

中國特別處理企業之會計穩健性與 公司治理

Accounting Conservatism and Corporate Governance in China Special Treatment Firms

洪玉舜* *Yu-Shun Hung*

輔仁大學會計系

Department of Accounting,
Fu Jen Catholic University

黃煒婷 *Wei-Ting Huang*

資誠聯合會計師事務所

PricewaterhouseCoopers Taiwan

本文引用格式建議：洪玉舜、黃煒婷，2016，「中國特別處理企業之會計穩健性與公司治理」，中山管理評論，24卷3期：447~501。

Suggested Citation: Hung, Y. S. and Huang, W. T., 2016, "Accounting Conservatism and Corporate Governance in China Special Treatment Firms," **Sun Yat-sen Management Review**, Vol. 24, No. 3, 447-501.

* 通訊作者：洪玉舜

摘要

本研究探討盈餘品質與公司治理之關聯是否受到企業經營狀態與危機時點之影響，以遭中國證監會列為特別處理企業作為特別處理危機樣本。本研究參考 Khan & Watts (2009) 之 C-Score 衡量盈餘穩健性，作為盈餘品質之衡量變數。研究結果發現不同經營狀態（i.e. 危機發生與否）與不同危機時點（i.e. 危機發生前後），公司治理機制與會計穩健性間呈現差異性之變化。當公司處於危機發生狀態，相較於正常營運，會計穩健性較高，而公司治理機制與會計穩健性間於危機發生時更傾向互補關係，支持供給面觀點 (Wang, 2006)。另一方面，危機發生後，會計穩健性與公司治理機制間更具互補關係。甚者，不同類別之公司治理機制所發揮的效用不同。董事會結構與所有權結構之治理功能在正常營運狀態下之公司更為彰顯，對會計穩健性政策分別呈現替代與互補之效應。

關鍵詞：特別處理危機、會計穩健性、公司治理機制、董事會結構、所有權結構

Abstract

Recently, China is experiencing rapid economic growth. The government progressively promotes corporate governance and strengthens earnings quality. However, frequent occurrences of corporate financial distress and fraud happen. Previous literature has not investigated the relationship between financial distress, accounting conservatism, and corporate governance. This study examines corporate financial distress conditions and timing influence the relationship between earnings conservatism and corporate governance. Referring to Khan & Watts (2009), this study adopts C-Score as proxy for accounting conservatism. Based on the previous literature, the sample consists of A-share listed firms in China that experience special treatment rules between 1998 and 2011. The empirical results show that the

relationship between corporate governance mechanisms and accounting conservatism displays non-linear variation with different business conditions and distress timing. When the firm is at financial distress relative to normal operations, corporate earnings are more conservative. Further, in financial distress, there appear to be a complementary relation between corporate governance and accounting conservatism, consistent with a supply perspective (Wang, 2006). There seems to be a more complementary relation between corporate governance and accounting conservatism following the financial distress. Next, the different types of corporate governance mechanisms cause diverse effects. During normal operations, the governance of the ownership structure (or the board of directors) has a stronger influence on the complementary (or supplementary) relation with accounting conservatism. These results assist academics and practitioners to realize how management discloses financial information under interactions among various its business conditions, distress timing, and corporate governance mechanisms.

Keywords: Financial Distress, Accounting Conservatism, Corporate Governance Mechanism, Board of Directors, Ownership Structure

壹、緒論

中國走向改革開放後，經濟快速崛起，成為全球新強權。由於豐富資源及人口眾多之優勢，引起外資投資的高度興趣。根據中華人民共和國「國家統計局」的統計顯示，外商直接投資的全球排名自 1980 年的第六十名，至 2010 年躍升到全球第二名，外商直接投資金額突破 1000 億美元。國際型企業不斷的進駐設立總部及投資，更證明中國大陸在全球經濟市場上已佔有一席之地。

中國資本市場成立十餘年來，經濟的快速成長，使得股票市場也隨之興起。根據中國證監會的統計顯示，截至 2012 年底，境內上市公司家數（含 A、B 股）合計有 2,494 家，股票之市價總值由 1999 年之 14,581 億元成長至 2012 年之 230,357 億元，成長高達十五倍之多。股市的蓬勃發展，使得投資

者開始投入大筆資金，期望公司能為其帶來大筆獲利；但由於證券市場法規與體制的發展不健全，使得市場上陸續發生多起財報不實、詐欺等證券違規案，造成投資人的重大損失。

最為喧騰一時的係屬瓊民源、東方鍋爐及銀廣夏案件。由於一連串財報不實及高階經理人掏空資產等事件，中國在 2001 年起開始大力提倡公司治理。於 2001 年，證監會發佈「上市公司建立獨立董事之指導意見」，規定上市公司董事會在 2003 年 6 月 30 日前，董事會成員應至少包含 1/3 獨立董事，其中至少有一人為會計專業人士。2002 年 1 月證監會頒佈「上市公司治理準則」，爾後又陸續發佈「上市公司章程指引」、「上市公司信息披露管理辦法」等，期望藉由上述之規範，落實公司治理，改善證券市場地雷股爆發之危機。2003 年 1 月證監會主席 汪建熙指出，推動公司治理之主要工作：進一步規範股東行為，解決大股東侵佔挪用公司資金、完善獨立董事提名、選聘、激勵和約束機制，發揮獨立董事在公司中的外部制衡作用、強化上市公司及其高階管理人之誠信、引入合格境外機構投資者，強化公司之外部監督機制及規範上市公司建立有效的激勵與約束機制，以上種種皆顯示中國監管單位徹底改善公司治理之決心。《國際公司治理發展簡訊》第二十二期指出，由中國社會科學院及國家行政學院等聯合發佈 2007 年度，中國上市公司一百強公司治理進行調查分析，發現上市公司整體的公司治理水平有所提升，顯示出法規及股權分置改革¹對公司治理的改善產生作用，但對國有控股公司而言，其公司治理問題並沒有完全解決。

除了積極推動公司治理外，中國主管機關也積極與國際會計準則接軌，於 1998 年要求企業提列備抵壞帳、存貨跌價損失、短期投資跌價損失及長期投資跌價損失，至 2001 年更擴大至非現金之其他資產，包括固定資產及無形資產等，冀望提高財務報表穩健性（官月緞、陳麗雯，2007）。中國財務報導穩健程度於 1998 年後，由於會計改革與監管落實，上市公司的財務報導明顯轉趨穩健（李增泉、盧文彬，2003；官月緞、陳麗雯，2007；陳旭東、黃登仕，2007），因此，顯示中國大陸在推動與國際準則接軌及公司治理上有所成效。

穩健性為會計盈餘品質之一種指標（Basu, 1997; Dechow et al., 2010），亦

¹ 股權分置改革於 2005 年 4 月 30 日施行，主要為解決中國股市流通股與非流通股同權不同價之問題。

為會計上重要的原則之一。Basu (1997) 提出穩健性係指在面對好消息之認列門檻較壞消息來得高，且好消息需要較長時間去驗證。由於中國經濟發展快速崛起，其夾雜豐沛資源與龐大人口量，引發全球各界投資興趣，亦帶來學術研究之議題。當前中國大陸積極推動與國際會計準則接軌、大力提倡公司治理之重要性時，理應有助於提升財務報表可靠性及資訊透明度，然而近年來中國上市企業因面臨特別處理法規²，爆發假帳之情況頻傳（夏新電子、山東德棉事件³等）。因此，本研究認為特別處理法規之設置可能對於公司治理與盈餘穩健性之關聯具重要影響因子，此議題值得深入探究。

近期探討財務危機與穩健性之各國研究，如：以金融市場危機爆發時點作探討 (Kousenidis et al., 2009; Vichitsarawong et al., 2010; Watts & Zuo, 2011)、Enron 事件所引發之相關研究 (Krishnan et al., 2007; Wahab et al., 2010; 官月緞等, 2008)。大多研究結果顯示出財務危機發生後，盈餘穩健性有提升之趨勢 (Kousenidis et al., 2009; Vichitsarawong et al., 2010; Watts & Zuo, 2011)。另外，針對財務危機與公司治理之相關研究甚多，如：探討 CEO/CFO 特性與董事會結構 (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Farber, 2005; Stanley & DeZoort, 2007; Geiger et al., 2008)、亦有針對中國大陸為研究對象之探討 (Chen et al., 2006; 韓立岩、李慧, 2009)。而研究結果呈現公司治理面向不一致之情況，如審計委員會 (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996) 等。

再者，在公司治理與盈餘穩健性之相關文獻，結果亦有不一致之情況。Chi et al. (2009) 認為，公司治理與財務報表穩健性兩者呈現替代關係，即公司治理機制愈強，投資者對財務報表穩健性的需求愈低。而 Lara et al. (2009) 卻認為公司治理機制較佳之公司，其監督力量較強，故管理者愈會提供穩健會計，說明公司治理與穩健會計間呈互補之關係。基於 Wang (2006) 之論點，就需求面而言，公司治理機制愈差，對高品質的盈餘需求愈強；而就供給面而言，當公司治理機制愈佳時，管理者會提供較佳之盈餘品質。此顯示

² 中國證監會於 1998 年發佈「特別處理」相關法規，企業若有財務狀況異常或其他異常狀況，股票交易即被列為退市風險警示 (*ST) 及其他特別處理 (ST)。

³ 由中國百度文庫搜尋得知，夏新電子企業於 2005 年巨額虧損 6.58 億元，卻於 2006 年扭虧虛增利潤 4,077 萬元，經廈門證監局介入調查後，對其財務報表進行追溯調整，調整後 2006 年應為虧損 1.05 億元且後續兩年虧損更高達 8.029 億元及 7 億元。山東德棉企業違反《證券法》第 63 條期中報告、年度報告虛假陳述、《證券法》第 67 條臨時訊息未及時披露，遭證監會警告並處三十萬元罰款，並責令山東正源和信會計師事務所改正並處十萬元罰款。

