<i>Lev</i>	1995	40.513	15.847	3.540	105.960
<i>Sg</i>	1995	10.565	39.899	-96.600	598.240
<i>R&D</i>	1995	2.278	4.174	0	59.280

註：*TQ*：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；*X1*：類型二、*X2*：類型三、*X3*：類型四皆為虛擬變數，所以最大值為 1，最小值為 0；*Big4*：事務所規模，為虛擬變數，所以最大值為 1，最小值為 0；*Logsize*=總資產取自然對數；*Lev*：負債比率=總負債/總資產；*Sg*：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；*R&D*：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

第二節 相關係數分析

表 4-3 為各變數間之相關性分析結果，透過建立矩陣分析表，來探討變數間兩兩之間的關係，右上角為 Spearman 相關係數；左下角為 Pearson 相關係數

表 10 Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣(1996-1998)

變數	<i>TQ</i>	<i>X1</i>	<i>X2</i>	<i>X3</i>	<i>Big4</i>	<i>Logsize</i>	<i>Lev</i>	<i>Sg</i>	<i>R&D</i>
<i>TQ</i>		0.0286	-0.0689**	0.0251	0.0176	-0.0995***	0.1020***	-0.0064	0.0476
<i>X1</i>	0.0173		-0.6589***	-0.2456***	-0.1013***	0.0328	0.0327	0.0806***	-0.0164
<i>X2</i>	-0.0622**	-0.6589***		-0.2521***	0.0277	0.0375	0.0028	-0.1362***	0.0341
<i>X3</i>	-0.0418	-0.2456***	-0.2521***		0.0571*	0.1163***	-0.0022	-0.0292	-0.0491
<i>Big4</i>	0.0738**	-0.1013***	0.0277	0.0571*		0.0487	0.0368	0.0967***	0.1146***
<i>Logsize</i>	-0.0708**	0.0254	0.0381	0.1282***	0.0642**		0.2777***	-0.0486	-0.0575*
<i>Lev</i>	0.1137***	0.0388	-0.0063	-0.0002	0.0236	-0.2653***		0.0687**	-0.0935***
<i>Sg</i>	0.0561*	0.0556*	-0.1310***	-0.0018	0.1009***	-0.0143	0.1309***		0.1207***
<i>R&D</i>	0.0184	-0.0212	-0.0209	-0.0618**	0.1366***	-0.0355	-0.1287***	0.0407	

註：*表示達 10% 之顯著水準；**表示達 5% 之顯著水準；***表示達 1% 之顯著水準。

註：*TQ*：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；*X1*：類型二、*X2*：類型三、*X3*：類型四皆為虛擬變數；*Big4*：為事務所規模，1 為四大，0 為非四大；*Logsize*=總資產取自然對數；*Lev*：負債比率=總負債/總資產；*Sg*：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；*Ocftrate*：現金流量比率=來自營運之現金流量 /流動負債；*R&D*：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

註：右上半部為 Spearman 相關係數，左下半部為 Pearson 相關係數。

表 11 Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣(2000-2002)

變數	<i>TQ</i>	<i>X1</i>	<i>X2</i>	<i>X3</i>	<i>Big4</i>	<i>Logsize</i>	<i>Lev</i>	<i>Sg</i>	<i>R&D</i>
<i>TQ</i>		-0.0286	0.0004	0.0665***	0.1376***	-0.0490**	0.1924***	0.1162***	0.2982***
<i>X1</i>	-0.0346		-0.1433***	-0.3328***	-0.0050	-0.0071	-0.0643***	-0.0119	0.0556**
<i>X2</i>	0.0902***	-0.1433***		-0.2632***	-0.0916***	0.0532**	0.0033	-0.0081	-0.0192
<i>X3</i>	-0.0158	-0.3328***	-0.2632***		0.1118***	0.2588***	0.1277***	-0.0007	-0.0420*
<i>Big4</i>	-0.0108	-0.0050	-0.0916***	0.1118***		0.0709***	-0.0242	0.0702***	0.1292***
<i>Logsize</i>	-0.0831***	-0.0018	0.0266	0.2381***	0.0899***		0.2138***	0.0373*	-0.1670***
<i>Lev</i>	0.0735***	-0.0597***	-0.0020	0.1392***	-0.0215	0.1821***		0.0236	-0.3106***
<i>Sg</i>	-0.0111	-0.0157	0.0012	-0.0083	-0.0534**	0.0575**	0.0059		0.1053***
<i>R&D</i>	0.0853***	0.0148	-0.0447**	-0.0402*	0.1216***	-0.1185***	-0.2722***	0.0323	

