

公司治理能在空頭市場下支撐股價嗎？

黃旭輝·陳美惠·闕河士*

(收稿日期：94 年 7 月 27 日；第一次修正：94 年 9 月 12 日；
接受刊登日期：95 年 1 月 23 日)

摘要

1997 的亞洲金融危機與 2001 美國連串的會計醜聞事件，使得公司治理的議題重新受到重視與討論，本文從公司治理的角度出發，探討會計師簽證、股權結構與資訊不對稱對空頭市場下股價報酬的影響，本文的研究期間為 2000 年 3 月至 2001 年 9 月，在此期間國內股價平均下跌幅度高達 63%，樣本涵蓋 297 家台灣上市公司。實證結果發現，正面的會計師簽證意見與五大會計師的簽證能在空頭市場下發揮支撐股價的作用；其次，提高內部人持股比率、法人持股比率與減少資訊不對稱，可降低股價在空頭市場中受到不利的影響

關鍵詞彙：公司治理，會計師簽證，會計師事務所，資訊不對稱，股權結構

壹·緒論

1997 年的亞洲金融風暴，造成許多亞洲國家匯率的貶值與股票市場的崩跌，然而並非每一個國家的股市均遭受相同程度的影響，Mitton (2001) 針對五個受到亞洲金融危機影響的國家（包括印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓和泰國）研究，發現良好的公司治理有助於公司減輕金融危機對其造成的影響，他的研究發現，公司治理較為完善的國家，股市受到的衝擊也較小。所謂的公司治理 (corporate governance) 泛指公司管理與監控的方法。早在 1970 年代，公司治理的概念即已出現，直到 1997 年亞洲金融危機發生後，這個議題才又被廣泛討論。理由是金融危機發生之後，各界所提出的未來防制金融危機的方法中，加強公司治理機制的完善已被公認為企業對抗危機的最佳方法。Johnson, Boone, Breach and Friendman (2000) 也提出在金融危機期間，對少數股東有較完善保護的國家相較於那些對少數股東保護較為薄弱的國家，會受到相對較小的經濟衝擊。Mitton 的研究主要探討公司的審計揭露品質在此危機中對股價具有影響力，而他所謂的審計揭露品質包括公司是否有發行 ADRs，因有發行 ADR 的公司其資訊揭露程度會較高，或公司的財務報表是否屬國際六大會計

* 作者簡介：黃旭輝，國立高雄大學金融管理學系助理教授；陳美惠，安泰銀行高級辦事員；闕河士，國立高雄第一科技大學金融營運系副教授。

師事務所簽證，他認為經由國際六大會計師事務所簽證的公司其審計品質亦較佳。

公司的經營成果對於股價具有關鍵性的影響，然而經營績效往往是透過財務報表來呈現，財務報表最後更是由會計師查核而簽證的，故會計師的簽證結果對市場與投資人透露出各種公司經營的訊息，進而影響公司的股價甚至聲譽；由於會計師的簽證對於公司有如此重大的影響，管理者對會計師的簽證內容可能存在一定的期許，因為這關係日後管理者是否會對會計師簽證的內容提出要求，或甚至更換會計師等問題，用以美化公司的財務報表。當查核結束之後，會計師簽發查核意見，可提供給投資人用以評估公司體質與營運狀況的重要依據。至於會計師的簽證意見是否具有資訊內涵，目前的實證結果並不一致：認為保留意見不具資訊內涵的有：Elliott (1982) 和 Dodd, Dopuch, Holthausen and Leftwich (1984) 及沈中華與李建然 (民 88 年)。而認為具有資訊內涵的有：Dopuch, Holthausen and Leftwich (1986)、李煥堂 (民 83 年)、項政 (民 88 年) 等。而本文主要探討的是會計師簽證若屬正面的簽證意見相對於保留意見而言，是否能在空頭市場下發揮支撐股價的作用亦即探討正面的簽證意見，是否有助於抵抗不利的外在環境。

Fried and Schiff (1981) 認為會計師被更換對公司而言屬於一項壞消息，因為投資者會認為公司更換會計師的動機，主要是要求對會計原則較為寬鬆或較具彈性的解釋，或是因為公司與會計師之間存有歧見進而想與現任會計師解約，以尋求能符合公司要求之新任會計師，甚至是直接尋求審計意見的購買 (Opinion Shopping)。Titman and Trueman (1986) 認為高品質的會計師可確實地提供資訊與查核內容，藉以讓投資者能更正確地評估公司價值、了解公司的財務狀況，降低投資風險。因而本文擬探討一個穩定的會計師關係是否相對於變動的會計師關係，在空頭市場下具有穩定股價的作用，因為在空頭市場下若更換會計師，投資人會對公司產生懷疑，進而對公司財務報表產生不信任，造成公司股價下跌可能更嚴重。

Arnett and Danos (1979)、DeAngelo (1981) 與 Johnson and Lys (1990) 皆認為「大型事務所比小型事務所具有較佳之審計品質」，由非八大更換至八大，對市場傳遞的訊息應是好消息。Teoh and Wong (1993) 提出會計師事務所愈大，其查核品質愈佳。而在本文中所要探討的是會計師事務所的規模是否具有規模效應的存在，亦即愈是大型的事務所的簽證結果，投資人對其信任程度較高，因此愈能在空頭市場下發揮支撐股價的作用。

除了會計師的簽證意見、事務所的規模以及是否更換事務所之外，我們認為內部人持股、機構法人的持股以及公司的資訊不對稱也會影響公司在空頭市場下的股價表現。首先，內部人持股比率的增加，可降低內部人與外部投資人因利益衝突所產生的代理問題 (Jensen and Meckling, 1976)，而且在資訊不對稱的環境中，內部人持股比率的提升，可增加外部投資人對於公司持股的信心，因此在空頭市場之下可以發揮支撐股價的作用。其次，機構投資者相對於一般小股東而言，他們擁有較多的股權，具備較完善之專業知識及較優越的資訊，可以較低的成本及較有效率的方式來監督公司，因此能在公司治理上扮演積極監督的角色。Agrawal (1990)、McConnell and Servaes (1990)、張訓華 (民 80 年) 皆提出法人的持股比例愈高，公司價值與經營績效也愈高。再者，機構投資人本身皆具有專業的研究團隊，因此機構法人對於公司的持股往往能在市場上發揮指標性的作用，所以，我們也在文中探討法人持股比率的增加是否能在空頭市場中發揮安定股價的作用。再者，公司的資訊不對稱程度會影響外部市場與投資人對它的監督，根據代理理論，代理問題產生的原因除了所有權與經營權的分離之外，資訊不對稱也是根本的原因之一，如果公司的資訊愈透明，則降低代理問題所需的監督成本愈低，而且當公司的資訊愈透明亦即公司的資訊不對稱程度愈小，投資人對於公司的營運與價值有愈清楚的認識，則投資人愈不會在空頭市場下，受外在不利環境的影響而一窩蜂出售公司股票，因此我們認為，資訊不對稱愈小的公司愈能在空頭市場下發揮支撐股價的作用。

2000 年對台灣而言，不管是政治上或經濟上都面臨一個重要的轉折，一方面國內首次的政黨輪替，政府與民眾歷經了一段調整期，另一方面，整個國際經濟的不景氣與網路相關股票的泡沫化，使得各國股市走入長期下跌的趨勢，就本文的研究期間 (2000 年 3 月 31 日至 2001 年 9 月 30 日) 而言，台灣的加權股價指數由 9855 跌至 3637，下跌幅度高達 63%，然而，就我們的研究樣本，並非所有的股票均遭遇相同的跌幅，除了有些股票跌幅較小之外，甚至有些股票逆勢上漲 50% 以上，這樣的明顯差異究竟原因為何？值得我們深入探討。

本文嘗試從公司治理的角度討論，良好的公司治理是否能減少股東在空頭市場下受到傷害，由於公司治理存在之主要目的在於防範及降低代理問題的發生，進而使得公司投資者及各利益相關人都能獲得合理、公平的對待，以確保各投資人的利益。且經濟合作暨發展組織 (OECD) 也於 1998 提出公司治理原則所涵蓋的五個領域，包括保護股東的權利、公平對待所有股東、結合公司與利害關係人的利益、資訊揭露及透明性以及建立一有效的董事會。因此本文

探討會計師簽證、股權結構與資訊不對稱對空頭市場下股價的影響，首先會計師簽證的部份，本文探討的對象包括會計師的簽證意見、公司與會計師事務所的穩定關係、以及簽證會計師事務所是否為前五大，由於會計師事務所負責查核公司的財務報表並出具審核意見，因此，前述因素對於公司的資訊揭露和保護股東的利益都有直接的影響，其次，從代理問題的角度，我們也知道較高的內部人持股比率，可減輕代理問題，而提高法人持股比率則可增加對於經理人的監督，避免其傷害股東的利益，最後，若公司的資訊不對稱程度較大，則外部投資人對於經理人的監督將愈顯困難，因此資訊不對稱的提升也將導致代理問題的增加。

我們認為當公司因代理問題的增加而使得其對股東利益的保護降低時，投資人對於公司持股的信心也會因此而降低，因此，良好的會計師簽證品質、較高的內部人與法人持股和降低資訊不對稱，能夠提升股東的利益受到保護，以致於在空頭市場下發揮股價支撐的效果。由於投資人購買股票都不希望遭受虧損，也希望如果股市下跌時，其所持有股票的跌幅可以較少，因此本文針對空頭市場進行研究，觀察公司治理機制是否可在空頭市場下扮演支撐股價的角色，另外我們也探討了會計師的簽證品質與各種公司特性的交互效果是否會對空頭市場的股票報酬具有影響性。