出既有相關文獻之結果各支持不同之觀點：一為需求面之替代觀點 (Chi et al., 2009)，而另一為供給面之互補觀點 (Lara et al., 2009)。

本研究認為相關文獻不一致之結果，可能與兩兩問題相扣有關，如探討會計穩健性與公司治理間的關係，過去文獻 (Wang, 2006) 即提出兩者間存在兩種不同之觀點。再者，中國大陸當前積極推動公司治理，且會計穩健性相關文獻亦顯示出中國大陸上市公司之財務報導漸趨穩健 (官月緞、陳麗雯，2007；陳旭東、黃登仕，2007)，但弊案爆發之事件仍層出不窮。因此，引發本研究動機，欲探討中國大陸特別處理危機事件⁴是否與公司治理與穩健會計間兩相異觀點有所關聯。其中，公司治理綜合指標納入審計委員會等董事會結構與中國國有股等所有權結構，共 13 項指標所組成。詳言之，公司經營狀態 (面臨特別處理危機相對於正常營運)、危機發生時點 (發生前相對於發生後) 是否造成公司治理機制與盈餘穩健性間之關係有所變異。

首先，本研究結果發現整體而言，企業爆發特別處理危機相對於正常營運下，會計穩健性相對較高。此結果顯示危機企業為獲取外部融資資金，有意願提高報表穩健性 (Chen et al., 2010)。然而，無法排除另一可能性，企業於虧損年度進行一次性的「洗大澡」認列損失。另一方面，在區分不同的經營狀態下，公司治理機制與會計穩健性間的關係具穩定性。尤其當公司處於危機發生狀態，公司治理機制與會計穩健性間較傾向互補關係，支持供給面觀點 (Wang, 2006)，亦即，公司處於危機時，唯有公司治理機制良好的情況下，管理者才有意願提供穩健報表。再者，本研究進一步發現公司治理機制與會計穩健性間會隨著危機發生前後而有差異性之變化；僅危機發生後，會計穩健性與公司治理機制間呈現顯著互補關係，亦即中國企業被列入特別處理後，公司治理機制不同，企業所因應之行為會有所不同。

另外，額外分析時，本研究發現董事會結構與所有權結構兩大類公司治理指標，對於不同經營狀態之公司，所採用會計穩健性政策之發揮效用不同。正常營運狀態下之公司，董事會功能與會計穩健性呈現替代之效應，而所有權結構與會計穩健性呈互補之效應。且董事會或所有權結構之公司治理指標，於危機發生前後對會計穩健性之影響亦有所不同。2003 年起，中國設置獨立董監事規定，故本研究納入獨立董監事於公司治理指標，研究發現獨立董監

⁴ 參酌中國大陸相關文獻 (陳靜，1999；郭兆，2009；韓立岩、李慧，2009)，在此，本文將企業遭中國證監會處以特別處理 (包含退市風險警示 (*ST) 及其他特別處理 (ST)) 之規定，定義為特殊處理危機事件。

事之設置對於危機企業，於危機發生後較能有所發揮，但仍有待強化公司治理之功能。

本研究貢獻為，首先，由於既有文獻對於公司治理與盈餘穩健性之探討呈現不一致之觀點與結果，本研究藉由中國特別處理企業探討企業經營狀態與危機時點，提供瞭解公司治理與盈餘穩健性間之個別與交互影響，有助於釐清公司治理與穩健性間之不同觀點，此可增進相關研究領域之鑽研。再者，中國大陸目前已成為全球經濟營運重心，中國企業之公司治理與報表品質實為眾所關注之焦點，然而相關研究證據仍有待補足，因此本研究藉由公司治理與會計穩健性之關係予以探討，結果可增進瞭解中國大陸企業之公司治理功能相關議題，特別是近年所規定設置之獨立董監事與審計委員會之監理效果。本研究結果亦可提供瞭解不同類別之公司治理機制（董事會結構與所有權結構），對於不同經營狀態公司之管理者所執行的穩健性會計政策，有不同之發揮效用。最後，本研究結果可提供產官學界瞭解，中國監管機關所訂定之「特別處理」法規下，企業會因應其公司治理機制之良窳，所提供相對應的會計穩健性程度亦有所不同，此可做為參考依據。

本研究後續架構為，第二節闡明文獻探討與假說發展，第三節設計研究模型並說明樣本資料，第四節分析研究之實證結果，最後則總結研究結論。

貳、文獻探討與假說建立

財務危機之定義乃基於各國政治、經濟情勢及法規之狀況不同，故其定義不盡相同 (Altman, 1968; Zmijewski, 1984; 陳惠玲, 2007; 陳俊佑, 2007)。Beaver (1966) 認為公司發生鉅額銀行透支、未支付特別股股息、公司債違約及宣告破產之情形時，即為財務危機訊息。中國大陸學者對於相關財務危機之研究，多採滬、深兩市之特別處理(Special treatment, 股票代碼前標明 ST, 以下簡稱 ST)及遭退市風險警示(股票代碼前標明*ST)公司作為財務危機之探討對象 (陳靜, 1999; 郭兆, 2009; 韓立岩、李慧, 2009)。在此，基於各國國情法規之不同，本研究稱之為特別處理危機。

特別處理之規定最早源自於《公司法》第 157、158 條規定，上市公司最近三年連續虧損，在期限內未能消除，不具備上市條件者，由國務院證券管理部門決定終止其股票之上市。而在 1998 年 3 月，中國證監會發佈《關於上市公司狀況異常的股票特別處理方式的通知》，要求上海證券交易所與深圳

證券交易所對財務狀況異常之上市公司股票實施特別處理。依據《上海證券交易所股票上市規則》對於「特別處理」之相關規定指出，上市公司出現財務狀況異常或其他異常狀況，導致其股票存在被終止上市之風險，又或投資者難以判斷公司前景，使得投資者權益可能遭受損害時，交易所對其公司之股票交易實行特別處理（ST），特別處理於 2003 年又區分為退市風險警示（*ST）及其他特別處理（ST）⁵，並將股票價格日漲跌幅限制為 5%。

上市公司若被冠上特別處理「ST」的帽子，對公司的經營及獲利能力方面勢必產生壓力。公司若不積極讓公司獲利，在連續虧損兩年後，就會進入更為沉重的暫停上市「PT」(Particular transfer)，面臨終止上市之危機更大。因此，ST 公司可能產生較大之誘因窗飾財務報表，當公司首次出現虧損，會利用應計會計基礎操縱損益，使公司出現連續虧損之情形往後推移（陸建橋，1999）。

本研究所探討之盈餘穩健性，主要係依據 Basu (1997) 壞消息之認列門檻較好消息來的高，即穩健性強調盈餘要更及時地反映損失，謹慎地評估收益。由於公司在面臨財務危機時，可能會有動機掩飾其營運狀況不佳，進而提早認列盈餘而減緩認列損失之速度，以美化帳面盈餘，並可避免公司陷入連續虧損二年之規定。在此，本文參考相關文獻之作法，特別處理危機企業之定義係採用遭中國證監會處以特別處理（包含退市風險警示（*ST）及其他特別處理（ST））之公司作為主要研究對象。

本研究將文獻彙整為三個層面，其中因研究學者探討有關「特別處理」的研究時，主要集中於中國大陸的研究樣本，並有以「財務危機」作為標題命名⁶；為了增加文獻的廣度，本文納入其他國家的「財務危機」相關文獻，並以「特別處理危機（或財務危機）」做為文獻彙整之標題。首先為探討特別處理危機（或財務危機）與公司治理之相關文獻，再者探討特別處理危機（或財務危機）與會計穩健性之相關文獻，最後乃探討公司治理與會計穩健性之相關文獻，並予以提出本研究假說。

⁵ 2003 年 4 月上海及深圳證券交易所發佈「關於對存在股票終止上市風險的公司加強風險警示等有關問題的通知」，並於該年 5 月正式實施，在此，特別處理區分為「退市風險警示（*ST）」及「其它特別處理（ST）」。

⁶ 例如：郭兆，2009，「上市公司財務危機預警—Logistic 模型實證分析」；韓立岩、李慧，2009，「CEO 權力與財務危機-中國上市公司之經驗證據」等。

一、特別處理危機（或財務危機）與公司治理

既有文獻探討財務危機與公司治理之相關研究甚多，包含有探究 CEO/CFO 特性與董事會結構 (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Farber, 2005; Stanley & DeZoort, 2007; Geiger et al., 2008)。Beasley (1996) 研究外部董事是否能降低財務報表舞弊之機率，將 75 家非舞弊公司與舞弊公司一對一進行配對。該研究結果顯示，非舞弊公司擁有較高比例之外部董事，而審計委員會之存在對舞弊無顯著之影響；當外部董事持股比例、外部董事之任期及外部董事比例增加時，財務報表舞弊之可能性也隨之下降。Lee & Yeh (2004) 研究公司治理特性(含大股東席次比率、大股東質押比率及經營權與現金流量權分離程度)與財務危機之關聯性，研究結果顯示控制股東佔董事會之比例、控制股東之質押比率及控制權與現金流量權之偏離程度皆與財務危機呈正相關；亦即當面臨經濟衰退時，公司治理愈差之企業，愈容易遭受損失且發生財務危機的機率會增加。

在中國大陸相關研究，Chen et al. (2006) 研究結果指出董事會議次數與財務報導舞弊呈顯著正向關係，推測董事們會因公司所面臨之問題而增加討論開會次數；外部董事比例則與舞弊呈負向關係，顯示外部之監督力量愈強且能有效發揮時，舞弊之機率降低；然而，是否由十大事務所查核、董事會規模、董事長兼任總經理並無顯著關聯性。韓立岩、李慧 (2009) 探討中國大陸上市公司 CEO 權力與財務危機之關係，研究結果顯示，有發生財務危機之公司，若 CEO 所擁有之權力愈小，財務危機愈嚴重；反之，正常公司之 CEO 權力愈大，經營績效愈佳。