註：*表示達 10%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；***表示達 1%之顯著水準。

註：*TQ*：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；*X1*：類型二、*X2*：類型三、*X3*：類型四皆為虛擬變數；*Big4*：為事務所規模，1 為四大，0 為非四大；*Logsize*=總資產取自然對數；*Lev*：負債比率=總負債/總資產；*Sg*：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；*Ocftrate*：現金流量比率=來自營運之現金流量 /流動負債；*R&D*：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

註：右上半部為 Spearman 相關係數，左下半部為 Pearson 相關係數。

第三節 迴歸分析

本節將第三章建立的迴歸方程式利用多元迴歸分析來探討各變數與應變數之間的關係。表 12 為假說一所建立的迴歸方程式（模型 1）之實證結果。

表 12 模型(1)之多元迴歸分析(1996-1998)

		$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 Logsize_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Sg_{it} + \beta_7 R\&D_{it} + \varepsilon_{it}$							
		全樣本				會計事務所分群			
變數	預期符號	模型(1)		四大		非四大			
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值		
<i>Intercept</i>		4.039***	4.14	4.537***	3.75	3.724***	2.78		
<i>X1</i>	—	-0.500**	-2.14	-0.362	-1.25	-0.887***	-2.88		
<i>X2</i>	—	-0.687***	-2.93	-0.523**	-1.81	-1.256***	-4.01		
<i>X3</i>	—	-0.753***	-2.36	-0.745**	-1.91	-0.663**	-1.51		
<i>Logsize</i>	—	-0.174***	-2.64	-0.216***	-2.63	-0.120*	-1.38		
<i>Lev</i>	—	0.021***	4.31	0.025***	3.88	0.012**	2.32		
<i>Sg</i>	+	0.001	0.70	0.001	0.42	0.001	0.45		
<i>R&D</i>	+	0.017	0.68	0.017	0.57	-0.080	-1.27		
樣本數		1036		778		258			
調整後 R ²		0.035		0.025		0.091			

註：*表示達 10%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；***表示達 1%之顯著水準。

註：*TQ*：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；*X1*：類型二、*X2*：類型三、*X3*：類型四皆為虛擬變數；*Logsize*=總資產取自然對數；*Lev*：負債比率=總負債/總資產；*Sg*：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；*Ocftrate*：現金流量比率=來自營運之現金流量 /流動負債；*R&D*：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

註：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

Fields and Wilkins(1991)、Ameen(1994)、Jones(1996)、Chen(2000)、林蕙真(1993)等較多數學者支持保留意見此意見類型是具資訊內涵，會對股價有負向反應；本研究之實證結果與過去文獻相符，可以看出各類型公司若收到保留意見，則對於公司價值有顯著的負向影響，此結果支持假說一。實證結果亦發現收到保留意見的次數越多，對公司價值的負向影響越大。若將樣本區分為四

大與非四大事務所檢驗，結果顯示由四大所查核之公司於類型 2 呈現不顯著的負向，類型 3 及類型 4 皆為顯著負向，意即四大所簽發之保留意見對公司價值為負向影響。由非四大所簽發之保留意見對公司價值亦為顯著的負向影響，且對於公司價值之影響更大。

表 13 為類型一於 1999 年改變年度後，區分維持無保留意見與改簽修正式無保留意見兩群樣本。由於 1999 年為改變年度，投資人對於修正式無保留意見可能缺少認識，實證上可能會產生影響，故僅利用 t 檢定檢視兩群樣本對公司價值是否有顯著差異。檢定結果發現，維持無保留意見與改簽修正式無保留意見的公司價值並無顯著差異($p>0.1$)。

表 13 t 檢定分析表(類型一)