相對於黃旭輝、丁世儒 (民 94) 的研究，本文與其主要的異同點如下：首先，這二篇文章都是探討會計師簽證、股權結構與資訊不對稱對股票報酬的影響，而且均是以台灣的股票市場作為實證的對象。但是這二篇文章卻有一個截然不同的分界，黃旭輝、丁世儒 (民 94) 的研究是探討前述公司治理機制對多頭市場之下的股價影響，而本文則是探討這些公司治理對空頭市場之下的股價影響，因此，透過本文與前述文章，可以讓我們對於這些公司治理機制與股價間的關係有更全面的了解。經由黃旭輝、丁世儒與本文的實證，支持會計師簽證、股權結構與資訊不對稱不管是在多頭市場或空頭市場都對股票報酬具有影響，因此，投資人在進行投資之際可將這些公司治理機制作為投資的考慮因素之一。此外，結合這二篇文章我們也發現一個有趣的現象，亦即資訊不對稱程度較大的公司，其股價在多頭市場之下會有較大的漲幅，但在空頭市場之下卻會有較大的跌幅，這樣的結果或許反映了資訊不對稱愈大的公司，其股價愈容易出現大漲或大跌，亦即公司的資訊不對稱會加深其股價的波動性。

貳·文獻探討

一、會計師簽證對公司的影響

當查核結束之後，會計師會簽發查核意見，可提供給投資人公司內部資訊之傳遞，評估公司體質與營運狀況的重要依據。若公司財務報告按照一般公認會計原則表達、無重大範圍限制，以及會計師能夠合理地估計未確定事項的影響，則會計師會簽發無保留意見；反之，若財務報告中具有缺失或不當情事，或有其他需告知的財務資訊，則會計師必須簽發保留意見、否定意見、或無法表示意見。因此，會計師查核報告對投資人而言具有參考的價值。Chow and Rice (1982)、Williams (1988) 及 Simunic (1990) 認為，企業聘請會計師的重要原因之一與代理問題有關，根據代理理論的主張，可以得知審計需求乃起源於管理者、股東與債權人間的利害衝突，當管理者並非擁有公司之全部股權時，則管理者（代理人）就不一定會採取使企業價值極大化的活動。為了避免此情況的發生，企業就必須使用會產生代理成本的合約與監督系統，其中由於代理人為財務報表的編製者，因此企業就產生了聘請會計師簽證財務報表的需求，以確保財務資訊的可靠性。綜觀現有的文獻，會計師的簽證意見是否具有資訊內涵，若不區分會計師簽證內容之保留意見的原因，有些學者認為保留意見不具資訊內涵，包括：Elliott (1982) 和 Dodd, Dopuch, Holthausen and Leftwich (1984) 及沈中華與李建然 (民 88 年)。而認為具有資訊內涵的有：Dopuch, Holthausen and Leftwich (1986)、李煥堂 (民 83 年)、項政 (民 88 年) 等。Ameen, Kam and Guffey (1994) 則認為，在保留意見之審計報告書公佈的日期之前，市場即有負的異常報酬產生，但於保留意見正式公佈的時候，市場卻無明顯的負面反應。

其次，Schwartz (1982) 認為當公司財務狀況與經營績效不佳時，管理當局可能會要求會計師窗飾盈餘，因為對於公司而言，不利的財務資訊可能使公司喪失銀行及投資人的支持，進而影響公司股價及聲譽。保留意見亦是造成公司更換會計師之主因，因為客戶普遍認為收到保留意見可能會使得公司價值受到衝擊及損害，因此，一旦會計師欲簽發保留意見，則客戶就可能產生尋找願意配合的會計師的想法，以達成其目的。(Chow and Rice, 1982、Williams, 1988、周玲臺、王振東，民 84 年)。Fried and Schiff (1981) 也指出，會計師被更換屬於一項壞消息，因為投資者會認為公司更換會計師的動機，主要是要求對會計原則較為寬鬆或較具彈性的解釋，或是因為公司與會計師之間存有歧見

進而想與現任會計師解約，以尋求能符合公司要求之新任會計師，甚至是直接尋求審計意見的購買 (Opinion Shopping)。Teoh (1992) 提出若依循機械性決策法則，會計師更換事件對投資者而言可能是一個好消息，因為證明會計師具有超然獨立性，其查核意見較具可靠性，也較能區分公司好壞。而且他也提出收到保留意見的公司更換會計師的比率遠超過收到無保留意見的公司。

再者，DeAngelo (1981)、Reed, Trombley and Dhaliwal (2000) 主張「大型事務所比小型事務所具有較佳之審計品質」，因此推論出審計簽證市場是一個產品異質 (Product Differentiation) 的市場。且 Fried and Schiff (1981) 認為非八大更換至八大，對市場傳遞的訊息應是好消息；反之，由八大更換至非八大則是壞消息。實證文獻方面 Johnson and Lys (1990) 使用相對規模來驗證，研究中指出更換至較大規模的會計師事務所，對市場傳遞的訊息應是好消息，反之則是壞消息，而兩者實證的結果均與預期方向相符，但並未達到統計上的顯著性。Titman and Trueman (1986) 認為在資訊不對稱的情況下，查核人員的角色是要驗證公司的財務報表是否符合一般公認會計原則 (GAAP)，忠實完整地表達公司的財務狀況，由高品質會計師所提供的資訊及確實地查核財務報表的內容，可以使投資人更精確地估計公司真實價值，避免造成投資損失，降低投資決策的風險。或者擁有有利資訊的公司，願意支付較高審計公費聘請高品質會計師，接受較嚴謹的查核過程，以傳遞有利的資訊給投資人，以減少投資人對公司價值的不確定性。另 Dartar, Feltham and Hughes (1991) 也提出在資訊不對稱的情況下，企業主保留的股權比例可作為降低資訊不對稱的訊號之一。Dartar, Feltham and Hughes 認為當公司的特定風險愈高時，以持股比率來傳達公司價值的成本愈高，此時企業主會選擇聘任高品質的查核人員，以傳達企業資訊給投資人。而 Teoh and Wong (1993) 的研究結果顯示，八大會計師事務所的盈餘反應係數 (ERC; Earnings Response coefficient) 顯著的高於非八大會計師事務所，顯示投資人較依賴高品質會計師所查核的財務報表進行投資。此外，會計師事務所規模愈大，其查核品質愈佳。

Mitton (2001) 針對受到亞洲金融危機影響的五個國家研究，指出良好的公司治理有助於降低公司在此一風暴下的衝擊，其中他提出審計揭露品質在此危機中對股價具有影響力，而他所謂的審計揭露品質包括公司是否有發行 ADRs，因有發行 ADR 的公司其資訊揭露程度會較高，或公司的財務報表是否屬六大會計師事務所簽證，他認為經由大型事務所簽證的財務報表其品質較佳，因為這些事務所為了維持良好的聲譽，可能更會去確認查帳過程的透明化以及減少錯誤的發生，也因為他們比一些地區性的公司有更佳的獨立自主性或

是因為如果犯錯的話他們會面對極大的法律責任，除此之外，藉由他們知名的聲譽可以緩和投資者的恐懼。

二、股權結構對公司經營的影響

Jensen and Meckling (1976) 認為當企業經營權與所有權逐漸分離時，管理者會因為自利動機，而利用個人職權進行特權消費或採用次佳的投資決策，使得公司價值降低，他們認為當內部人士持股比率愈高時，因特權消費、怠惰和追求非極大化公司價值行為，所造成之財富損失將由自己承擔較高的比率，故管理者濫用公司資源的誘因將降低，這也就是所謂的利益收斂假說。我們認為，提升經理人的持股比率除了可降低代理問題之外，也可增加外部投資人對於公司的信心，因此有助於降低公司在空頭市場下所受到的負面影響。

Pound (1988) 針對機構投資者監督公司運作，進而與公司經營績效之相關性，提出下列三項假說，首先是效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis) 認為，機構投資者相對於一般小股東而言，擁有較多的股權，具備較完善之專業知識及較優越的資訊，可以較低的成本及較有效率的方式來監督股東，因此能在公司治理上扮演積極監督的角色，根據此假說，當機構投資者持股愈多時，愈能有效監督管理者，以促進公司經營績效的提昇，使公司價值增加。其次是利益衝突假說 (conflict of interest hypothesis) 認為，機構投資人從其他與公司有關的活動中獲利，基於自身的利益，可能投票給能與自身利益相配合的管理當局，但其利益可能和公司利益是互相衝突的，故公司價值將因此下降。最後是策略聯盟假說 (strategic alliance hypothesis) 認為，基於雙方的利益，機構投資者可能與管理當局具有策略聯盟的關係。為了雙方之共同利益，機構投資人可能和管理者妥協，以致無法發揮監督的作用，而損及公司利益。