蔡澗萱 (2008) 探討中國大陸與台灣企業之公司治理差異性與財務危機之關聯性，研究結果顯示中國大陸公司之股東若積極參與公司事務、董監事及高階管理人員之薪酬契約設計得當、避免國家股一股獨大、以及獨立董監事能制衡管理階層，公司發生財務危機之可能性較其他企業為低。另一方面，臺灣企業若避免董監質押比例過高、擁有設計適當之薪酬機制以及經營者與小股東之利益一致，則企業失敗之可能性較其他企業為低，但獨立董監及監察人內部化並無法有效判斷企業財務危機。另外，董監持股比例愈高，發生財務危機之可能性較其他企業為低；臺灣之財務主管異動次數愈高，發生財務危機之機率愈大。

綜觀所述，財務危機與公司治理之相關研究，大多發現公司治理機制愈佳，財務危機發生機率會較低，然仍有呈現不一致之情況，如審計委員會的

存在是否能降低企業舞弊或盈餘操弄之情況 (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996) 等。

二、特別處理危機（或財務危機）與會計穩健性

近期另有文獻探討財務危機與穩健性之關係，大多以市場爆發危機之前後期間作比較，如 Kousenidis et al. (2009) 探究 1999 年金融市場發生危機前後期間，希臘公司之盈餘穩健性對價值攸關性之影響，其研究發現金融危機後，穩健性有提升之趨勢。Vichitsarawong et al. (2010) 檢視香港、馬來西亞、新加坡、泰國四個國家於 1997 年亞洲金融危機前後，盈餘穩健性與及時性之變化，其研究發現金融危機期間，盈餘穩健性與及時性低落，危機後有改善之趨勢。Watts & Zuo (2011) 以美國非金融企業為樣本，探究 2008 全球金融危機期間，穩健性對公司價值之影響，其發現會計穩健性可提高借款能力、降低投資不足問題、抑制管理者投機行為以及提升公司價值。

Enron 事件亦引發相關文獻之研究，Wahab et al. (2010) 採用馬來西亞公司為樣本，發現 Enron 事件使得樣本公司於 2002 年（相對於 2001 年）所報導之盈餘較具穩健性。Krishnan (2007) 及 Krishnan et al. (2007) 皆發現 Enron 案後，會計師提高對穩健性之要求。官月緞等 (2008) 分別以美國安隆案與台灣博達案，檢測弊案發生前後期間，會計穩健性之變化。該研究發現弊案爆發後，財務報導轉趨穩健性。在中國相關研究方面，李娜、李世剛 (2008) 研究盈餘管理與會計穩健性之間的關係，以 2002 至 2006 年 51 家連續虧損三年公司做為樣本，研究發現公司在虧損年度會計穩健性較弱。

綜觀所述，大多研究顯示出財務危機發生後，盈餘穩健性有提升之趨勢 (Kousenidis et al., 2009; Vichitsarawong et al., 2010; Watts & Zuo, 2011)。

三、公司治理與會計穩健性

在盈餘穩健性與公司治理之相關研究，Chi et al. (2009) 研究公司治理機制與穩健性之關係，結果顯示公司治理機制與穩健性呈現替代關係，即當公司治理機制愈佳時，對穩健性之需求較低。Ahmed & Duellman (2007) 研究發現內部董事比例與穩健會計呈負相關。LaFond & Roychowdhury (2008) 亦發現公司管理者持比率愈高，會計穩健性會下降。Lara et al. (2009) 則預測當企業之公司治理愈好時，會顯示出愈高程度之會計穩健性，研究結果指出公

司治理與穩健會計非替代之關係；且當公司治理愈強時，公司愈容易使用裁決性應計數來告知投資者壞消息之發生。Ahmed & Duellman (2011) 採用應計基礎指標、市價淨值比及資訊時效不對稱性作為公司保守性之衡量，實證結果顯示當外部董事持股率愈高，其監督力量愈強，盈餘保守性會增加 (Ahmed & Duellman, 2007)。

在中國相關研究方面，李增泉、盧文彬 (2003) 研究中國大陸 A 股上市公司之盈餘穩健性，研究結果顯示壞消息認列之速度是好消息之 2.9 倍；而若採用超額股票收益率來衡量其速度更高達 3.4 倍，顯示其會計盈餘是具備穩健性的。官月緞、陳麗雯 (2007) 探討中國大陸於 1998 年起會計改革與證券法頒佈實施，A 股上市公司財務報導穩健程度增加與否，研究結果顯示中國大陸 A 股上市公司於 1998 年後，財務報導穩健程度增加。朱茶芬、李志文 (2008) 分析國家控股對會計穩健性之影響，針對 2001-2004 年 A 股上市公司為研究對象，研究結果顯示國有控股上市公司的會計穩健性較低；進一步分析後，由於國家控股制度之關係，使得內部人控制、債務約束及政府干預是抑制國有控股公司揭露意願及降低其盈餘品質之根源。

趙瑩等 (2007) 以一綜合治理變量衡量公司治理機制，研究結果顯示上市公司的整體治理水平呈現上升趨勢，且高治理水平比低治理水平其穩健性要來得高，但對好消息之反應並不靈敏。王會娟、王生年 (2008) 探究股權結構性質對會計穩健性之影響，研究結果顯示當國有股及流通股比例愈高，穩健性愈低，主因為中國大陸有著一股獨大之情形，故其流通股股東比例較小，因此對公司之監督能力較低，多數為投機性之投資；而在法人持股方面，由於包含了國有法人股在內，故可能為其結果不顯著之原因。

綜觀所述，研究顯示債權人、會計師對於管理者的投機行為可能有抑制效果，能提升會計穩健性 (Krishnan, 2007; Krishnan et al., 2007; Nikolaev, 2010)。而就公司治理機制與穩健性之關係，則有不一致之結論 (Chi et al., 2009; Ahmed & Duellman, 2011)。

四、研究假說之建立

Watts (2003) 指出穩健會計能有效處理利害關係人之間的契約、訴訟、租稅以及資訊不對稱的問題。穩健性與其他盈餘屬性 (Accounting attributes) 之主要差別為穩健會計被視為能有效減緩代理問題。就公司治理對盈餘屬性之影響，Wang (2006) 指出就需求面來看，公司治理機制愈差，對高品質的盈

餘需求愈強；而就供給面來看，當公司治理機制愈佳時，管理者會提供較佳之盈餘品質。

過去相關研究提出公司治理與穩健會計間存在兩種不同之觀點，分別為替代觀點(Substitutive perspective)及互補觀點(Complementary perspective) (Bushman et al., 2004; Chi et al., 2009; Lara et al., 2009)。替代觀點認為，當公司治理機制越差，代理問題越嚴重，將會增加對穩健會計之需求。由於穩健會計被視為可以降低不確定性及資訊不對稱之工具 (LaFond & Watts, 2008)，基於締約(Contracting)與訴訟(Litigation)誘因，因而提高對穩健會計之需求 (Watts, 2003)。因此公司治理機制差之企業，資訊不對稱問題相對較高，為了降低締約成本與訴訟風險，有誘因提供較穩健之會計，因而公司治理與穩健會計間有替代之關係。LaFond & Roychowdhury (2008) 研究發現會計穩健性隨著管理階層持股增加而下降。Chi et al. (2009) 研究結果顯示，公司治理機制與穩健性呈現替代之關係，即當公司治理機制愈佳時，對穩健性之需求較低。

反之，就互補觀點而言，健全的公司治理機制會產生對管理者較強監督能力，故預期管理者在此監督壓力下會願意採用穩健會計。由於穩健會計對經濟利得認列的要求比經濟損失來得嚴格，因此可用來作為激發管理者提早認列損失、放棄執行不佳之企劃的機制 (Ball & Shivakumar, 2005)，因此穩健會計可提升締約之效率，並降低訴訟風險。因此，公司治理機制佳之企業，愈能負起對管理者的監督職責，愈有利於穩健會計政策之執行，以符合外部資金提供者對穩健數據與即時告知壞消息之需求，因而公司治理與穩健會計間呈互補之關係。Lara et al. (2009) 指出公司治理機制佳之公司願意採行穩健會計之原因，除可降低代理成本外，亦可降低管理階層、董事及會計師之訴訟風險，因此認為公司治理與穩健性並非呈現替代之關係，該研究結果亦顯示兩者具互補關係。

基於過去研究顯示公司治理的優劣與穩健性的提升呈現互補關係 (Lobo & Zhou, 2006; Lara et al., 2009)；然而，亦有研究發現，若公司治理機制較差，公司對穩健會計之需求誘因較強，亦即公司治理與穩健性的關係為替代效果 (Ahmed & Duellman, 2007; Chi et al., 2009)。本研究認為過去文獻研究結果之不一致，可能隱含有某些影響因子值得探究，例如企業經營狀態等。

本研究進一步認為中國企業一旦發生特別處理危機，基於受到「特別處理」之法令規定，為避免進一步受到懲處，於特別處理危機發生年度，若公

司治理機制愈差，管理者未受到嚴格的監督下，愈可能有窗飾報表之動機，提供不穩健之會計。此乃根據供給面角度，企業有良好的公司治理機制，管理者才有意願提供較佳之盈餘品質 (Wang, 2006)。當企業爆發危機時，基於法令之懲處，會比較傾向於供給面觀點，尤其在缺乏適當公司治理之監督機制下，管理者愈有可能會提早的認列利益，推遲認列損失之時點，降低盈餘穩健性程度。此時，公司治理機制與穩健會計呈互補關係。然而，另一方面，依據需求面角度，公司治理機制愈差，對高品質盈餘的需求動機愈強 (Wang, 2006)。當企業爆發特別處理危機時，相對於正常營運，其對外部融資之需求愈強，愈需提供較佳之盈餘品質，如穩健會計；尤其是公司治理機制不佳的情況下，愈有誘因提供較穩健之財務報表，以獲取外部資金供給者（如債權投資人）之信賴。此時，公司治理機制與穩健會計則呈現替代關係。因此，本研究以虛無假說形式提出假說一，並分成三個子假說，如下：