平均數	差異的 95% 信賴區間		t 值	P 值
	下界	上界		
2.069	1.3041	2.8352	0.36	0.719

*表示達 10% 之顯著水準；**表示達 5% 之顯著水準；***表示達 1% 之顯著水準

修正式無保留意見於 1999 年我國新增之審計意見類型，最主要是將過去部分應出具保留意見之查核報告改為簽發修正式無保留意見，且改變年度後會計師大量簽發修正式無保留意見。雖然其被歸屬於無保留意見，但是相較於無保留意見(Clean Unqualified Opinion)，修正式無保留意見仍然多了一份不確定性，此種不確定性在投資人做投資決策時，是否會帶給投資人疑慮，造成公司股價下跌，進而影響公司整體之價值，對於公司與投資人而言都是重要的問題。Chen et al. (2000)、吳碩然(2002)、賴秀卿與李宏志(2009)認為修正式無保留意見整體而言具有資訊內涵，對股價會有顯著負面的影響。

表 14 為假說二所建立的迴歸方程式(模型 1)之實證結果，由實證結果可以得知類型二為不顯著的負向影響、類型三呈現顯著的正向影響以及類型四為正向但不顯著，與假說二不符。過去的研究認為修正式無保留意見對於股價有負向反應，應是外部投資人對公司之評價過度反應而已。若進一步將樣本區分為四大與非四大，由四大所查核之類型三對於公司價值有顯著的正向影響；由非四大所查核之類型三與類型四對於公司價值有顯著的正向影響。綜合上述，

對於收到修正式無保留意見之公司，公司價值並無顯著負面評價，且由四大或非四大所查核之公司收到修正式無保留意見，對公司價值亦無顯著負面評價。

表 14 模型(1)之多元迴歸分析(2000-2002)

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 Logsize_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Sg_{it} + \beta_7 R\&D_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	預期符號	全樣本		會計事務所分群			
		模型(1)		四大		非四大	
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>Intercept</i>		2.605***	5.23	2.056***	4.75	10.080***	4.22
<i>X1</i>	—	-0.041	-0.34	-0.052	-0.48	0.170	0.40
<i>X2</i>	—	0.614***	4.29	0.209*	1.54	1.888***	4.35
<i>X3</i>	—	0.073	0.76	0.055	0.65	0.545*	1.41
<i>Logsize</i>	—	-0.140***	-4.22	-0.091***	-3.17	-0.703***	-4.31
<i>Lev</i>	—	0.013***	5.10	0.009***	3.75	0.034***	3.43
<i>Sg</i>	+	-0.000	-0.44	0.000	1.06	-0.006**	-1.94
<i>R&D</i>	+	0.048***	4.86	0.050***	5.96	-0.099*	-1.33
樣本數		1995		1626		369	
調整後 R ²		0.035		0.032		0.115	

註：*表示達 10%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；***表示達 1%之顯著水準。

註：*TQ*：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；*X1*：類型二、*X2*：類型三、*X3*：類型四皆為虛擬變數；*Logsize*=總資產取自然對數；*Lev*：負債比率=總負債/總資產；*Sg*：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；*Ocftrate*：現金流量比率=來自營運之現金流量 /流動負債；*R&D*：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

註：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

表 15 之實證結果，探討修正無保留意見發布前後由四大所查核之公司與非四大查核之公司對公司價值是否有顯著之差異。Weber and Willenborg(2003)認為經大型會計師事務所查核之財務報表對未來股票報酬率及是否下市的預測率，皆優於經小型會計師事務所查核之財務報表。實證結果可知改變年度前，四大所查核之公司其公司價值顯著優於非四大所查核之公司，與 Weber and Willenborg(2003)認為大型會計師事務所優於小型會計師事務所一致，支持假說三。但改變年度後，由四大查核之公司其評價與非四大查核之公司則無顯著差異。

表 15 四大與非四大對公司價值之差異

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Big4_{it} + \beta_2 X1_{it} + \beta_3 X2_{it} + \beta_4 X3_{it} + \beta_5 Logsize_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Sg_{it} + \beta_8 R\&D_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	預期符號	1996-1998		2000-2002	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Intercept</i>		3.914***	4.02	2.615***	5.23
<i>Big4</i>	+	0.379***	2.33	-0.025	-0.25
<i>X1</i>	-	-0.456**	-1.95	-0.041	-0.34
<i>X2</i>	-	-0.673***	-2.87	0.612***	4.26
<i>X3</i>	-	-0.761***	-2.39	0.075	0.77
<i>Logsize</i>	-	-0.184***	-2.80	-0.140***	-4.18
<i>Lev</i>	-	0.021***	4.29	0.013***	5.09
<i>Sg</i>	+	0.001	0.48	-0.000	-0.43
<i>R&D</i>	+	0.009	0.36	0.049***	4.85
樣本數		1036		1995	
調整後 R ²		0.040		0.035	