Duggal and Millar (1999) 則對外部機構持股與公司價值間之關係則提出了兩項假說，分別是效率增強假說及效率減少假說。前者是指外部機構投資者會以二種方式來提高公司效率。第一，外部機構投資者為了使其操作之基金績效良好，亦即能將其有限的資本做最有效的運用，在投資之前會作「品質研究」，以確認出較具有效率的公司而加以投資。第二，多數外部機構投資者會融通資金給公開發行公司，使外部機構投資者具有一強烈動機去監督經理人，這種持續性的監督強化了管理的效率，並增進了公司制定決策的品質。效率減少假說則認為外部機構投資者會因其消極、利益衝突及法律限制，而不具有任何監督管理者的能力。因為其寧願出售績效不佳的公司股票，也不願耗費資源去監督及改善公司的績效。Agrawal (1990)、McConnell and Servaes (1990) 實

證結果得出機構投資人持股比率與公司價值呈一正向關係，也就是支持「效率監督假說」，認為機構投資者可克盡監督經理人之職責。邱毅、張訓華（民 80 年）、周行一、陳錦村、陳坤宏（民 85 年）、張旭玲（民 87 年）等研究法人持股對股東財富的影響，亦皆支持效率監督假說。

三、資訊透明的重要性

Leland and Pyle (1977) 的訊息傳遞模式中，認為公司內部人或管理者比外部人更容易獲取公司盈餘狀況或投資計畫等相關資訊，故投資人必須從公司的特定行為所傳達出的訊息中瞭解公司資訊。Barnea, Haugen, and Senbet (1985) 更提出在資訊不對稱的情形下，股東缺乏必要的資訊以判斷企業策略運用的好壞時，管理者便有機會剝削股東的財富，導致經營績效的不彰。而在上述中有提及 Titman and Trueman (1986) 認為在資訊不對稱的情況下，由高品質會計師所提供的資訊及確實地查核財務報表的內容，可以使投資人更精確地估計公司真實價值，避免造成投資損失，降低投資決策的風險。或者擁有有利資訊的公司，願意支付較高審計公費聘請高品質會計師，接受較嚴謹的查核過程，以傳遞公司有利的資訊給投資人，以減少投資人對公司價值的不確定性。另 Datar, Feltham and Hughes (1991) 也提出在資訊不對稱的情況下，企業主所保留的股權比例可作為降低資訊不對稱的訊號之一。Datar, Feltham and Hughes 更認為當公司的特定風險愈高時，以持股比率來傳達公司價值的成本愈高，此時企業主會選擇聘任高品質的查核人員，傳達企業資訊給投資人，以降低資人資訊不對稱的情形。

參· 樣本與研究方法

為了探討公司治理對空頭市場下的股價影響，本文以民國 89 年 3 月 31 日至民國 90 年 9 月 30 日為研究期間，在此期間，台灣的加權股價指數由 9855 跌至 3637，下跌幅度高達 63%。我們的研究對象是依下列的選樣標準所得出，首先，樣本公司必須為台灣證券交易所的上市公司，而且必須在研究期間前一年就已上市，以方便所需研究資料之取得。其次我們排除金融股及研究所需資料不完整的公司，最後得出 297 個樣本公司，探討這些公司在此一長期空頭市場中，是否會因公司治理的良窳而其股價表現會有所不同。

本文主要探討公司治理對於空頭市場下的股價支撐效果，所關注的公司治理議題包括會計師簽證意見、是否更換會計師、會計師事務所規模、內部人

持股比率、法人持股比率以及資訊不對稱等變數，同時也將相關具解釋力的變數納入作為控制變數，包括公司規模、權益市價淨值比、公司經營績效以及股票的前期報酬、內部人與法人持股變動等，由於本文的資料結構屬於橫斷面的資料，並未包括時間序列的成分，因此以橫斷面迴歸分析驗證前述的公司治理機制是否對空頭市場下的股價造成影響。迴歸模型如下：

$$Y_i = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \beta_4 INT + \beta_5 INT_j + \beta_6 IA + \beta_7 M/B + \beta_8 INS + \beta_9 INS_j + \beta_{10} RISK + \beta_{11} PER + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} PPR + \varepsilon_i$$

其中 Y_i 為研究期間內的個股報酬率。 D_1 為民國 87 至 90 年的會計師簽證意見之虛擬變數，若公司在此期間內曾被會計師出具保留意見，則我們將其設為 1，否則為 0； D_2 為民國 87 至 90 年間是否更換過會計師事務所，如果更換過則虛擬變數設為 1，否則為 0； D_3 為最近一期年報是否為國內五大會計事務所簽證；是者設虛擬變數為 1，否則為 0，而本文所稱的五大會計師事務所為勤業、資誠、安侯、眾信及致遠等五家會計師事務所。 INT 為外資法人持股比率。 INT_j 為外資法人持股比率的變動，我們分別探討研究期間前三個月、前六個月以及前一年的持股變動。 IA 為資訊不對稱程度，本文依照 Sudha, Paul and Venkat (1999) 的方法以市場模式之殘差標準差作為衡量，如果公司的殘差標準差愈大表示其資訊不對稱的程度愈大，因為殘差的標準差愈大，意謂公司的股價變動愈無法由大盤指數的變動來預測，亦即有許多個別公司的因素影響其股價的變動，而這些個別公司的因素將會使公司的資訊不對稱程度因而增加。 M/B 為權益市價淨值比。 INS 為內部人持股比率，本文以大股東、經理人與董監事持股比例之加總作為衡量變數。 INS_j 為公司內部人持股比率的變動，同樣探討研究期間前三個月、前六個月以及前一年的持股變動。 $RISK$ 為公司的 β 風險，以市場模式的迴歸係數衡量之。 PER 為公司的經營績效，我們分別以 ROE 和 ROA 作為替代變數，其中 ROE 為相對股東權益報酬率，以公司前一年的股東權益報酬率減去產業平均股東權益報酬率衡量。ROA 則為相對資產報酬率，以公司前一年的資產報酬率減去產業平均資產報酬率衡量。 $SIZE$ 為公司規模，我們以公司總資產取對數作為替代變數， PPR 為樣本公司在空頭市場前半年的股票報酬。

除了上述迴歸模式，我們也進一步探討會計師簽證意見、更換事務所、事務所規模和公司特性之交互效果對空頭市場下的股價反應是否具有影響。以下我們列出樣本公司於我們研究期間之前的會計師簽證意見、是否更換過會計師事務所和財務報表是否由國內五大會計師事務所進行簽證之樣本個數。雖然

會計師的簽證意見可區分為無保留意見、修正式無保留意見、保留意見、無法表示意見和否定意見等五大類，然而就我們的研究期間而言，並未出現無法表示意見和否定意見之樣本公司，因而我們僅將樣本作二類區分，其中之一為民國 87 年至 90 年間公司的財務報表曾被會計師出具保留意見，另一類為樣本公司在此期間內未曾被會計師出具保留意見，由表中我們可看出曾被出具保留意見的樣本公司僅 27 家，反映出國內大多數的上市公司都能依照一般公認會計原則 (GAPP) 來編制其財務報表，由於被出具保留意見的樣本公司，表示會計師對該公司的財務報表仍存有疑慮，因此，我們預期曾被出具保留意見之樣本公司在空頭市場下，股價跌幅也較大。

表一 樣本公司之會計師簽證意見

會計師簽證意見	公司家數
曾出現保留意見	27
未曾出現保留意見	270
總計	297

至於上市公司更換會計師事務所的頻率，我們可由表二看出，在全體研究樣本中僅有 37 家公司，在民國 87 年至 90 年間更換過事務所，顯見多數的公司仍希望與會計師事務所維持穩定的關係，至於更換事務所的公司是否會引起投資人的疑慮和不信任，而導致股價在空頭市場下有較大的跌幅，則是我們在下一節所欲討論的課題。表二中我們也看出，國內有八成以上的上市公司都會選擇五大會計師事務所為其進行財務報表的背書，我們也將在下一節探討公司選擇大型的事務所進行簽證，是否更能得到投資人的信賴而在空頭市場下發揮穩定股價的功能。

表二 樣本公司的簽證事務所以及是否更換事務所

	是否更換會計師事務所	是否為 5 大事務所簽證
是	37	240
否	260	57
總計	297	297

肆・實證結果分析

一、敘述統計與初步觀察

表三 變數的敘述統計

自變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
研究期間之股票報酬率	-61.1%	-67.2%	21.7%	-95.7%	54.4%
法人持股比率 (INT)	3.07%	0.62%	5.73%	0.00%	35.90%
法人持股變動 (INT3)	0.17%	0.00%	1.90%	-3.55%	16.85%
法人持股變動 (INT6)	0.25%	0.00%	2.55%	-8.66%	16.79%
法人持股變動 (INT1)	0.69%	0.00%	3.17%	-10.73%	17.90%
資訊不對稱 (DEV)	3.01	2.72	4.82	0.91	85.45
內部人持股比率 (INS)	25.76%	24.37%	14.35%	0.65%	72.67%
內部人持股變動 (INS3)	-0.33%	-0.01%	2.02%	-22.35%	9.15%
內部人持股變動 (INS6)	-0.45%	-0.03%	3.12%	-24.52%	18.23%
內部人持股變動 (INS1)	-1.19%	-0.41%	5.06%	-29.41%	19.63%
公司規模 (LOGA)	6.94	6.88	0.44	5.91	8.31
前半年股票報酬 (PPR)	28.7%	21.0%	33.8%	-38.3%	221.2%
市值淨價比 (M/B)	2.27	1.44	2.23	0.38	14.45
β 風險	0.79	0.79	0.25	-0.04	3.05
相對資產報酬率 (ROA)	-1.58%	-1.01%	7.98%	-42.39%	23.28%
相對權益報酬率 (ROE)	-3.81%	-1.34%	13.77%	-79.79%	25.85%