假說 1a：特別處理危機發生的存在對於盈餘穩健性並無顯著影響。

假說 1b：公司治理機制對於盈餘穩健性並無顯著影響。

假說 1c：特別處理危機發生的存在對於公司治理機制與盈餘穩健性間之關係並無顯著影響。

再者，本研究認為過去公司治理與穩健會計相關文獻之結果不一致之情況，亦有可能與公司爆發危機前後時點有關。對於中國特別處理危機企業而言，於危機爆發前之時點，相對於危機發生後，有更強烈需求透過外部融資，獲取外部資金之挹注，此乃因企業財務報表的穩健性乃為資金供給者評估的重要條件，為了降低資訊不對稱，公司有意願提高較穩健之會計 (LaFond & Watts, 2008)。Zhang (2008) 發現會計穩健性愈高，融資利率愈低。Watts & Zuo (2011) 亦發現會計穩健性可提高借款能力 (Zeng & Hangzhou, 2011)。Chen et al. (2010) 研究發現大陸企業的會計穩健性與銀行的風險承擔有關聯，此關係到其借款金額。

此外，依據供給面觀點，公司治理機制較佳之企業，管理者有意願提供較佳之盈餘品質 (Wang, 2006)。中國企業於特別處理危機發生前，相對於發生後，基於外部融資需求，愈有誘因提供穩健會計，若該企業之公司治理機制佳，愈有利於企業提供更穩健之會計政策。

另一方面，從需求面觀點，公司治理機制不佳之企業，對高品質的盈餘需求愈強 (Wang, 2006)。基於特別處理企業於危機爆發前，相對於爆發後，已有強烈誘因提供穩健會計，以獲取外部融資資金。根據訊號理論，資訊充

足的一方傳遞訊息給資訊較少的一方 (Spence, 1973)，此乃源自資訊不對稱問題，如管理者與投資人存在資訊不對稱，而管理者欲向投資人傳遞好消息 (Grossman, 1981; Verrecchia, 1983)。因此，即使公司治理結構較差之危機企業，為了獲取外界資金，在降低融資成本 (Kim et al., 2013)、贏得債權人之較佳信用評等、或債務條款壓力下 (Ball et al., 2008; Zhang, 2008; Li, 2013)，仍有意願提高盈餘穩健性，以獲取外部投資人之青睞。

因此，不論公司治理機制優劣，企業於特別處理危機爆發前，相對於爆發後，皆有可能有誘因提供較佳品質之報表，以取得外部資金之挹注，試圖解除危機之發生。

在此，本研究以虛無假說形式提出假說二，並分成兩個子假說，如下：

假說 2a：特別處理危機發生前後對於盈餘穩健性並無顯著影響。

假說 2b：特別處理危機發生前後對於公司治理機制與盈餘穩健性間之關係並無顯著影響。

參、研究方法

一、樣本選取與資料來源

本研究以 1998-2011 年中國大陸 A 股上市公司，曾發生特別處理之公司為觀察對象，排除非依中華人民共和國(PRC)會計準則編製之 B 股及 H 股。特別處理之規定於 1998 年頒佈，其中包含連續虧損兩年之條件，且樣本中超過 40% 之公司多因此項條件而列入特別處理。由於當企業面臨虧損，有可能因瀕臨特別處理危機階段而採取「洗大澡」策略 (Healy, 1985)，是故慎重起見，本研究將特別處理危機發生前，定義為列入特別處理前第二年；而將特別處理危機發生後，定義為列入特別處理後第一年。樣本篩選過程，首先，假說一以所有中國大陸上市之 A 股公司為研究對象，1998-2011 年，A 股上市公司之財務資料筆數初始計有 19,353 筆 (年/公司) 觀察值；排除財務、股價、公司治理資料及審計資料不全者，餘計 16,069 筆觀察值。再者，假說二則主要針對中國大陸 A 股上市公司有發生特別處理(ST)事件為對象，1998-2011 年發生特別處理事件初始計有 3,486 件。經排除財務、股價、公司治理資料及審計資料不全者，並為觀察其事件發生前後期，穩健性及公司治理之變化，排除事件日前後存續期間不足之公司後，因此，資料期間為 1997-

2011 年⁷，觀察值共計有 2,316 筆（年/公司）觀察值。資料篩選程序如表 1 所示。

表1 樣本篩選過程

假說一：	
起始資料：1998 至 2011 年度 A 股上市公司財務資料	19,353
減：衡量會計穩健性模型所需資料不齊全者	(2,124)
減：公司治理、審計、股價及財務等資料不齊全者	<u>(1,160)</u>
最終樣本之觀察值	<u>16,069</u>
假說二：	
1998-2011 年度遭列為特別處理之公司樣本資料	3,486
減：衡量會計穩健性模型所需資料不齊全者	(20)
減：公司治理、審計、股價及財務等資料不齊全者	<u>(197)</u>
	3,269
減：存續期間往前推算不足兩年資料者 ^a	<u>(953)</u>
特別處理前後之最終樣本之觀察值	<u>2,316</u>

^a 因假說二之研究樣本公司需含前兩期資料，因此資料期間往前推算兩年，但因股東會事項資料起始為 1997 年，故假說二之資料期間為 1997~2011 年。

資料來源：本研究整理

本研究之相關財務、股價、公司治理、審計及特別處理資料主要取自於台灣經濟新報社（TEJ）資料庫以及國泰安（CSMAR）資料庫。另亦從中華人民共和國證監會網站、中華人民共和國國家統計局網站、中國證券報、中國經濟時報取得輔佐資料。

二、實證模型建立

本研究針對中國特別處理企業探討公司治理與穩健性間之關係。首先，探討特別處理危機與正常營運之企業間，其公司治理與穩健性關係之差異；接著再針對特別處理企業於危機發生前後，其公司治理與穩健性關係之變化進行探討。由於主要研究之對象為中國大陸之上市 A 股公司，而中國大陸上

⁷ 因假說二之研究樣本公司需含前兩期資料，因此資料期間往前推算兩年，但因股東會事項資料起始為 1997 年，故假說二之資料期間為 1997~2011 年。

市 A 股公司中，許多乃由國有企業改制而來，因此國家機關對於企業之決策具有相當的影響力。因此，在公司治理機制上亦納入了與國家權力相關之變數，例：國有股比例 (*SoE*)、第一大股東非國有法人 (*Non_Sinst*)，以釐清國有控制力對公司經營之影響力。本研究亦於模型中納入年度與產業固定效果⁸，以作為控制之用。依據假說發展出實證模型，如下：

模型(1)主要檢測假說 1a 與 1b，特別處理危機發生與否及公司治理機制對於會計穩健性之關係，分別觀察模型中特別處理危機發生與否 (*Distress_{i,t}*) 及公司治理機制 (*CG_{i,t}*) 之估計係數：

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Distress_{i,t} + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{j=1}^{21} CSRC_j + \sum_{k=1}^{14} year_k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(2)主要檢測假說 1c，特別處理危機發生與否，其公司治理機制與會計穩健性之關係，主要觀察模型中交乘項 (*Distress_{i,t} × CG_{i,t}*) 之估計係數：

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Distress_{i,t} + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_4 Distress_{i,t} \times CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{j=1}^{21} CSRC_j + \sum_{k=1}^{14} year_k + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

同樣地，本研究另將樣本區分為特別處理危機發生與正常營運兩組子樣本，分別執行迴歸分析，觀測公司治理變數 (*CG_{i,t}*) 之估計係數變化。

模型(3)主要檢測假說 2a，探究特別處理危機發生之前後，公司治理機制與會計穩健性之關係，主要觀察模型中特別處理危機發生前後 (*Before_Distress_{i,t}*) 之估計係數：

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Before_Distress_{i,t} + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{j=1}^{21} CSRC_j + \sum_{k=1}^{14} year_k + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(4)主要檢測假說 2b，探究特別處理危機發生之前後對於會計穩健性之關係，主要觀察模型中交乘項 (*Before_Distress_{i,t} × CG_{i,t}*) 之估計係數：

⁸ 感謝審查委員之建議。

$$\begin{aligned}
 C_Score_{i,t} = & \beta_1 + \beta_2 Before_Distress_{i,t} + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_4 Before_Distress_{i,t} \times CG_{i,t} \\
 & + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} \\
 & + \sum_{j=1}^{21} CSRC_j + \sum_{k=1}^{14} year_k + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4}$$

同樣地，本研究另將樣本區分為特別處理危機發生前與發生後兩組子樣本，分別執行迴歸分析，觀測公司治理變數($CG_{i,t}$)之估計係數變化。

其中， $CG_{i,t}$ 表徵公司治理機制變數，本研究分別根據所有權結構及董事會結構選取 13 項與公司治理相關之變數，並根據 Bushman et al. (2004) 之作法，發展出一公司治理機制之綜合指標，來衡量公司治理機制之良窳。 $Distress$ 係指有發生特別處理危機之公司為 1，反之為 0； $Before_Distress$ 為針對特別處理危機公司，危機發生前為 1，反之，危機發生後為 0； $Age_{i,t}$ 為 IPO 後之年數； $Volatility_{i,t}$ 指每日股票報酬之標準差； $Cycle_{i,t}$ 為折舊費用除以期初資產，作為投資循環的代理變數； $BigN_{i,t}$ 指是否由前四大國際事務所查核； $\varepsilon_{i,t}$ 為誤差項。所有變數之定義如後所述。

假說一之樣本處理方式，本研究參考 Chin & Chi (2009) 之作法，採用未配對方式進行分析，此可避免針對非經常性發生事件（如特別處理事件）研究而採用非隨機配對樣本可能引發的相關問題 (Zmijewski, 1984; Cram et al., 2007; Cram et al., 2009)。另外，本研究以最小平方方法(Ordinary least square)分析模型，為避免極端值可能對分析結果所產生的干擾，將前後 1% 極端值資料作壓縮(Winsorized)處理。參酌 Gow et al. (2010) 之建議⁹，本研究針對產業別與年度別，採用 two-way cluster-robust standard errors 方式，處理異質變異數問題。