註：*表示達 10%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；***表示達 1%之顯著水準。

註：*TQ*：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；*Big4*：為事務所規模，1 為四大，0 為非四大；*X1*：類型二、*X2*：類型三、*X3*：類型四皆為虛擬變數；*Logsize*=總資產取自然對數；*Lev*：負債比率=總負債/總資產；*Sg*：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；*Ocftrate*：現金流量比率=來自營運之現金流量 /流動負債；*R&D*：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

註：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

第四節 額外測試

自審計準則公報第 33 號發布新增修正式無保留意見類型，會計師遇有下列情況之一時，應於無保留意見查核報告中加一說明段或其他說明文字：(1)會計師所表示之意見，部分係採用其他會計師之查核報告且欲區分責任。(2)對受查者之繼續經營假設存有重大疑慮。(3)受查者所採用之會計原則變動且對財務報表有重大影響。(4)對前期財務報表所表示之意見與原來所表示者不同。(5)前期財務報表由其它會計師查核。(6)欲強調某一重大事項，如重大關係人交易、重大期後事項、查核範圍未受限制，且財務報表之編製未違反一般公認會計原則時之重大未確定事項、除會計原則變動外，影響本期與前期財務報表比較之重大事項等。

由於按我國之規範，有六種情況會計師可出具修正式無保留意見，本研究將類型二、類型三以及類型四進一步區分六種可簽發修正式無保留意見之情況，分別探討各情況下投資人對公司之評價與無保留意見之差異。區分結果如下表 16，由於樣本數量不足，除情況 1 外，其他 5 種情況無法進行實證。故僅針對情況 1，會計師所表示之意見，部分係採用其他會計師之查核報告且欲區分責任，此意見類型進行探討。

表 16 修正式無保留意見各類型之公司數量表

修正式無保留意見之情況	第二類	第三類	第四類
1 採其他會計師查核意見且欲區分查核責任	57	76	273
2 對受查者之繼續經營假設存有重大疑慮	2	2	6
3 會計原則變動且對財務報表有重大影響	91	12	0
4 對前期財務報表所表示之意見與原來所表示者不同	5	3	1
5 前期財務報表由其它會計師查核	29	0	0
6 欲強調某一重大事項	7	2	0

公司收到修正式無保留意見-會計師所表示之意見，部分係採用其他會計師之查核報告且欲區分責任此意見類型時，主要是因為會計師之間欲做責任之歸屬，對於公司之經營狀況並無關係。因此對於收到部分採用其他會計師而出具修正式無保留意見之公司，對其公司價值應該不會造成影響，故將第二類型、第三類型及第四類型分別與第一類型進行比較。由下表 17 之實證結果可知，在類型二及類型四為正向，但不顯著；類型三為正向顯著。綜合上述，對於收到此意見類型之公司，對公司之價值並無顯著的負向影響，表示投資人對公司並無負向的評價。

表 17 採其他會計師查核意見且欲區分責任之修正式無保留意見

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Modtype_{it} + \beta_2 Logsize_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Sg_{it} + \beta_5 R \& D_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	預期符號	第二類型		第三類型		第四類型	
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>Intercept</i>		2.301***	3.26	3.353***	4.50	1.967***	4.46
<i>Modtype</i>	+	0.067	0.34	0.369***	2.36	0.005	0.07
<i>Logsize</i>	-	-0.106**	-2.25	-0.167***	-3.36	-0.081***	-2.75
<i>Lev</i>	-	0.008**	2.21	0.004	1.13	0.006***	2.79
<i>Sg</i>	+	0.001*	1.29	0.000	0.56	0.002**	2.22
<i>R&D</i>	+	0.037***	3.23	0.042***	3.22	0.043***	5.24
樣本數		799		872		1416	
調整後 R ²		0.018		0.023		0.026	

註：*表示達 10%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；***表示達 1%之顯著水準。
 註：TQ：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；Modtype 為虛擬變數；Logsize=總資產取自然對數；Lev：負債比率=總負債/總資產；Sg：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；Ocfrate：現金流量比率=來自營運之現金流量 / 流動負債；R&D：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。
 註：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