說明：INT 表空頭期間公司外資法人的持股比率；INT3 表空頭期間發生前三個月，公司法人持股變動比率；INT6 表空頭期間發生前六個月，公司法人持股變動比率；INT1 表空頭期間發生前一年，公司法人持股變動比率；DEV 表市場模式的殘差標準差；INS 表空頭期間公司內部人的持股比率；INS3 表空頭期間發生前三個月，公司內部人持股變動比率；INS6 表空頭期間發生前六個月，公司內部人持股變動比率；INS1 表空頭期間發生前一年，公司內部人持股變動比率；LOGA 表公司總資產帳面價值之自然對數；PPR 表前半年股價報酬；M/B 表市價淨值比； β 表市場模式下的 β 風險；ROA 表相對資產報酬率；ROE 表相對權益報酬率。

表三為樣本公司之敘述性統計，我們可由其中看出在我們的研究期間內，所有樣本公司的平均股價跌幅逾 60%，最大的股價跌幅更高達 95.7%，顯見此一空頭時期對國內上市公司所造成的衝擊，然而，即使在如此悲觀的股市環境裡，並非所有公司的股價均承受相同幅度的下跌，甚至有些公司的股價逆勢上漲，最高漲幅高達 54%，正因如此，值得我們進一步探討，是否有些

因素可以發揮在空頭市場下穩定股價的作用。我們也可由表三看出，外資法人的最高持股比率為 35.9% 而平均持股比率僅有 3%，顯示國內的股票市場，外資法人的參與程度仍嫌偏低。其次，我們看到內部人的平均持股比率為 25.7%，其中最低持股比率的樣本公司僅 0.65%，意謂不同公司的股權結構仍有極大的差異。另外，在我們研究的空頭市場之前半年的時間裡，樣本公司的平均漲幅為 28.7%，有些股票漲幅甚至超過 200%，這可讓我們探討空頭市場下的股價行為與前期報酬是否具有關聯性。在 β 風險的部份，表三中的最小值為 -0.04，不過嚴格來講，該值不能稱為最小的 β 風險，因為從財務概念上來說，此部份風險的大小應該是取絕對值後來作比較，不過，由於本文實證 β 與股價報酬的關係，有正負方向存在，因此不能將其取絕對值，例如，當公司的 β 為正，則 β 愈大，其股價在空頭市場下的跌幅也愈多，但若 β 為負，公司的股價卻可能在空頭時期上漲。最後，我們發現樣本公司的相對經營績效也有極大的不同，包括相對資產報酬率與相對股東權益報酬率，最大的樣本公司分別是 23.2% 與 25.8%，而經營績效最差的公司分別是 -42.3% 與 -79.7%，我們也可從下一節的實證結果中觀察公司的經營績效是否影響空頭市場下的股價表現。

以下我們先就公司治理的變數將樣本作區分，初步觀察公司治理的不同是否會對空頭市場之下的股價報酬造成影響，此處我們觀察的公司治理變數包含了會計師簽證、股權結構與資訊不對稱。表四中的會計師簽證變數，我們分別依照樣本公司在 87 至 90 年間是否曾被會計師簽發保留意見、是否曾經更換會計師事務所，以及在空頭市場前一年，公司的財務報表是否由五大會計師事務所查核將樣本公司作區分，結果發現曾被會計師出具保留意見的公司在空頭市場之下的股價報酬為 -71.28%，而未曾被出具保留意見的公司股價下跌幅度僅為 -60.50%，兩者的差距超過 10% 且達統計顯著水準，此一結果初步顯示會計師的簽證意見會影響投資人對於公司的信賴程度，對於被會計師出具保留意見的公司而言，由於會計師對其財務報表存有疑慮，而此一疑慮也將進一步影響投資人對於公司的信心，因此在空頭市場之下其股價也會有較大的跌幅。至於公司是否更換會計師事務所，以及公司的財務報表是否由五大會計師事務所簽證，表四的初步觀察並未發現其對空頭市場下的股價具有顯著影響。

此外，內部人持股、法人持股以及資訊不對稱的部份，我們分別將樣本依照其內部人持股、法人持股以及市場模式的殘差標準差，將樣本三等分為高中低，並就其中的高與低作比較，如表四所呈現內部人持股比率較高的公司，其在空頭市場之下的股價跌幅顯著較少，初步支持內部人的持股有助於提升投資人的信心，因而在空頭市場之下可發揮支撐股價的作用。其次，我們也可由

表中看出資訊不對稱程度較大的公司，其在空頭市場下的股價跌幅高達-71.43%，而資訊不對稱程度較低的公司，其股價下跌幅度僅為-48.04%，二者的差距超過 23%，顯示資訊不對稱對於空頭市場之下的股價行為的確具有重要的影響。

表四 公司治理與空頭市場下的股價報酬

會計師簽證意見	曾出現保留意見	未曾出現保留意見	差距	t 值
	-71.28%	-60.50%	-10.79%	-3.613***
是否更換會計師事務所	更換事務所	未更換事務所	差距	t 值
	-60.01%	-61.24%	1.22%	0.321
是否為五大事務所簽證	是	否	差距	t 值
	-61.51%	-59.31%	-2.21%	-0.689
內部人持股	持股比率高	持股比率低	差距	t 值
	-56.50%	-65.78%	9.28%	3.202***
法人持股	持股比率高	持股比率低	差距	t 值
	-63.56%	-59.77%	-3.88%	-0.388
資訊不對稱	大	小	差距	t 值
	-71.43%	-48.40%	-23.03%	7.872***

二、會計師簽證與公司特性對空頭市場股價影響之迴歸分析

接下來，我們以迴歸分析探討會計師簽證意見、會計師事務所的規模、公司是否更換事務所、內部人持股、外資法人的持股以及資訊不對稱對空頭市場下股價行為之影響，同時我們也加入其他可能影響公司股價之因素以作為控制變數，這些因素包括內部人與法人持股比率的變動、股票的前期報酬、公司的系統風險、市值帳面價值比、公司的規模與經營績效等。我們著重的重點在於探討公司治理較為完善的公司，是否能在空頭市場下發揮支撐股價的功能，其中，我們想要驗證較為正面的會計師簽證意見以及關係，是否能提升投資人對於公司的信心，因而在空頭市場下發揮穩定股價的功能；其次，我們也想驗證內部人與外資法人的持股是否具有安定投資人信心的功能，以至於在空頭市場之下，因為內部人或外資法人有較多的持股，使得個人投資人不會盲目出售

股票，以致於股價下跌幅度較小；最後，我們討論公司的資訊不對稱程度是否會對空頭市場下的股價具有負面的影響。

實證結果如表五與表六所示，由於內部人持變動與法人持股變動的部份，我們分別以空頭市場之前三個月、六個月與一年的持股變動衡量，因此有下列不同的迴歸模式，由這二個表的六個模式中，我們發現 D1 均顯著為負，此處的 D1 係表示會計師簽證意見的虛擬變數，若民國 87 年至 90 年之間，公司的財務報表曾被會計師出具保留意見，則我們將該公司設為 1，否則為 0。六個模式的迴歸係數均顯著為負，意謂當會計師簽證意見為保留意見時，公司在空頭市場下的股價跌幅也較大。這樣的結果說明了會計師的簽證意見確實具有資訊內涵，因為會計師簽證出現保留意見時，表示會計師認為公司的財務報表有若干事項之處理未完全符合一般公認會計原則，亦即會計師對於財務報表上的數字存有疑慮，此一結果，將使得投資人較不信任公司的財務報表與經營狀況，因此投資人會將此一疑慮反應於股價上，導致公司的股價下跌幅度較大；反之，會計師簽證結果若為無保留意見或修正式無保留意見時，表示財務報表能允當的提供給投資人與市場公司內部的經營狀況與成果，以評估公司體質與營運狀況，故其股價產生下跌的幅度較小。亦即較為正面的會計師簽證意見相對於保留意見而言，的確可在空頭市場中發揮支撐股價的作用。

至於 D2 與 D3 分別表示公司在 87 年至 90 年間是否有更換過會計師事務所，以及公司前一年的財務報表是否為國內前五大會計事務所查核，實證結果均未發現此二項變數對於空頭市場之下的股價具有顯著的影響性。

此外，我們也由表中發現內部人持股比率的迴歸係數均顯著為正，顯示公司內部人持股比率越多，其在空頭市場之下的股價表現愈佳，此一結果也與代理問題的概念相符合，亦即內部人持股比率較多，可使內部人與外部股東的利益愈趨於一致，因此可降低代理問題，且內部人持股比率較多也顯示公司內部人對於公司的前景較具信心，因此可對市場傳遞出好的訊息，也提升外部投資人對於公司的信心，以致於在空頭市場下，其公司股價下跌的幅度較小。進一步，我們也看到外資法人 (INT) 的迴歸係數顯著為正，亦即外資法人持股比率對空頭市場下的股價行為具有正向的影響。由於外資法人相對於個別投資人而言比較有能力監督公司，而且也比較有能力評估公司的價值，這樣的結果反應外資法人持股比率越多，法人對公司的監督力量越強，公司內部的代理問題將趨於和緩，且由於法人的持股，投資人對公司更具有信心，並有助於公司價值與經營績效之提昇。

表五 會計師簽證與公司特性對空頭市場股價影響之迴歸分析 (一)