三、操作性變數定義

(一) 應變數

本研究採用 Khan & Watts (2009) 所發展出之公司-年度之估計模式來衡量會計穩健性。由於 Basu (1997) 之模型只能單一使用橫斷面或是時間序列之資料，且 Watts (2003) 認為穩健性與契約、訴訟、稅負及法規相關，而公司之投資機會亦隨著此四項因素變動；因此，Khan & Watts (2009) 將與投資

⁹ 感謝審查委員之建議。

成長相關之公司特性-市值對帳面價值比 (M/B)、規模 ($SIZE$) 及槓桿程度 (LEV) 列為主效果(Main effects)，發展出公司-年度之穩健性衡量模型如下：

$$\begin{aligned}
 EARN_{it} = & \beta_{1,t} + \beta_{2,t}D_{i,t} + R_{i,t}(\mu_{1,t} + \mu_{2,t}SIZE_{i,t} + \mu_{3,t}M/B_{i,t} + \mu_{4,t}LEV_{i,t}) + \\
 & D_{i,t} \times R_{i,t}(\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}SIZE_{i,t} + \lambda_{3,t}M/B_{i,t} + \lambda_{4,t}LEV_{i,t}) + (\delta_{1,t}SIZE_{i,t} + \\
 & \delta_{2,t}M/B_{i,t} + \delta_{3,t}LEV_{i,t} + \delta_{4,t}D_{i,t} \times SIZE_{i,t} + \delta_{5,t}D_{i,t} \times M/B_{i,t} + \\
 & \delta_{6,t}D_{i,t} \times LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{5}$$

其中，

- $EARN_{i,t}$ = i 公司第 t 年非常損益前之淨利，除以期初權益市值；
 $R_{i,t}$ = i 公司第 t 年度 4 月起連續 12 個月之股票月報酬；
 $D_{i,t}$ = 為一虛擬變數，當 $R \leq 0$ 時為 1，否則為 0；
 $SIZE_{i,t}$ = 權益市值取自然對數；
 $M/B_{i,t}$ = 市值對帳面價值比；
 $LEV_{i,t}$ = 長期負債與短期負債之加總，除以期初權益市值；
 $\varepsilon_{i,t}$ = 誤差項。

將模型(5)求算之估計係數 λ_i ，代入模型(6)，求出公司-年度之 C_Score 指數，以作為會計穩健性之衡量指標，如下：

$$C_Score_{i,t} = \lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}SIZE_{i,t} + \lambda_{3,t}M/B_{i,t} + \lambda_{4,t}LEV_{i,t} \tag{6}$$

(二) 自變數

1. 企業是否遭列為特別處理(*Distress*)

當公司被列為特別處理時設為 1，其他則為 0。一方面，當公司發生特別處理危機時，其有動機隱匿其經營狀況不佳之事實，進而降低其穩健性。另一方面，當公司發生特別處理危機時，對於外部資金之需求愈強，亦有誘因提供較佳之財報品質，如具穩健性之盈餘，以獲取較高之信用評等。因此，本研究並未預期方向。

2. 特別處理危機發生前後(*Before _ Distress*)

本研究將特別處理危機發生前設為 1，發生後則設為 0。由於官月緞(2006) 研究發現企業可能於列為特別處理的前一年度進行「洗大澡」之動

作，因此為避免研究結果可能受到公司意圖進行「洗大澡」之影響，本研究以被列入特別處理之當年，往前推算兩年，定義為特別處理危機發生前。同樣地，一方面，特別處理危機發生前，公司有動機隱匿財務狀況不佳之事實，提供較不具穩健性之財務報表；另一方面，公司需外部資金之挹注，則需提供具穩健性之會計，以獲取外部資金供給者之青睞。因此，本研究並未預期方向。

3. 公司治理指標(*CG*)

參考過去相關文獻與中國政經環境，本研究所納入之公司治理衡量變數共有 13 項，其中與所有權結構相關者有 9 項，而與董事會結構相關者有 4 項，並參考 Bushman et al. (2004) 之作法，發展成一公司治理機制之綜合指標。其中綜合指標可區分為二，分別為所有權結構指標(*Own_CG*)及董事會結構指標(*Board_CG*)，分述如下：

(1)所有權結構指標(*Own_CG*)

a. 國有股比例(*SoE*)

國有股比例即國有股佔公司總股本的比率，國有股包括國家股及國有法人股。國有控股的上市公司佔股票市場約 3/4 比例 (朱茶芬、李志文，2008)，由於國有控股上市公司其代理人由政府官員擔任，並不具有對企業剩餘利潤之請求權，故監督動機不強，使經理人有動機操縱損益。Bai et al. (2004) 提出當公司最大股東為政府時，對公司之市場價值具有負面影響；陳旭東、黃登仕 (2007) 亦證明國有持股比例對會計穩健性為負向影響。因此，本研究預期國有股比例對公司治理有負向之影響。

b. 法人持股比例(*INST*)

法人持股比例係境內法人股與境外法人股佔公司總股本的比率。在中國大陸法人機構之持股，屬限制性股份，無法上市流通¹⁰，故其投資應更關注於公司之長期發展，對公司之監督能力較強。法人機構之投資係匯集整個資本市場之資金，故在選擇投資標的時會更審慎評估，因此對股票市場投資具有指標性作用，對公司治理機制應具正向之影響。

¹⁰ 施行股權改置後，已有部分法人持股在流通市場上交易，已流通之股份係包含於公眾股內。

c. 高階經理人持股比例 (*MGTA*)

高階經理人持股比例即高階經理人¹¹持有之 A 股股數佔公司總股本的比例。Jensen & Meckling (1976) 指出當經理人持股比例愈高，與公司股東之利益愈趨一致，其績效也愈高。當經理人與股東之利益趨於一致，將有助於降低道德風險與監督成本。在中國大陸，董事及高階經理人之持股係為限制性股票¹²並明確規定禁售期¹³，以鼓勵董事及高階經理人長期持股，期望降低其任期內之投機性行為，因此，當高階經理人之持股愈高時，對公司治理應有正向之影響。

d. 十大股東質押比例 (*Pledge*)

十大股東質押比例即十大股東質押股數佔持有股數的比例。由於大股東之持股數愈高，其在董事會所佔有之席次可能愈高，因此，以此作為董監事質押之替代變數。Lee & Yeh (2004) 指出當公司董監事將自身持有之股數進行質押，由於信用擴張及過度投資於股票市場，對公司產生一定程度之風險。董監事質押亦可能顯示出公司之財務狀況出現問題，以致需要資金之投入以渡過危機，因此，十大股東質押比率應與公司治理呈現反向之關係。

e. 董監事持股比例 (*BS_Hold*)

董監事持股比例即董監事持股數¹⁴佔公司總股數的比率。董監事為公司重大經營事項之決策者，其決策關係著公司之生存與發展。Dechow et al. (1996) 當董監事持股比例愈高時，公司之經營績效與其利益密切相關，愈有誘因善盡監督之職責，關注於公司經營及績效之發展，由此可知，當董監事持股比例愈高時，對公司治理具有正向之影響。

f. 內部職工股比例 (*Staff*)

內部職工股比例即內部職工股佔公司總股數的比率。《公司法》規定監事會成員得為股東代表或職工代表，而職工代表之比率不得低於三分之一，旨在使員工積極參與公司經營，促使管理階層之決

¹¹ 董事及高階經理人之限制性股票一般以業績或時間為條件，只有在達到業績目標或服務達一定期限時才能出售。

¹² 限制性股票在禁售期內不得在市場上流通。

¹³ 禁售期要求在本屆任期內和離職後一個完整之會計年度內不得轉讓。

¹⁴ 董監事持股數中並未包含十大股東之持股數。

策制定更加透明，使員工在行使監督權之時，亦保護自身之權益。因此，當內部職工股比例愈高時，其與公司治理應呈正相關。

g. 公眾股比例 (*Public*)

公眾股比例即公眾股佔公司股本的比率，公眾股係一般國內自然人和法人持股，即 A 股。A 股係中國境內人民交易之股份，當人民所持有之 A 股比例上升，股東積極參與股東大會對經營者產生壓力，促使經理人改善其經營績效。因此，當公眾股比例愈高時，其對公司治理機制應呈正向之影響。

h. 對大股東掏空行為之制約 (*Str2_10*)

對大股東掏空行為之制約係根據 Bai et al. (2004) 以第二到第十位最大股東持股數佔除第一大股東外的股東持股數比率。當第二到第十位股東之股權集中度愈高，足以對第一大股東產生抗衡，其可避免第一大股東之掏空行為且有能力在短時間內取代無效管理者之控制權，因此，對公司治理機制具有正向之影響。

i. 第一大股東非國有法人 (*Non_Sinst*)

第一大股東非國有法人之衡量方式為第一大股東非國有法人時為 1，反之為 0。當第一大股東為國有法人時，由於代理人通常由政府官員擔任，其對公司之利益不具有剩餘請求權，故其監督力量不強且代理人可能會為了達到業績要求，而操縱公司之損益，對公司產生不利之影響，由此可知，當第一大股東非國有法人時，其公司治理機制應較佳，具正向關係。

(2) 董事會結構指標 (*Board_CG*) 如下：

a. 董事會規模 (*BS_Size*)

董事會規模即董監事人數之加總，根據中國大陸《公司法》規定董事會成員為五人至十九人。董事會之最適規模目前學者並無定論，雖有學者認為當規模愈大，其內部易有意見分歧之狀況，進而引發更嚴重之代理問題，使得董事會監督無效率 (Karamanou & Vafeas, 2005)。然而規模太小，可能無法包含來自各領域之專業人士，以致決策錯誤之機率較大。因此，本研究預期當董監事人數愈高時，包含來自各不同領域之專家，對公司治理機制應具有正向之影響。

b. 董事長非兼任總經理 (*Non_Dual*)