在進一步探討採其他會計師查核意見且欲區分責任之修正無保留意見由四大所查核之公司與非四大查核之公司對公司價值是否有顯著之差異。由下表 18 之實證結果顯示，在第二類型與第三類型為不顯著的正向，第四類類型為顯著的正向。在整體而言，公司若是收到採其他會計師查核意見且欲區分責任之修正無保留意見，由四大會計師事務所查核之公司與非四大會計師事務所查核之公司，對於公司價值並無顯著之差異。

表 18 採其他會計師查核意見且欲區分責任-四大與非四大差異

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Big_{it} + \beta_2 Modtype_{it} + \beta_3 Logsize_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Sg_{it} + \beta_6 R\&D_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	預期符號	第二類型		第三類型		第四類型	
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>Intercept</i>		2.267***	3.20	3.329***	4.46	1.897***	4.29
<i>Big4</i>	+	0.101	0.72	0.086	0.61	0.181**	1.87
<i>Modtype</i>	+	0.059	0.30	0.371***	2.37	-0.007	-0.09
<i>Logsize</i>	-	-0.109**	-2.31	-0.170***	-3.40	-0.086***	-0.29
<i>Lev</i>	-	0.008**	2.25	0.004	1.17	0.007***	2.84
<i>Sg</i>	+	0.001	1.22	0.000	0.50	0.001**	2.14
<i>R&D</i>	+	0.036***	3.12	0.002***	3.13	0.041***	5.01
樣本數		799		872		1416	
調整後 R ²		0.017		0.023		0.028	

註：*表示達 10%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；***表示達 1%之顯著水準。

註：TQ：(期末普通股的市價*流通在外普通股股數+流通在外特別股之清算價值+負債總額)/總資產的帳面價值；Big4：為事務所規模，1 為四大，0 為非四大；Modtype 為虛擬變數；Logsize=總資產取自然對數；Lev：負債比率=總負債/總資產；Sg：營收成長率=營業收入淨額變動數/前期營業收入淨額；Ocftrate：現金流量比率=來自營運之現金流量 /流動負債；R&D：研究發展費用率=(研究發展費用(製)+研究發展費)/營業收入淨額。

註：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

第五章 結論與建議

本研究以 1996 年至 2002 年台灣上市上櫃公司為樣本，探討會計師之審計意見與公司價值之間的關係，並探討審計準則公報第 33 號發布實施前後審計意見的更改對公司價值變化。並且進一步探討事務所規模差異對公司價值之影響。以下第一節根據實證結果提出研究發現，第二節說明研究限制並提出建議。

第一節 研究發現

會計師的審計報告是否會對公司價值造成影響？目前的研究尚未得出一致性的結論。自 1999 年我國新增修正式無保留意見之簽證類型之後，此類型之審計意見即逐年增加。我國增加此簽證類型是否影響投資人對企業的評價，或改變投資人對會計師簽證的認知，是一個待探討的問題。本研究以台灣上市上櫃公司作為實證的對象。會計師若簽發保留意見，表示會計師對於公司所出具的財務報表存有嚴重懷疑，且外部投資人獲知公司收到保留意見時，對公司的財務報表之信賴程度下降，導致公司股價下跌，而公司的價值與股價息息相關，使得公司之價值亦下降。經過實證發現保留意見與公司價值呈顯著負相關，保留意見對公司價值有負向影響且獲得之保留意見次數越多，對公司價值之負向影響越大，亦即公司之價值越差。會計師若是簽發保留意見類型，投資人對公司之價值有顯著的負向評價；而且對收到保留意見次數越多的公司，投資人對公司之負向評價越大。此外，四大會計師事務所查核之公司，其評價顯著優於非四大的會計師事務所。

自 1999 年審計準則第 33 號發佈新增修正式無保留意見後，會計師為減輕責任，大量簽發修正式無保留意見，使得無保留意見數逐年下降，修正式無保留意見數逐年上升。修正式無保留意見仍然不如無保留意見(乾淨的意見)，因修正式無保留意見還是存有某些不確定性。過去的研究認為這些不確定性是造成股價下跌的原因，而公司股價的下跌是否會對公司之價值造成負向的影響。整體而言，當公司收到會計師簽發修正式無保留意見時，投資人對公司之價值並無顯著的負面評價，且四大會計師事務所查核之公司其評價與非四大會計師事務所查核之公司亦無顯著差異，顯示新增修正式無保留意見並不影響投資人對企業之評價，而且無法凸顯四大會計師事務所的簽證價值。