	模式一		模式二		模式三	
截距項	-0.489	(-9.483)***	0.177	(0.906)	0.317	(1.591)
D1	-0.089	(-2.183)**	-0.078	(-1.932)*	-0.078	(-1.984)**
D2	0.045	(1.061)	0.029	(0.709)	0.028	(0.682)
D3	0.018	(0.591)	0.027	(0.899)	0.031	(1.064)
INS	0.002	(2.580)**	0.002	(2.877)***	0.002	(2.269)**
INT	0.001	(0.393)	0.008	(2.568)**	0.007	(2.523)**
DEV	-0.004	(-1.655)*	-0.004	(-1.675)*		
PPR	-0.078	(-2.153)**			-0.100	(-2.824)***
INS6	0.005	(1.350)				
INT3					0.002	(0.364)
INT6	-0.002	(-0.399)				
INT1			0.001	(0.113)		
β 風險	-0.179	(-3.780)***	-0.091	(-1.813)*	-0.085	(-1.706)*
M/B			-0.028	(-3.782)***	-0.023	(-3.133)***
LOGA			-0.105	(-3.582)***	-0.124	(-4.157)***
ROE	0.004	(4.266)***	0.005	(5.257)***	0.005	(5.051)***
Adj R square	0.180		0.223		0.237	

說明：D1 表示會計師簽證意見的虛擬變數，若民國 87 年至 90 年之間，公司的財務報表曾被會計師簽發保留意見，則我們將該公司設為 1，否則為 0；D2 表公司若更換會計師事務所者設為 1，無更換者設為 0；D3 表會計師簽證為國內前五大事務所者設為 1，否者為 0；INS 表公司內部人的持股比率；INT 表公司外資法人的持股比率；DEV 表市場模式的殘差標準差；PPR 表前半年股價報酬；INS6 表空頭期間發生前六個月，公司內部人持股變動比率；INT3 表空頭期間發生前三個月，公司法人持股變動比率；INT6 表空頭期間發生前六個月，公司法人持股變動比率；INT1 表空頭期間發生前一年，公司法人持股變動比率；β 表市場模式下的 β 風險；M/B 表市價淨值比；LOGA 表公司總資產帳面價值之自然對數；ROE 表相對權益報酬率。迴歸係數之後，括弧內的數字表示該迴歸係數的 t 值。*表示顯著水準達 P<0.10；**表示顯著水準達 P<0.05；***表示顯著水準達 P<0.01。

因此，實證結果與預期一致，亦即在空頭市場中，外資法人持股比率越多，其股價下跌的幅度較小；反之，若法人持股比率相對較少者，其空頭市場的股價產生下跌的幅度亦較大。說明了外資法人的持股的確有助於公司抵抗外在不利的環境，減少公司在空頭市場中受傷害的程度，此一結果支持外資法人持股有助於提升公司的價值。

其次，公司治理的另一個重要議題為公司資訊的透明度，亦即良好的公司治理應設法提升資訊的透明度，讓外部投資人可以清楚的了解公司的重要決策與經營狀況，而資訊透明度和資訊不對稱正好是對立的概念，於是本文驗證資訊不對稱是否對於空頭市場之下的股價具有影響性，並依照 Sudha, Paul and

Venkat (1999) 的方法以市場模式之殘差標準差作為衡量資訊不對稱的代理變數，實證結果如表五與表六所示，資訊不對稱的代理變數 (DEV) 均顯著為負，意謂公司的資訊不對稱程度愈大，其空頭市場下的股價跌幅也愈深，這樣的結果符合我們的預期，亦即在空頭市場之下，資訊不對稱程度越大的公司，或者資訊透明度愈低的公司，投資人愈不了解公司的經營狀況與真實價值，因此容易受到外在的環境與市場的氣氛所影響，在空頭市場之下由於股市呈現長期且大幅度的下跌，投資人有可能因為資訊不對稱而無法了解公司的真正價值，於是拋售手中的持股，因此資訊不對稱愈嚴重的公司其股價的下跌幅度也愈大，這樣的結果也說明了，如果公司能提升其資訊透明度，有助於降低公司在空頭市場下所受到的傷害。

表六 會計師簽證與公司特性對空頭市場股價影響之迴歸分析 (二)

截距項	模式四		模式五		模式六	
		-0.526	(-10.430)***	-0.526	(-10.436)***	-0.523
D1	-0.095	(-2.365)**	-0.096	(-2.388)**	-0.096	(-2.389)**
D2	0.025	(0.618)	0.025	(0.606)	0.039	(0.946)
D3	0.012	(0.413)	0.013	(0.439)	0.023	(0.780)
INS	0.002	(2.766)***	0.002	(2.790)***	0.002	(2.899)***
INT	0.004	(1.373)	0.004	(1.059)	0.004	(1.201)
DEV	-0.004	(-1.681)*	-0.004	(-1.676)*	-0.004	(-1.846)*
PPR1	-0.039	(-1.766)*	-0.040	(-1.812)*	-0.049	(-2.183)**
INS6	0.003	(0.785)	0.003	(0.745)	0.004	(0.955)
INT6	0.002	(0.337)				
INT1			0.003	(0.532)	0.002	(0.467)
β 風險	-0.130	(-2.744)***	-0.131	(-2.790)***	-0.149	(-3.147)***
M/B	-0.011	(-1.064)	-0.011	(-1.049)	-0.007	(-0.721)
ROE					0.005	(5.251)***
ROA	0.009	(5.543)***	0.009	(5.587)***		
Adj R square	0.211		0.212		0.202	

說明：D1 表示會計師簽證意見的虛擬變數，若民國 87 年至 90 年之間，公司的財務報表曾被會計師簽發保留意見，則我們將該公司設為 1，否則為 0；D2 表公司若有更換會計師事務所者設為 1，無更換者設為 0；D3 指會計師簽證若為國內前五大事務所者設為 1，否者為 0；INS 表公司內部人的持股比率；INT 表公司外資法人的持股比率；DEV 表市場模式的殘差標準差；PPR1 表空頭市場前一年的股價報酬；INS6 表空頭期間發生前六個月，公司內部人持股變動比率；INT6 表空頭期間發生前六個月，公司法人持股變動比率；INT1 表空頭期間發生前一年，公司法人持股變動比率； β 表市場模式下的 β 風險；M/B 表市價淨值比；ROA 表相對資產報酬率；ROE 表相對權益報酬率。迴歸係數之後，括弧內的數字表示該迴歸係數的 t 值。*表示顯著水準達 $P < 0.10$ ；**表示顯著水準達 $P < 0.05$ ；***表示顯著水準達 $P < 0.01$ 。

至於各控制變數對空頭市場下的股價影響如下所述。首先，在公司規模與市價淨值比的部分，我們可看出在空頭市場下存在規模效應，即公司規模大小與股價報酬之間呈現顯著負向的關係，意謂規模越小的公司其股價報酬會較高，此結論符合 Fama and French (1992) 的研究發現；亦即空頭市場下的股價存在規模效應，其中規模較小的公司，股價下跌的幅度亦較小。而市價淨值比 (M/B) 的迴歸係數顯著為負，說明了此一比率對空頭市場下的股價具有負向的影響，此一結果也與 Fama and French (1992) 的說法具有一致性。

另外，我們發現前期股價報酬的迴歸係數均顯著為負，此處的前期股價報酬，我們分別以空頭市場前半年 (PPR) 與前一年 (PPR1) 的股價報酬作為衡量，實證結果發現二者的迴歸係數均顯著為負，說明了股票前期報酬對空頭市場的股價具有負向的影響，亦即在空頭市場下，若其前期股價表現越好則在此時股價將會反轉，且比前半年股價表現較差的股票，其股價下跌幅度將會更大。再者，我們可由迴歸模式中看出 β 係數對股票報酬的影響，其迴歸係數顯著為負，說明了在空頭市場下，若公司的 β 係數為正，則系統風險愈大的公司其股價的下跌幅度也越大。最後，我們以公司的相對資產報酬率與相對股東權益報酬率衡量公司的經營績效，此二者的迴歸係數均顯著為正，表示經營績效愈好的公司，在空頭市場下愈具有抵抗股價下跌的能力，說明股價終究會反應公司的經營成果，而經營績效較好的公司在空頭市場下的股價跌幅度也較小。

三、會計師簽證與公司特性之交互效果對空頭市場股價影響之迴歸分析

前述之迴歸分析主要探討會計師簽證、股權結構與資訊不對稱對空頭市場下之股價影響，接下來，我們想要驗證會計師簽證之相關變數與公司特性之間對空頭市場之下的股價影響是否具有交互效果存在，也就是我們想要探討什麼樣的公司比較容易受到會計師簽證的影響而對股價造成衝擊，因此，以下的迴歸分析除了前述的變數之外，我們也加入了會計師的簽證變數與公司特性的交互效果，希望能對空頭市場下的股價行為有進一步的了解。

表七 會計師簽證與公司特性的交互效果對空頭市場股價影響之迴歸分析(一)