董事長非兼任總經理之衡量方式為當董事長若無兼任總經理為 1，否則為 0。當總經理身兼兩職，對董事會之運作及決策有較大之影響力，可能藉由其影響力謀取自身利益，對公司之經營產生不利之影響，所以，當董事長非兼任總經理時，其公司治理機制較佳，呈正向影響。

c. 董事會會議次數 (*Meet*)

董事會會議次數即年度董事會會議召開次數。Adams (2003) 提出董事會會議次數是可以代表董事的監督能力。當董事召開之次數愈多，代表積極參與公司之經營，顯示對公司經營與獲利之重視。因此，當會議次數愈多，對公司治理具正向影響。

d. 審計委員會規模 (*AC_Size*)

審計委員會規模即審計委員會人數之加總。Felo et al. (2003) 發現，審計委員會成員愈多，財務報導品質愈高。Dechow et al. (1996) 提及審計委員會對於財務報導過程的監督，扮有重要的角色。此顯示審計委員會的規模與公司治理有效性有正向影響。

根據上述之衡量，茲將 9 項股權結構治理變數計算每一家公司於樣本中的百分位等級分數(Percentile rank)，之後再將之整合為所有權結構綜合指標 (*Own_CG*)。計算方式為：先將國有股比例 (*SoE*)、十大股東質押比率 (*Pledge*) 由大至小排序，而法人持股比例 (*INST*)、高階經理人持股比例 (*MGTA*)、董監事持股比例 (*BS_Hold*)、內部職工股比例 (*Staff*)、公眾股比例 (*Public*) 及對大股東掏空行為之制約 (*Str2_10*) 由小至大排序，將上述變數轉換成百分位等級分數後，再與虛擬變數第一大股東非國有法人 (*Non_Sinst*) 加總，即成為所有權結構綜合指標 (*Own_CG*)。其值應界於 0~9 之間，數值愈大代表其所有權結構之治理愈佳。

至於董事會結構指標 (*Board_CG*) 之計算方式為將董事會會議次數、(*Meet*) 董事會規模 (*BS_Size*) 及審計委員會規模 (*AC_Size*) 由小至大排序轉換成百分位等級分數後，與董事長非兼任總經理 (*Non_Dual*) 虛擬變數加總，即為董事會結構指標 (*Board_CG*)，其值界於 0~4 之間，數值愈大，代表董事會結構之治理愈佳。

最後，所有權結構綜合指標 (*Own_CG*) 與董事會結構指標 (*Board_CG*) 加總，得出公司治理機制綜合指標 (*CG*)，其值應界於 0~13 之間，數值愈大，顯示其整體公司治理機制愈佳。

4. 控制變數

(1)公司年數(*Age*)

此為公司 IPO 後之年數¹⁵。Khan & Watts (2009) 指出公司年數愈短時，其相對於現有資產價值之成長機會(Growth options relative to asset-in-place)較年數長之公司來的多。依需求面角度，由於未來成長機會之現金流量不易驗證，此會增加管理者與投資人間之資訊不對稱，提高對穩健性之需求 (Kim et al., 2013)。另一方面，依供給面角度，當管理者與投資人間之資訊不對稱程度增加時，亦有可能提高管理者窗飾報表之動機 (Lee & Masulis, 2009)，因而提供不穩健會計。是故，本研究未預期公司年度 (*Age*) 與穩健性 (*C_Score*) 之關係。

(2)股票報酬波動性(*Volatility*)

此乃公司不確定性之代理變數，為每日股票報酬之標準差。Khan & Watts (2009) 認為公司特有之不確定性(Firm-specific uncertainty)及投資循環(*Cycle*)與穩健性(*C_Score*)呈正向關係。由於未來利得之不易驗證性及可能有潛在的巨額損失風險，因此基於契約與訴訟因素，而增加對穩健性之需求。再者，股票報酬波動性(*Volatility*)與穩健性(*C_Score*)呈正相關之原因為股票報酬波動性(*Volatility*)與股票報酬呈負向關係 (Campbell & Hentschel, 1992)；當有壞消息時，反映於股票報酬為負且波動較大，公司傾向及早認列損失或沖銷資產之穩健政策。另一方面，依供給面角度，波動性提高不確定性因素，增加管理者與投資人間之資訊不對稱，以致管理者可能有誘因提供不穩健會計。故本研究未預期股票報酬波動性(*Volatility*)與穩健性(*C_Score*)之關係。

(3)投資循環(*Cycle*)

參酌 Khan & Watts (2009)，本研究以折舊費用除以期初資產，作為投資循環的代理變數；當投資循環愈長，折舊費用佔期初資產比率愈低。Khan & Watts (2009) 認為投資循環之長度可以捕捉投資之不確定性，而投資之不確定性，係屬公司特有之不確定性(Firm-specific uncertainty)因素之一，因此誠如上述之原因，增加對穩健性之需求。另一方面，誠如前述，依供給面角度，管理者亦有可能提供不穩健會計。故本研究未預期投資循環(*Cycle*)與穩健性(*C_Score*)之關係。

¹⁵ 感謝審查委員之建議，因 A 股多為國企轉型而來，其設立年數可能較不具參考性，故本研究採用公司上市年數。

(4)是否由前四大國際事務所查核(*BigN*)¹⁶

當公司由前四大國際事務所¹⁷查核時為 1，否則為 0。Chi et al. (2009) 指出會計師選擇與穩健性可能存在替代關係。就供給面而言，大型事務所之會計師會提供較具穩健性之報表，具正向之關係；而就需求面來看，由於大型事務所簽證可降低代理問題，投資人對穩健性之需求可能降低，具負向之關係，故本研究未預期其與穩健性(*C_Score*)之關係。

肆、實證結果分析

一、樣本分佈情況

表 2 特別處理樣本之產業分佈表
(假說一遭列入特別處理的件數)

產業分類	件數	百分比(%)
A 農、林、牧、漁業	43	2.72
B 採掘業	34	2.15
C0 食品、飲料	68	4.3
C1 紡織、服裝、皮毛	41	2.59
C2 木材、家具	6	0.38
C3 造紙、印刷	23	1.46
C4 石油,化學,塑膠,塑料	124	7.85
C5 電子	59	3.73
C6 金屬、非金屬礦業	111	7.03
C7 機械、設備、儀表	248	15.7
C8 醫藥、生物製品	104	6.58
C9 其他製造業	20	1.27
D 電力煤氣及水生產品	40	2.53
E 建築業	17	1.08
F 交通運輸、倉儲業	18	1.14
G 信息技術業	97	6.14
H 批發和零售貿易	113	7.15
I 金融、保險業	12	0.76
J 房地產業	218	13.8
K 社會服務業	63	3.99
L 傳播與文化產業	34	2.15
M 綜合類	87	5.51
合計	1,580	100

資料來源：本研究整理

¹⁶ 另外，本研究亦額外納入前十大本土事務所查核與否作為衡量變數。

¹⁷ 前四大國際事務所之界定，係採用台灣經濟新報(TEJ)所提供之百大事務所排名。由於排名資料自 2000 年始提供，因此，本研究 1996-1999 年之排名，係以 2000 年之資料為主。2001 年後之排名，以各年度實際排名資料為主。

表 2 列示假說一最終特別處理危機公司之產業分佈圖，在此，本研究將特別處理危機定義為中國證監會處以特別處理之公司作為研究對象。由表 2 得知，危機發生事件主要集中於製造業¹⁸，於樣本期間共發生 804 件特別處理之事件，佔整體 1,580 件特別處理事件中的 50.89%，顯示製造業為特別處理危機發生機率偏高之產業。製造業包含之子產業較廣，其中以 C7 機械、設備、儀器類之件數較多，計有 248 件，次為 C4 石油、化學、塑膠、塑料類，計有 124 件。危機發生比例次高者為房地產業，計 218 件，比例為 13.8%；再者為批發和零售貿易業，計 113 件，比例皆為 7.15%。

表 3 特別處理樣本之年度分佈表
(假說一遭列入特別處理的件數)

年度	件數	百分比(%)
1998	24	1.52
1999	47	2.97
2000	34	2.15
2001	73	4.62
2002	93	5.89
2003	133	8.42
2004	148	9.37
2005	143	9.05
2006	90	5.7
2007	183	11.58
2008	162	10.25
2009	146	9.24
2010	156	9.87
2011	148	9.37
合計	1,580	100

資料來源：本研究整理

表 3 列示假說一最終危機事件之年度分佈圖，發生之件數至 2007 年有逐年升高之趨勢，2008 至 2011 年則處於持平狀態，自 2000 年起 34 件至 2007 年發生件數高達 183 件，比例由 2.15% 增至 11.58%。而中國大陸於 2002 年起，開始逐漸推動加強公司治理機制且列為主要之推動項目，冀望降低層出

¹⁸ C 製造業於 CSRC 門類下又可分為；C0 食品、飲料；C1 紡織、服裝、及皮毛；C2 木材、家具；C3 造紙、印刷；C4 石油、化學、塑膠、塑料；C5 電子；C6 金屬、非金屬礦業；C7 機械、設備、儀表；C8 醫藥、生物製品；C9 其他製造業。

不窮之地雷股爆發之危機。但自本研究之統計數據看來，危機事件每年數據卻逐年上升，可能意味著公司治理機制推動及落實之成效不彰。

表 4 樣本公司列為特別處理之原因
(假說一遭列入特別處理的件次)

列為特別處理原因	件次 ^a	比例
淨值為負	14	0.88%
否定意見	65	4.07%
虧兩年, 轉盈須觀察	520	32.56%
停工	24	1.50%
帳戶凍結	9	0.56%
董事會無法召開	2	0.13%
連續虧損兩年	686	42.96%
重編連續虧損兩年	50	3.13%
財報造假未重編	3	0.19%
財報遲繳	2	0.13%
破產	17	1.06%
重大訴訟	3	0.19%
淨值低於面額	102	6.39%
董事會申請	20	1.25%
連虧三年	25	1.57%
連虧三年後轉盈	29	1.82%
其他事件	3	0.19%
其他財務異常	23	1.44%
合計	1,597	100.00%