由於按我國之規範，修正式無保留意見分為六種情況，為區分在各情況下投資人對公司之評價與無保留意見之差異，本研究進一步將修正式無保留意見分類進行分析，但因樣本之限制，僅探討採其他會計師意見且欲區分責任情況之修正式無保留意見對於公司之價值並無顯著的負向評價，表示投資人了解公司收到此情況之修正式無保留意見僅是會計師間做責任的區分，與保留意見並無差異。

第二節 研究限制與建議

研究限制部分，由於本研究之資料大部分來自「臺灣經濟新報社」，所以資料如果是因為人為的輸入錯誤，或者是有意隱瞞都會使本研究之實證結果產生偏差。另外，因為某些變數資料並不完整，為維持資料的一致性，必須刪除部分資料遺漏之公司。很多的因素對公司價值都會有所影響，本研究之實證模型中加入類別變數，可能會導致模型的配適度不是很好，且變數的選擇僅選取其中幾項作為實證研究之變數，可能有所遺漏一些重要變數進而影響研究結果。

在研究建議方面，在文獻中 Tobin's Q 的計算有許多不同的方法，但因臺灣目前的會計制度或在資料上的蒐集等問題，所修正之 Tobin's Q 計算方式可能會在實證研究上產生偏誤。而且公司價值除了以 Tobin's Q 衡量外，另外還有資產價值評估法或是獲利價值評估法等亦能用以衡量公司價值，建議未來之研究能將其他衡量公司價值方法納入研究，期能對公司價值做出更妥善的衡量。

參考文獻

- 王元章與陳瑞璽，2003，股權結構、投資支出與公司價值—考慮動態股權結構下之實證研究，證券市場發展季刊，15(2)：65-100。
- 吳碩然，2002，由累積異常報酬探討修正式無保留意見之資訊內涵，國立台北大學會計學研究所碩士論文。
- 李秀英、劉俊儒與楊筱翎，2010，企業社會責任與公司績效之關聯性，2010 會計理論與實務研討會論文集：305-324。
- 沈中華與李建然，1999，審計保留意見之資訊內涵考慮股價漲跌幅限制之事件研究法，證券櫃檯，第 35 期：1-19。
- 周行一、陳錦村與陳坤宏，1996，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：115-139。
- 林蕙真，1993，保留意見審計報告對股價影響之研究，會計研究月刊。
- 俞海琴與周本鄂，1994，臺灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司 Tobin's Q 關係之研究，管理評論，第 13 卷，第 1 期：79-98。
- 馬嘉應，1998，台灣股市對審計報告書反應之探討—以民國 74 年至民國 83 年為例，東吳經濟商學學報。
- 楊孟萍，1994，交易量影響之研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 葉銀華與邱顯比，1996，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，臺大管理論叢，第 7 卷，第 2 期：57-90。
- 審計準則公報第三十三號，1999，財團法人中華民國會計研究基金會。
- 賴秀卿與李宏志，2009，修正式無保留意見之資訊內涵—控制同步資訊下，會計與公司治理，第 6 卷第 1 期：31-56。
- Ameen, E. C., K. Chan and D. M. Guffey. 1994. Information content of qualified audit opinion for over-the-counter firms. *Journal of Business Finance and Auditing* 21: 997-1011.
- Ball, R., R. G. Waller and G. P. Whittred. 1979. Audit qualification and share price. *Abacus*(June): 23-24.
- Banks, D.W. and W.R. Kinney. 1982. Loss contingency reports and stock price: An empirical study. *Journal of Accounting Research* 20(1): 240-254.
- Barnea, A., R. A. Haugen and L. W. Senbet. 1981. Market imperfections, agency Problems and Capital Structure: a Review. *Financial Management* 10: 7-21.
- Baskin, E. F., 1972. The communication effectiveness of consistency exceptions. *The Accounting Review*(January): 38-51.
- Berle, A. and G. C. Means. 1932. The Modern Corporation and Private Property.

New York: MacMillan.