截距項	模式一		模式二		模式三		模式四	
		-0.484	(-9.377)***	-0.482	(-9.410)***	-0.661	(-18.432)***	-0.486
D1	-0.106	(-2.572)**	-0.121	(-2.701)***	-0.090	(-1.942)*	-0.102	(-2.428)**
D2	0.054	(1.446)	0.028	(0.658)	0.032	(0.721)	0.055	(1.494)
D3	0.018	(0.582)	0.032	(1.073)	-0.003	(-0.096)	0.012	(0.405)
INS	0.003	(3.002)***	0.002	(2.666)***	0.003	(3.651)***	0.002	(2.794)***
INT	0.006	(2.064)**					0.005	(1.551)
DEV	-0.004	(-1.772)*	-0.004	(-1.699)*	-0.005	(-1.889)*	-0.004	(-1.619)
PPR	-0.060	(-1.643)	-0.088	(-2.464)**			-0.068	(-1.887)*
INS3			0.008	(1.331)			0.005	(0.771)
INS6	0.004	(0.979)						
INT3			0.009	(1.352)			-0.008	(-0.209)
INT6	0.002	(0.106)						
β 係數	-0.159	(-3.304)***	-0.150	(-3.125)***			-0.144	(-3.028)***
M/B	-0.022	(-2.809)***	-0.015	(-2.532)**			-0.022	(-2.869)***
ROE	0.004	(4.775)***	0.004	(1.271)				
ROA							0.008	(5.106)***
D1*ROE			-0.002	(-1.054)	-0.001	(-0.498)		
D2*ROE			-0.003	(-1.216)	-0.002	(-1.024)		
D3*ROE			0.002	(0.602)	0.005	(4.046)***		
D1*INT3							0.014	(0.439)
D2*INT3							-0.029	(-0.635)
D3*INT3							0.013	(0.336)
D1*INT6	0.021	(0.974)						
D2*INT6	0.011	(0.598)						
D3*INT6	-0.004	(-0.241)						
Adj R square	0.200		0.205		0.123		0.212	

說明：D1 表示會計師簽證意見的虛擬變數，若民國 87 年至 90 年之間，公司的財務報表曾被會計師簽證保留意見，則我們將該公司設為 1，否則為 0；D2 表公司若有更換會計師事務所者設為 1，無更換者設為 0；D3 指會計師簽證若為國內前五大事務所者設為 1，否者為 0；INS 表公司內部人的持股比率；INT 表公司外資法人的持股比率；DEV 表市場模式的殘差標準差；PPR 表前半年股價報酬；INS3 表空頭期間發生前三個月，公司內部人持股變動比率；INS6 表空頭期間發生前六個月，公司內部人持股變動比率；INT3 表空頭期間發生前三個月，公司法人持股變動比率；INT6 表空頭期間發生前六個月，公司法人持股變動比率； β 表市場模式下的 β 風險；M/B 表市價淨值比；ROA 表相對資產報酬率；ROE 表相對權益報酬率。D1*ROE 表會計師簽證意見虛擬變數與相對權益報酬率的交互作用；D2*ROE 表是否更換會計師事務所與相對權益報酬率的交互作用；D3*ROE 表是否為五大會計師事務所簽證與相對權益報酬率的交互作用；D1*INT3 表會計師簽證意見虛擬變數與空頭時期前三個月法人持股變動幅度的交互作用；D2*INT3 表是否更換會計師事務所與空頭時期前三個月法人持股變動幅度的交互作用；D3*INT3 表是否為五大會計師事務所簽證與空頭時期前三個月法人持股變動幅度的交互作用；D1*INT6 表會計師簽證意見虛擬變數與空頭時期前六個月法人持股變動幅度的交互作用；D2*INT6 表是否更換會計師事務所與空頭時期前六個月法人持股變動幅度的交互作用；D3*INT6 表是否為五大會計師事務所簽證與空頭時期前六個月法人持股變動幅度的交互作用。迴歸係數之後，括弧內的數字表示該迴歸係數的 t 值。*表示顯著水準達 P<0.10；**表示顯著水準達 P<0.05；***表示顯著水準達 P<0.01。

表七至表九的迴歸分析中，我們分別加入了不同的會計師簽證變數與公司特性的交互效果，由於我們探討的公司特性包含了公司經營績效、公司規模、內部人持股與法人持股及其變動等等，因此迴歸的結果包含以下不同變數組合的迴歸模式，其中會計師簽證意見的虛擬變數 D1 顯著為負，與前述結果相同，亦即較為負面的保留意見，在空頭市場下的股價跌幅亦較大，換言之，如果公司的會計師簽證意見較為正面，則在空頭市場下具有支撐股價的效果。

表八 會計師簽證與公司特性的交互效果對空頭市場股價影響之迴歸分析(二)

	模式五		模式六		模式七		模式八	
截距項	-0.518	(-10.156)***	-0.663	(-18.203)***	-0.455	(-9.492)***	-0.518	(-10.184)***
D1	-0.842	(-1.371)	-1.152	(-1.738)*	-0.124	(-2.889)***		
D2	0.066	(0.121)	-0.144	(-0.247)				
D3	0.923	(4.006)***	0.773	(3.348)***			0.743	(3.433)***
INS	0.002	(2.382)**	0.003	(3.963)***	0.002	(2.876)***	0.002	(2.553)**
INT	0.008	(2.668)***	0.003	(1.212)	0.006	(2.022)**	0.007	(2.418)**
DEV	-0.004	(-1.775)*	-0.005	(-2.077)**	-0.004	(-1.655)*	-0.005	(-1.997)*
PPR	-0.088	(-2.437)**			-0.058	(-1.651)	-0.092	(-2.535)**
INS6	0.005	(1.254)					0.004	(1.034)
INS1					0.006	(2.399)**		
INT6	-0.001	(-0.242)					-0.002	(-0.366)
INT1					-0.001	(-0.212)		
β 係數	-0.089	(-1.763)*			-0.163	(-3.454)***	-0.091	(-1.805)*
M/B	-0.022	(-2.893)***			-0.021	(-2.815)***	-0.021	(-2.736)***
ROE	0.005	(5.111)***			0.004	(4.599)***	0.004	(4.509)***
D1*INT1					0.015	(0.950)		
D1*LOGA	0.109	(1.250)	0.152	(1.622)				
D2*LOGA	-0.001	(-0.015)	0.023	(0.275)				
D3*LOGA	-0.131	(-3.950)***	-0.115	(-3.471)***			-0.105	(-3.399)***
Adj R square	0.241		0.106		0.218		0.205	

說明：D1 表示會計師簽證意見的虛擬變數，若民國 87 年至 90 年之間，公司的財務報表曾被會計師簽發保留意見，則我們將該公司設為 1，否則為 0；D2 表公司若有更換會計師事務所者設為 1，無更換者設為 0；D3 指會計師簽證若為國內前五大事務所者設為 1，否者為 0；INS 表公司內部人的持股比率；INT 表公司外資法人的持股比率；DEV 表市場模式的殘差標準差；PPR 表前半年股價報酬；INS6 表空頭期間發生前六個月，公司內部人持股變動比率；INS1 表空頭期間發生前一年，公司內部人持股變動比率；INT6 表空頭期間發生前六個月，公司法人持股變動比率；INT1 表空頭期間發生前一年，公司法人持股變動比率；β 表市場模式下的 β 風險；M/B 表市價淨值比；ROE 表相對權益報酬率。D1*INT1 表會計師簽證意見虛擬變數與空頭時期前一年法人持股變動幅度的交互作用；D1*LOGA 表會計師簽證意見虛擬變數與公司規模(LOGA)的交互作用；D2*LOGA 表公司是否更換會計師事務所與公司規模(LOGA)的交互作用；D3*LOGA 表是否為五大會計師事務所簽證與公司規模(LOGA)的交互作用。迴歸係數之後，括弧內的數字表示該迴歸係數的 t 值。*表示顯著水準達 P<0.10；**表示顯著水準達 P<0.05；***表示顯著水準達 P<0.01。

另外，我們可從表八中看出 D3 對股價具有顯著正向的影響，此處的 D3 是代表會計師事務所規模的虛擬變數，若公司的財務報表是由五大會計師事務所簽證，則我們將其設為 1，否則未 0。實證結果說明了，經由五大會計師事務所簽證的公司，在空頭市場下的股價表現較佳，意謂在空頭市場下，公司的報表若由國內前五大會計師事務所簽證，可對市場傳遞出好的訊息，因為投資人相信前五大事務所基於聲譽的考量，會有較嚴謹的查核過程，以致於審計品質較佳，增加投資人對公司以及其所公佈之財務報表的信心，因此公司的股價可在空頭市場下獲得相對的支撐。此一實證結果可與 Mitton (2001) 的研究相呼應，亦即 Mitton 提到，在亞洲金融危機期間，經由國際六大會計師事務所簽證者，其股價表現相對較佳，而本文也發現，大型事務所的簽證可在空頭市場下發揮股價支撐的作用。

至於交互效果的部分，在表七中我們發現相對股東權益報酬率(ROE)的迴歸係數顯著為正，說明了經營績效比較好的公司在空頭市場的股價表現也會比較好，亦即提升公司的經營績效有助於發揮支撐股價的功能，且 D3 與相對股東權益報酬率的交互效果顯著為正，進一步說明了經營績效較好的公司雖然可以在空頭市場中發揮支撐股價的功能，如果公司的簽證會計師是前五大的事務所，則其支撐股價的功能更佳。此一結果顯示經由五大事務所簽證的財務報表，的確可提升投資人對於財務報表的信賴感，因此經營績效較好的公司加上五大會計事務所的簽證，可以增加投資人相信公司的確有較佳的經營績效，因此，在空頭市場之下，支撐股價的功能更佳。