^a 因遭列入特別處理的樣本件數(1,580 筆)中，有部分樣本遭列入的原因含有兩類以上者，因此合計有 1,597 件次。

資料來源：本研究整理

表 4 列示假說一最終特別處理危機公司列入特別處理之原因，由表中得知，特別處理樣本中所發生 1,580 件數，以發生原因計次，共計有 1,597 件次，比例最高者為連續虧損兩年，比例為 42.96%，若包含重編連續虧損兩年(3.13%)，比例約 45%。其次為主業虧損兩年轉盈需觀察，比例為 32.56%。此顯示出被列入特別處理之原因大多與財務狀況發生異常有關。

二、敘述性統計與相關性分析

(一) 敘述性統計

表 5 敘述性統計量 (假說一) (N=16,069)^{ab}

變數名稱	平均數	標準差	中位數	最小值	Q1	Q3	最大值
<i>C_score</i>	-2.1004	15.7159	0.0431	-280.8712	-0.0059	0.0959	35.7865
<i>Distress</i>	0.0983	0.2978	0	0	0	0	1
<i>CG</i>	6.7654	1.287	6.8172	2.6617	5.8325	7.7113	10.4814
<i>Board_CG</i>	2.3522	0.6647	2.3712	0.3137	1.9158	2.8399	3.9723
<i>Own_CG</i>	4.4132	1.136	4.4361	1.6511	3.4946	5.3234	7.1603
<i>Age</i>	8.3352	4.4801	8	2	5	12	22
<i>Volatility</i>	2.9691	2.0979	2.7585	0.0109	2.2792	3.3992	163.6209
<i>Cycle</i>	0.0277	0.1134	0.022	-0.0269	0.0123	0.0355	11.4709
<i>BigN</i>	0.0522	0.2225	0	0	0	0	1

^a*C_Score*=穩健性；*Distress*=虛擬變數，發生特別處理危機公司為 1，否則為 0；*CG*=公司治理綜合指標；*Board_CG*=董事會結構治理指標；*Own_CG*=所有權結構治理指標；*Age*=公司 IPO 後年數；*Volatility*=股票報酬波動性；*Cycle*=投資循環；*BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。

^b資料期間為 1998-2011 年，共 16,069 筆觀察值。

^c假說一之樣本公司中有一筆觀察值之折舊費用為負值，因此計算投資循環(*Cycle*)時產生此最小值。後續分析時，透過壓縮方式(*winsorize*)處理此極端值。

資料來源：本研究整理

表 6 敘述性統計量 (假說二) (N=2,316)^{ab}

變數名稱	平均數	標準差	中位數	最小值	Q1	Q3	最大值
<i>C_score</i>	-1.3352	11.7646	0.0589	-170.8049	-0.0022	0.1514	35.7865
<i>Before_Distress</i>	0.5	0.5001	0.5	0	0	1	1
<i>CG</i>	6.702	1.157	6.8413	3.0078	5.8968	7.5707	9.5325
<i>Board_CG</i>	2.22	0.6315	2.2663	0.3137	1.7536	2.6566	3.8696
<i>Own_CG</i>	4.482	1.0307	4.7304	1.6722	3.6583	5.2829	6.8098
<i>Age</i>	10.0389	3.7915	10	2	7	13	22
<i>Volatility</i>	3.5052	5.0302	2.9807	0.0109	2.5137	3.5779	163.6209
<i>Cycle</i>	0.0376	0.3747	0.0198	-0.0044	0.0109	0.0314	11.4709
<i>BigN</i>	0.0285	0.1664	0	0	0	0	1

^a*C_Score*=穩健性；*Before_Distress*=特別處理危機發生前為 1，否則為 0；*CG*=公司治理綜合指標；*Board_CG*=董事會結構治理指標；*Own_CG*=所有權結構治理指標；*Age*=公司 IPO 後年數；*Volatility*=股票報酬波動性；*Cycle*=投資循環；*BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。

^b資料期間為 1997-2011 年，共 2,316 筆觀察值。

資料來源：本研究整理

表 5 列示假說一樣本之敘述性分析。由表 5 可看出，樣本公司之穩健性 (*C_Score*) 平均數為-2.1004，中位數為 0.0431，最大值為 35.7865，最小值為-280.8712，顯示樣本公司之穩健性程度變異頗大。特別處理危機公司 (*Distress*) 佔整體樣本比例之 9.83%，其比例並不高。公司治理綜合指標 (*CG*) 共包含 13 項指標變數，平均數為 6.7654，中位數為 6.8172，其最小值為 2.6617，最大值為 10.4814，顯示公司間之治理機制優劣落差甚大。其中，董事會結構治理指標 (*Board_CG*) 含有 4 項指標變數，平均數為 2.3522，最小值為 0.3137，最大值為 3.9723；所有權結構治理指標 (*Own_CG*) 計有 9 項指標變數，平均數為 4.4132，最小值為 1.6511，最大值為 7.1603。控制變數方面，樣本公司上市年數 (*Age*) 平均為 8.3352 年，最小值為 2 年，最大值為 22 年，顯示樣本公司之企業生命週期差異性甚大。樣本公司由前四大國際事務所查核者 (*BigN*) 平均有 5.22%，顯示大多數之樣本公司報表非由大型會計師事務所簽證。

表 6 列示假說二樣本之敘述性分析，由表中可知，樣本公司之穩健性程度 (*C_Score*) 變異亦頗大，平均數為-1.3352，中位數為 0.0589，最大值為 35.7865，最小值為 -170.8049。特別處理危機發生前相對於發生後 (*Before_Distress*)，各佔樣本 50%，其他變數與表 5 中之敘述統計量分佈大致相似。

(二) 相關性分析

表 7 相關係數分析 (假說一) (N=16,069)^{a,c}

(右上部為 Pearson 相關係數；左下部為 Spearman 相關係數)

	<i>C_score</i>	<i>Distress</i>	<i>CG</i>	<i>Board_CG</i>	<i>Own_CG</i>	<i>Age</i>	<i>Volatility</i>	<i>Cycle</i>	<i>BigN</i>
<i>C_score</i>	1	0.03***	-0.004	-0.05***	0.03***	-0.03***	-0.05***	-0.04***	-0.04***
<i>Distress</i>	0.07***	1	-0.002	-0.04***	0.02***	0.18***	0.05***	-0.02*	-0.04***
<i>CG</i>	-0.08***	0.003	1	0.47***	0.86***	0.12***	0.12***	-0.06***	-0.02**
<i>Board_CG</i>	-0.006	-0.04***	0.45***	1	-0.05***	0.28***	0.18***	0.17***	0.08***
<i>Own_CG</i>	-0.09***	0.03***	0.86***	-0.05***	1	-0.03***	0.03***	-0.17***	-0.07***
<i>Age</i>	0.06***	0.19***	0.1***	0.28***	-0.05***	1	0.21***	0.03***	0.02***
<i>Volatility</i>	0.02**	0.06***	0.13***	0.18***	0.05***	0.22***	1	0.008	-0.05***
<i>Cycle</i>	0.02***	-0.02***	-0.06***	0.17***	-0.16***	0.05***	0.003	1	0.12***
<i>BigN</i>	-0.04***	-0.04***	-0.02**	0.08***	-0.07***	0.02**	-0.06***	0.1***	1

a. *C_Score*-穩健性；*Distress*=虛擬變數，發生特別處理危機公司為 1，否則為 0；*CG*=公司治理綜合指標；*Board_CG*-董事會結構治理指標；*Own_CG*-所有權結構治理指標；*Age*=公司 IPO 後年數；*Volatility*-股票報酬波動性；*Cycle*=投資循環；*BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。b. 資料期間自 1998-2011，共 16,069 筆觀察值。c. ***表示達 1% 之顯著水準；**表達 5%之顯著水準；*表達 10%顯著水準。

資料來源：本研究整理

表 7 列示假說一樣本中各變數間之相關係數。表 7 顯示，穩健性指標 (*C_Score*) 與危機發生與否 (*Distress*) 之相關性呈正向 (Pearson:0.03; Spearman:0.07)，此似乎顯示危機發生當年，公司報表之穩健性較高，此後續

會作更詳細的迴歸分析。而穩健性指標 (*C_Score*) 與公司治理綜合指標 (*CG*) 之相關性呈負向(Pearson:-0.004; Spearman:-0.08)，其中主要與董事會結構治理指標 (*Board_CG*) 有關，此亦於後續作更嚴謹分析。控制變數與穩健性指標 (*C_Score*) 間亦具有顯著相關性，主要與前四大國際事務所查核與否 (*BigN*) 之相關性方向較為明確，呈負向相關(Pearson:-0.04; Spearman:-0.04)。

表 8 相關係數分析 (假說二) (N=2,316)^{a,c}

(右上部為 Pearson 相關係數; 左下部為 Spearman 相關係數)