- Bharadwaj, A. S., S. G. Bharadwaj, and B. R. Konsynski. 1999. Information technology effects on firm performance as measured by Tobin's q. *Management Science* 45 (June): 1008-1024.
- Chen, C. J. P. X. Su, and R. Zhao, 2000. An emerging market's reaction to initial modified audit opinion: Evidence from the Shanghai stock exchange. *Contemporary Accounting Research* 17(3):9-30.
- Chen, K. C. W., and Church, B. K., 1996. Going concern opinions and market's reaction to bankruptcy filing. *The Accounting Review*: 117-128.
- Chow, C. W., and S. J. Rice. 1982. Qualified audit opinion and share price-An investigation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*(Winter): 35-53.
- Chung, K.H., and S.W.Pruitt.1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23(Autumn): 70-74.
- Davis, R. R., 1982. An empirical evaluation of auditor's subject to opinions. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*(Fall): 13-32.
- Dodd, P., N. Dopuch, R. W. Holthausen. 1984. Qualified audit opinion and stock prices: information content, announcement dates and concurrent disclosure.
- Dopuch, N. R. W.Holthausen, and R.W.Leftwich. 1987. Predicting audit qualifications with financial and market variables. *The Accounting Review*(July): 431-454.
- Fields, L. P. and M. S. Wilkins. 1991. The information content of withdraw audit qualification: New evidence on the value of "subject-to" opinion. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 10(2): 62-70.
- Firth, M., 1978. Qualified audit reports: Their impact on investment decisions. *The Accounting Review*(July): 642-650.
- Fryxell, E. 1990. Business-Level Process R&D Patterns and Returns under Different Generic Strategic Orientations. *International Journal of Technology Management* 5: 41-63.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jones, F., 1996. The information content of the auditor's going-concern evaluation. *Journal of Accounting and Public Policy* 15: 1-27.
- Jose, M. L., L. M. Nichols, and J. L. Stevens. 1986. Contributions of diversification,

- promotion, and R&D to value of multiproduct firms: A Tobin's q approach. *Financial Management* (Winter): 33-42.
- Lang, H. P., R.M. Stulz, and R.A. Walking. 1989. Managerial performance, Tobin's q and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics* 24: 137-154.
- Lev, B., and T. Sougiannis. 1996. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting Economics* 21: 107-138.
- Lindenberg, E. B., and S. A. Ross. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business* 54(January): 1-32.
- Mark, S., and Michael. J.H, 2003. On the information content of going concern opinions: The effects of SAS numbers 58 and 59. *Journal of Asset Management* 4: 22-31.
- Megna, P., and M.Klock. 1993. The impact of intangible capital on Tobin's q in the semiconductor industry. *AEA Papers and Proceedings* 83(May): 265-269.
- Morck, R., A., Shleifer and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Morck, R., M. Nakamura and A. Shivdasani 2000. Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *The Journal of Business*, 73(4): 539-567.
- Schendel, E., and G. Patton, 1978. A Simultaneous Equation Model of Corporate Strategy. *Management Science* 24: 1611-1625.
- Smirlock, M. and Marshall, W. 1983. Monopoly power and expense-preference behavior theory and evidence to the contrary. *Bell Journal of Economics*, 14(1): 166-178.
- Smirlock. M., T. Gilligan. and William Marshall. 1984. Tobin's q and the structure-performance relationship. *The American Economic Review* 74(December): 1051-1060.
- Szewezyk, S. H., G. P. Testekos, and Zaher Zantout. 1996. The valuation of corporate R&D expenditures : Evidence from investment opportunities and free cash flow. *Financial Management* 25(Spring): 105-110.
- Tobin, J., and W. Brainard. 1968. Pitfalls in financial model building. *American Economic Review* 58(May): 99-122.
- Weber, J., and M. Willenborg. 2003. Do expert informational intermediaries add value? Evidence from auditors in microcap initial public offerings. *Journal of Accounting Research* 41: 681-720.
- Wernerfelt, B., and C. A. Montgomery. 1988. Tobin's q and the importance of focus in firm performance. *The American Economic Review* 78(March): 246-250.

附錄一 我國 1996 年至 2009 年會計師查核意見統計表

年度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
無保留意見	260	616	900	827	767	762	696	681	700	565	316	368	310	207
修正式無保留意見	0	0	0	291	410	451	542	578	573	727	974	930	993	1097
保留意見	606	371	191	31	12	8	16	15	14	10	6	4	2	2
否定意見	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
無法表示意見	0	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
意見數	866	991	1092	1149	1189	1221	1254	1274	1288	1302	1296	1302	1305	1306

資料來源：台灣經濟新報社