表八中，我們也發現五大事務所的迴歸係數顯著為正，且同一表中顯示五大事務所的虛擬變數(D3)與公司規模交互效果的迴歸係數顯著為負，這樣的結果說明了大型事務所的確可能基於聲譽的考量而會有更嚴謹的查核過程，且大型事務所的簽證的確可提升投資人對於公司的信心，因此，交互作用的結果進一步說明了，儘管五大事務所的簽證對於所有的公司，都能夠在空頭市場中發揮支撐股價的作用，對於小規模的公司而言，若其財務

報表經由五大會計事務所簽證，所能發揮的支撐股價功能將更為明顯，亦即小公司比起大公司而言，更需要五大事務所的會計師簽證，以提升投資人對於公司財務報表的信心。

表九中，我們可看出五大事務所的虛擬變數(D3)與相對資產報酬率的交互效果顯著為正，再一次說明了經營績效好的公司雖可在空頭市場中發揮支撐股價的功能，若公司的財務報表係由五大事務所簽證，則其支撐股價的功能將可進一步提升。

表九 會計師簽證與公司特性的交互效果對空頭市場股價影響之迴歸分析(三)

截距項	模式九		模式十		模式十一		模式十二	
		-0.479	(-8.997)***	-0.484	(-9.191)***	-0.651	(-18.155)***	-0.493
D1	-0.104	(-1.923)*	-0.106	(-1.965)*	-0.087	(-1.913)*	-0.117	(-2.627)***
D2	0.050	(1.225)	0.042	(1.051)	0.035	(0.806)	0.037	(0.892)
D3	0.012	(0.374)	0.002	(0.076)	0.000	(-0.015)	0.014	(0.471)
INS	0.003	(2.951)***	0.002	(2.772)***	0.003	(3.302)***	0.002	(2.746)***
INT	0.000	(0.006)	-0.001	(-0.113)	-0.003	(-1.151)	0.005	(1.503)
DEV	-0.004	(-1.760)*	-0.004	(-1.595)	-0.004	(-1.775)*	-0.004	(-1.612)
PPR	-0.064	(-1.739)*	-0.059	(-1.605)			-0.062	(-1.716)*
INS6	0.004	(1.000)	0.003	(0.781)			0.003	(0.761)
INT6	-0.001	(-0.142)	0.001	(0.094)			0.002	(0.341)
β 係數	-0.160	(-3.295)***	-0.141	(-2.942)***			-0.135	(-2.813)***
M/B	-0.020	(-2.619)***	-0.021	(-2.717)***			-0.022	(-2.894)***
ROE	0.004	(4.689)***						
ROA			0.008	(5.145)***			0.006	(1.261)
D1*ROA					-0.003	(-0.659)	-0.004	(-0.916)
D2*ROA					-0.002	(-0.546)	-0.002	(-0.389)
D3*ROA					0.009	(4.844)***	0.004	(0.788)
D1*INT	0.001	(0.076)	0.002	(0.175)				
D2*INT	0.004	(0.440)	0.004	(0.406)				
D3*INT	0.006	(0.486)	0.006	(0.537)				
Adj R square	0.198		0.210		0.142		0.214	

說明：D1 表示會計師簽證意見的虛擬變數，若民國 87 年至 90 年之間，公司的財務報表曾被會計師簽發保留意見，則我們將該公司設為 1，否則為 0；D2 表公司若有更換會計師事務所者設為 1，無更換者設為 0；D3 指會計師簽證若為國內前五大事務所者設為 1，否者為 0；INS 表公司內部人的持股比率；INT 表公司外資法人的持股比率；DEV 表市場模式的殘差標準差；PPR 表前半年股價報酬；INS6 表空頭期間發生前六個月，公司內部人持股變動比率；INT6 表空頭期間發生前六個月，公司法人持股變動比率；β 表市場模式下的 β 風險；M/B 表市價淨值比；ROE 表相對權益報酬率；ROA 表相對資產報酬率。D1*ROA 表示會計師簽證意見的虛擬變數與相對資產報酬率的交互作用；D2*ROA 表公司是否更換會計師事務所與相對資產報酬率的交互作用；D3*ROA 表是否為五大會計師事務所簽證與相對資產報酬率的交互作用。D1*INT 表示會計師簽證意見的虛擬變數與法人持股比率的交互作用；D2*INT 表公司是否更換會計師事務所與法人持股比率的交互作用；D3*INT 表是否為五大會計師事務所簽證與法人持股比率的交互作用。迴歸係數之後，括弧內的數字表示該迴歸係數的 t 值。*表示顯著水準達 P<0.10；**表示顯著水準達 P<0.05；***表示顯著水準達 P<0.01。

至於內部人持股、法人持股以及資訊不對稱的實證結果，綜合表七至表九，也大致發現：內部人持股較多的公司一方面可降低代理問題，另一方面可

提升投資人對於公司的信心，因此在空頭市場中的股價跌幅較少。另外，外資法人持股比率愈高，則越能有效的監督公司，給予投資人信心，因而在空頭市場中其股價下跌幅度較小。而資訊不對稱程度愈高，表示公司的資訊透明度愈低，因此投資人無法了解公司真正的經營狀況與價值，在空頭市場下拋售手中持股，以致於股價下跌幅度也較大。最後，相關控制變數對空頭市場之下的股價影響，也都與前述的迴歸結果相同，分別是公司規模愈小，空頭市場下的股價表現愈好；前期股票報酬愈大與市價淨值比愈高，空頭市場下的股價跌幅也較大，系統風險的迴歸係數顯著為負，意謂 β 為正的公司，在空頭市場下， β 愈大則其股價的下跌幅度也愈多。

由於公司的資訊不對稱程度是不可觀測的變數，前述的分析都是以市場模式的殘差標準差作為代理變數，實證結果發現資訊不對稱愈大的公司，其股價在空頭市場之下的跌幅也愈大。以下我們也嘗試用不同的代理變數，包括公司的設立時間 (Datta, Datta and Patel, 2000) 與公司在空頭市場前二年的研究發展費用比率衡量資訊不對稱，表十中，我們將樣本公司依照其設立時間與研發費用的比率將樣本公司三等分為高中低，並就其中的高與低作比較，實證結果發現設立時間較長的公司，在空頭市場下的股價跌幅也較小，由於設立時間較長的公司，投資人對該公司的了解程度較高，因此資訊不對稱會較小，故此一結果同樣顯示，資訊不對稱較小的公司，其股價在空頭市場下的跌幅也會比較小。其次，由於公司的研究發展往往具有高度的機密，外部的投資人不易了解公司的研發進度與成果，因此，研究發展費用較高的公司也會有比較大的資訊不對稱，表十中顯示，雖然研發費用高與低的公司，其空頭市場下的股價跌幅差異未達顯著水準，但仍可看出研發費用較高的公司其股價跌幅也較大。

綜合資訊不對稱的三個代理變數，本文支持資訊不對稱對於空頭市場下的股價具有影響，且降低公司的資訊不對稱程度，可減少公司股價在空頭市場下的跌幅。

表十 公司設立時間與研發費用對空頭市場下的股價影響

公司設立時間	設立時間長	設立時間短	差距	t 值
	-58.49%	-64.99%	6.50%	2.239**
前二年研發費用比率	研發比率高	研發比率低	差距	t 值
	-62.70	-58.88	-3.82%	-1.220

最後，本文針對出現保留意見與更換事務所的樣本公司作進一步的探討。由於本文 D1 的定義為民國 87 至 90 年期間公司是否曾被會計師出具保留

意見，如果是則我們將虛擬變數設為 1，否則為 0，因此 D1 的樣本公司有可能在此期間僅出現一次保留意見，也有可能出現一次以上的保留意見。同樣地，D2 的定義為民國 87 至 90 年間是否更換過會計師事務所，如果更換過則虛擬變數設為 1，否則為 0，因此，D2 的樣本公司有可能在此期間僅更換過一次事務所，也有可能更換過一次以上。由於被會計師出具保留意見，顯示財務報表的編製未完全符合會計原則，可能引起投資人對於公司的不信任，更換的次數愈多，是否對股價的負面影響愈大？值得我們進一步觀察。同樣地，會計師事務所的更換可能增加投資人對於公司的疑慮，若更換的次數愈多，是否對於股價的負面影響也愈大？

表十一 保留意見與事務所更換對空頭市場股價的影響

樣本公司	樣本數	股價	差距	t 值
保留意見出現一次	26	-71.21%	-6.33%	
保留意見出現一次以上	1	-64.88%		
樣本公司	樣本數	股價	差距	t 值
事務所更換一次	30	-58.98%	11.90%	1.210
事務所更換一次以上	7	-70.88%		
樣本公司	樣本數	股價	差距	t 值
小事務所轉換成大事務所	11	-69.92%	-3.00%	-0.271
大事務所轉換成小事務所	3	-66.92%		

實證結果如表十一所示，由表中我們可看出，本文的樣本被出具保留意見一次以上的公司僅有一家，因此無法進行統計分析，然而此一議題仍值得後續研究繼續探究，此外，表中也顯示事務所更換次數較多的公司，其股價的下跌幅度也較大，不過並未達顯著水準。再者，我們也針對更換事務所的樣本公司觀察：由小事務所轉換成大事務所或大事務所轉換成小事務所的股價反應是否有所差異？由於更換事務所的樣本中，有些是大事務所更換成大事務所，有些是小事務所更換成小事務所，因此，符合我們觀察的樣本僅表中的 14 個，不過，實證結果亦未達顯著水準。綜觀此一部份的觀察，雖然本文因符合條件的樣本數過少，以致於未能得出顯著的結果，但對於後續研究而言，仍有探討的價值。

伍・結論

1997 的亞洲金融危機與 2001 以來的一連串會計醜聞，引起學術界對於公司治理的更加重視，La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, (2000) 及 Mitton (2001) 指出完善的公司治理制度才是對抗金融危機的最佳方法，且 1998 年經濟合作暨開發組織 (OECD) 也指出良好的公司治理運作是提升國際競爭力的關鍵因素之一。本文探討公司治理的良窳對於空頭市場的股價是否具有影響，本文關注的公司治理內容為會計師的簽證意見、會計師事務所的更換、會計師事務所的規模、內部人持股、法人持股與資訊不對稱對於空頭市場之下的股價影響。我們認為良好的公司治理，有助於提升投資人對於公司的信心，因此在空頭市場下可發揮股價支撐的效果，而我們的實證結果也支持這樣的看法，這樣的發現，除了可填補現有文獻的空缺，也有助於實務界加強與重視公司治理，因為良好的公司治理有助於提升公司的價值。

股票市場的表現與外在環境之間有密切的關聯，2000 年的台灣，不管是政治或經濟均歷經重要的轉折，一方面政黨輪替歷經了一段調整期，其次，國際股市隨著景氣的下滑與網路股票的泡沫化也一路走低，在此期間，台灣股市連續下跌 18 個月，平均股價指數下跌 63%，然而，並非每一家公司在此期間均遭受相同程度的衝擊，於是，我們研究此一期間公司治理對於公司價值的影響。實證的結果發現，正面的會計師簽證和五大會計師事務所的簽證能提升投資人對於公司的信心，因而在空頭市場下發揮支撐股價的功能；雖然五大會計師事務所的簽證，對於所有的公司都可在空頭市場之下發揮支撐股價的功能，我們也進一步發現五大事務所的簽證對於小公司的股價支撐效果將更為明顯，亦即，小公司更需要大型的事物所謂其財務報表背書，以提升投資人對於公司的信心。

再者，我們發現內部人持股比率較高的公司，其股價在空頭市場下的跌幅也較少，我們認為這是因為內部人持股的增加可減少代理問題，同時也有助於提升外部投資人對於公司的持股信心所致。其次，外資法人持股比率愈高的公司，其空頭市場下的股價跌幅也較少，顯示外資法人相對於個人投資人而言，具有分析公司價值的能力且較有能力發揮監督的功能，於是在空頭市場下具有安定股價的指標意義。接下來，我們發現公司資訊的透明度對於公司價值具有影響性，亦即資訊不對稱程度較大的公司，在空頭市場下的股價跌幅愈深，顯示提升公司的資訊透明度有助於提升公司價值。最後，除了上述的公司治理相關變數之外，公司的經營績效對股價也有顯著的影響，我們發現經營績

效愈好的公司，其在空頭市場下的股價跌幅也較少，而且，如果公司的財務報表是由五大會計師事務所簽證，則公司的經營績效對於其股價的支撐效果將更為顯著。

參考文獻

- 李煥堂，「由累積異常報酬探討保留意見之資訊內涵」，私立東吳大學會計研究所未出版碩士論文，1994年。
- 沈中華與李建然，「審計保留意見之資訊內涵考慮股價漲幅限制之事件研究法」，*證券櫃檯*，第三十五期，1999年，頁1-19。
- 周行一、陳錦村、陳坤宏，「家族企業、聯屬持股與公司價值之研究」，*中國財務學刊*，第4卷，第1期，1996年，頁115-139。
- 周玲臺、王振東，「上市公司會計師更換之實證研究」，*會計研究月刊*，第120期，1995年，頁20-26。
- 邱毅、張訓華，「股權結構、董事會組成與企業財務績效」，*臺北市銀月刊*，第260期，1991年，頁11-32。
- 黃旭輝、丁世儒，「會計師簽證、法人持股與資訊不對稱對多頭市場股票報酬影響之研究」，*輔仁管理評論*，第十二卷第二期，2005年5月，頁99-126。
- 張旭玲，「我國股票上市公司股權結暨經營績效之研究」，國立成功大學會計研究所未出版碩士論文，1998年。
- 張訓華，「股權結構、董事會組成與企業當年財務績效—以77年度會計報酬率為準」，東吳大學管理科學研究所未出版碩士論文，1991年。
- 項政，「會計師查核意見、財務危機與股價反應之研究」，國立中央大學企業管理研究所未出版碩士論文，1999年。
- Agrawal, A., "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments", *Journals of Financial and Quantitative Analysis*, (25), 1990, pp.143-161.
- Ameen, E. C., C. Kam, and D. M. Guffey, "Information Content of Qualified Audit Opinions for Over-the-Counter firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, (20), 1994, pp.997-1011.
- Arnett, H. E., and P. Danos., "CPA Firm Viability", University of Michigan Press, 1979.
- Barnea, A., R. Haugen, and L. Senbet., "Agency Problems and Financial Contracting", Englewood Cliffs New Jersey: Prentice Hall Foundations of Finance Series, 1985.
- Chow, C. W., and S. J. Rice, "Qualified Audit Opinion and Auditor Switching", *The Accounting Review*, (57), 1982, pp.326-335.

- Datar, S., G. A. Feltham and J. S. Hughes, "The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, 1991, pp. 3-49.
- Datta, S., M. I. Datta, and A. Patel, "Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings", *The Journal of Finance*, (55), 2000, pp.715-743.
- Deangelo, L. E., "Auditor Independence, 'Low Balling', and Disclosure Regulation", *Journal of Accounting and Economics*, (3), 1981, pp.113-127.
- Dodd, P., N. Dopuch, R. Holthausen and R. Leftwich, "Qualified Audit Opinions and Stock Prices", *Journal of Accounting and Economics*, (6), 1984, pp.3-38.
- Dopuch, N., R. W. Holthausen and R. W. Leftwich., "Abnormal Stock Returns Associated with Media Disclosures of Subject to Qualified Audit Opinions", *Journal of Accounting and Economics*, (8), 1986, pp.93-117.
- Duggal, R., and J. A. Millar., "Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns", *Journal of Corporate Finance*, (5), (1999) pp.103-117.
- Elliott, J. A., "Subject to audit Opinions and Abnormal Security return-Outcomes and Ambiguities", *Journal of Accounting Research*, (20), 1982, pp.617-638.
- Fama, E. F. and K. R. French., "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, (6), 1992, pp.427-465.
- Fried, D. and A. Schiff., "CPA Switches and Associated Market Reactions", *The Accounting Review* (April), 1981,pp.326-341.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, pp.305-360.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, (58), 2000, pp.141-186.
- Johnson, W. B. and T. Lys., "The Market for Audit Services : Evidence from Voluntary Auditor Changes", *Journal of Accounting and Economics*, (12), 1990, pp.281-308.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, (58), 2000, pp.3-27.
- Leland,H.E.,and D. Pyle., "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, (32), 1977, pp.371-387.
- McConnell, J. J., and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 27, 1990, pp. 595-612.
- Mitton, "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, (64), 2002, pp.215-241.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholders Oversight", *Journal of Financial Economics*, (20), 1988, pp.237-265.
- Reed, B., M. Trombley, and D. Dhaliwal, "Demand for Audit Quality: The Case of Laventhol and Horwath's Auditees", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, (15), 2000, pp.183-198.

- Schwartz, K. B., "Accounting Changes by Corporation Facing Possible Insolvency", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, (6), 1982, pp.32-43.
- Simunic, D. A., "Discussion of External Audit and Asymmetric Information", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1990, pp.243-248.
- Sudha, K., A. S. Paul, and S. Venkat, "Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt", *Journal of Financial Economics*, (51), 1999, pp.407-434.
- Teoh, S. H., "Auditor Independence Dismissal Threats, and the Market Reaction to Auditor Switches", *Journal of Accounting Research*, spring 1992, pp.7-34.
- Teoh, S., and T. Wong, "Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient", *The Accounting Review*, April 1993, pp. 346-366..
- Titman, S. and B. Trueman, "Information Quality and the Valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, 1986, pp.159-172.
- Williams, D. D., "The Potential Determinants of Auditor Changes", *Journal of Business Finance & Accounting*, (15), 1988, pp.243-261.

Can Corporate Governance Sustain Stock Price in Bear Market ?

Hsu-Huei HUANG, Mei-Hui CHEN, Horace CHUEH *

ABSTRACT

After the Asian financial crisis in 1997 and a series of accounting scandals in 2001, the issue related corporate governance is getting important. From the perspectives of corporate governance, we explore the impacts of CPA's opinion, ownership structure, and information asymmetry on stock return in bear market. Our sample includes 297 firms listed on Taiwan Stock Exchange during Mar. 2000 – Sep. 2001. The results show that (1) positive CPA's opinion and opinion from big 5 CPA firm has positive effect on stock return (2) the higher ownership of insiders or institutional investors are good for company in bear market (3) the companies with lower information asymmetry would experience lesser price decline.

Keywords: corporate governance, CPA's opinion, CPA firm, information asymmetry, ownership structure

* Hsu-Huei HUANG, Assistant Professor, Department of Finance, National University of Kaohsiung. Mei-Hui CHEN, Senior Clerk, Entie Bank. Horace CHUEH, Associate Professor, Department of Financial Operations, National Kaohsiung First University of Science and Technology.