	<i>C_score</i>	<i>Before_Distress</i>	<i>CG</i>	<i>Board_CG</i>	<i>Own_CG</i>	<i>Age</i>	<i>Volatility</i>	<i>Cycle</i>	<i>BigN</i>
<i>C_score</i>	1	0.005	0.04*	-0.03	0.06***	-0.02	-0.04*	0.03	-0.02
<i>Before_Distress</i>	0.07***	1	-0.11***	-0.17***	-0.01	-0.4***	-0.008	-0.1***	0.02
<i>CG</i>	-0.05**	-0.11***	1	0.46***	0.84***	0.15***	0.04*	-0.06***	-0.07***
<i>Board_CG</i>	-0.06***	-0.18***	0.45***	1	-0.09***	0.24***	0.12***	0.1***	0.008
<i>Own_CG</i>	-0.04**	-0.006	0.82***	-0.1***	1	0.02	-0.03	-0.12***	-0.08***
<i>Age</i>	-0.09***	-0.39***	0.13***	0.25***	-0.001	1	0.12***	0.08***	-0.08***
<i>Volatility</i>	-0.16***	0.05**	0.04*	0.14***	-0.03*	0.17***	1	0.02	-0.03
<i>Cycle</i>	0.03	-0.08***	-0.07***	0.09***	-0.13***	0.06***	-0.02	1	0.09***
<i>BigN</i>	-0.02	0.02	-0.06***	0.008	-0.08***	-0.08***	-0.04*	0.08***	1

a. *C_Score*=穩健性; *Before_Distress*=特別處理危機發生前為 1，否則為 0; *CG*=公司治理綜合指標; *Board_CG*=董事會結構治理指標; *Own_CG*=所有權結構治理指標; *Age*=公司 IPO 後年數; *Volatility*=股票報酬波動性; *Cycle*=投資循環; *BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。b. 資料期間自 1997-2011，共 2,316 筆觀察值。c. ***表示達 1%之顯著水準; **表達 5%之顯著水準; *表達 10%顯著水準。

資料來源：本研究整理

表 8 則列示假說二樣本中各變數間之相關係數表。穩健性指標 (*C_Score*) 與危機發生前後 (*Before_Distress*) 呈正向相關性 (Pearson:0.005; Spearman:0.07)，此似乎顯示危機發生前相較於發生後，公司報表之穩健性較高。而企業危機發生前後 (*Before_Distress*) 與公司治理綜合指標 (*CG*) 之相關性方向，主要與董事會結構治理指標 (*Board_CG*) 呈負向(Pearson:-0.03; Spearman:-0.06)，此似乎顯示企業於危機發生後相較於發生前，董事會公司治理機制有改善。此些皆會於後續作更嚴謹分析。穩健性指標 (*C_Score*) 與控制變數間的關係，其與公司上市年數 (*Age*) 呈負相關(Pearson:-0.02; Spearman:-0.09)，亦與股票報酬波動性 (*Volatility*) 呈負向相關(Pearson:-0.04; Spearman:-0.16)。

另外，表 7 與表 8 中，除了公司治理綜合指標 (*CG*) 與所有權公司治理綜合指標 (*Own_CG*) 之相關性相當高，係數達 0.86，但未納入在同一迴歸模型，其餘放置在同一模型中各變數間之相關係數皆低於 0.7，初步顯示變數間無明顯之共線性問題，後續於迴歸分析時亦會進一步審視共線性診斷分析。

二、單變量分析

本研究主要探討公司經營狀態（危機發生與否）及危機發生時點（危機發生前後），公司治理與穩健性之關係，故先針對有無發生特別處理危機及特別處理危機發生前後進行分組，檢定結果如表 9 及表 10。

表 9 單變量檢定-危機發生與否之差異分析^{abc}

變數名稱	危機發生與否	平均數	差異檢定 t 值	中位數	Wilcoxon 檢定
<i>C_Score</i>	有	-0.7976	5.634***	0.0611	9.198***
	無	-2.2425	(<0.0001)	0.0418	(<.0001)
<i>CG</i>	有	6.7578	-0.2768	6.8715	0.414
	無	6.7662	(0.782)	6.81	(0.6785)

^a *C_Score*=穩健性；*CG*=公司治理綜合指標。

^b 資料期間自 1998-2011，共 16,069 筆觀察值。

^c 表中括弧內數據為 p-value；***表示達 1%之顯著水準；**表達 5%之顯著水準；*表達 10%顯著水準。

資料來源：本研究整理

表 10 單變量檢定-危機發生前後之差異分析^{abc}

變數名稱	危機發生前後	平均數	差異檢定 t 值	中位數	Wilcoxon 檢定
<i>C_Score</i>	前	-1.2814	0.2199	0.0662	3.389***
	後	-1.3889	(0.826)	0.0502	(0.0007)
<i>CG</i>	前	6.5789	-5.1488***	6.7206	-5.105***
	後	6.8251	(<0.0001)	6.9706	(<.0001)

^a *C_Score*=穩健性；*CG*=公司治理綜合指標。

^b 資料期間自 1997-2011，共 2,316 筆觀察值。

^c 表中括弧內數據為 p-value；***表示達 1%之顯著水準；**表達 5%之顯著水準；*表達 10%顯著水準。

資料來源：本研究整理

表 9 顯示發生特別處理危機之公司穩健性(*C_Score*)平均數為-0.7976，高於正常營運下之平均數為-2.2425，且差異性顯著達 1%之顯著水準(差異檢定 t 值為 5.634)。中位數方面，特別處理危機公司中位數(0.0611)高於正常營運公司者(0.0418)，兩者具顯著差異(Wilcoxon Z 值為 9.198)，達 1%之顯著水準。此初步顯示特別處理危機發生時，會計穩健性高於正常經營狀態時，說明危機企業有意願提高報表穩健性，以獲取外部融資資金 (Chen et al., 2010; Watts & Zuo, 2011)。

表 9 中，公司治理綜合指標(CG)方面，危機公司之平均數為 6.7578，中位數為 6.8715；而正常公司之平均數為 6.7662，中位數為 6.81，不論平均數或中位數差異性檢定，兩類型公司在公司治理上未具顯著差異性。

由此初步顯示出，公司處於特別處理危機爆發與正常營運狀態下之穩健性存有差異程度，但公司治理可能未具有差異，於後續納入相關控制變數下再進行多元迴歸分析檢測，以更嚴謹分析特別處理危機發生相對於正常營運，企業之會計穩健性及公司治理關係之差異。

表 10 係以危機公司為樣本，針對危機發生時點作分割，檢測穩健性(C_Score)與公司治理綜合指標(CG)之差異性。結果顯示特別處理危機前，穩健性(C_Score)之平均數為-1.2814，高於特別處理危機後之穩健性(C_Score)平均數-1.3889，但平均數差異檢定未具有顯著(t 值為 0.2199)；而中位數差異檢定則具有顯著差異性(Wilcoxon Z 值為 3.389)。公司治理綜合指標(CG)在特別處理危機後，其平均數(6.8251)則顯著高於危機前之平均數(6.5789)，兩者具顯著差異性(t 值為-5.1488)；另一方面，中位數檢定亦呈現相似之結果。由此可知，特別處理危機前，危機公司之穩健性可能相對高於特別處理危機後。而公司治理綜合指標(CG)於特別處理危機後則顯著上升，顯示特別處理危機後，公司治理有效獲得改善，以取得投資人之信心。

三、多元迴歸分析

本研究分兩部分探討特別處理危機事件影響穩健性與公司治理之關係。首先，針對特別處理危機發生相對於正常營運下，探討穩健性與公司治理之差異；再者，依特別處理危機發生時點，區分危機發生前後，穩健性與公司治理之關係之變化。

(一) 特別處理危機發生與否

表 11 列示特別處理危機發生相對於正常營運，其會計穩健性與公司治理機制間關係之實證結果¹⁹。由表 11 之第一行數據結果，顯示特別處理危機發

¹⁹ 表 11 中顯示，除了模型(2)中，危機發生與否(Distress)與交乘項(Distress×CG)之 VIF 值較高之外，其餘變數之 VIF 值介於 1~4 之間。

生與否(*Distress*)與穩健性(*C_Score*)呈顯著正相關，估計係數為 2.9865，達 1%顯著水準。此顯示當企業發生特別處理危機時，穩健性會高於正常營運狀態下。由表 11 之第二行，針對假說 1a 與 1b 之測試模型(1)，由數據結果亦可發現發生特別處理危機企業相較於正常營運狀態者，其會計穩健程度較高（估計係數為 2.9838，達 1%顯著水準），而公司治理機制良窳與會計穩健性程度呈正向但未具顯著性（估計係數為 0.0852）。

此結果可說明危機企業為獲取外部融資資金，有意願提高報表穩健性(Chen et al., 2010; Watts & Zuo, 2011)。另一方面，由表 4 中可發現，八成以上樣本被列為特別處理公司之主因與公司財務狀況不佳有關，例如：出現連續兩年虧損(以最近兩年披露的年度報告之當年經審計利潤)(42.96%)、連續兩年虧損後轉盈待觀察(32.56%)、以及財務會計報告存在重大會計差錯或虛假記載，對以前年度財務會計報告進行追溯調整，導致最近兩年連續虧損(3.13%)等。由於危機公司可能有「洗大澡」動機，故一次性的認列損失亦會使公司之穩健性因而上升，如：官月緞 (2006) 指出面對下市緩衝機制連續虧損門檻，公司可能在虧損年度進行「洗大澡」徹底沖銷損失。因此，無法排除此可能原因所造成的結果。

表 11 特別處理危機與否對於會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 *abcdefg*

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Distress_i + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{k=1}^{14} year_k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Distress_i + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_4 Distress_i \times CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{j=1}^{21} CSRC_j + \sum_{k=1}^{14} year_k + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

自變數	預期符號	模型(1)			模型(2)			依 Distress 分群	
		係數	VIF	係數	VIF	係數	VIF	危機	正常
Constant		3.5204** (0.022)		3.0531** (0.043)		3.0838** (0.048)		3.5925 (0.307)	1.561 (0.312)
Distress		2.9865*** (0.002)	1.05	2.9838*** (0.002)	1.05	2.6741 (0.143)	36.2		
CG				0.0852 (0.369)	1.37	0.0811 (0.392)	1.48	0.2456 (0.123)	0.1057 (0.229)
Distress × CG						0.0458 (0.875)	36.3		
Age		-0.0277 (0.261)	1.47	-0.0246 (0.307)	1.49	-0.0248 (0.31)	1.49	0.0634 (0.395)	-0.0104 (0.636)
Volatility		-1.146** (0.013)	3.4	-1.1507** (0.013)	3.4	-1.1497** (0.012)	3.4	-0.6672 (0.144)	-1.0453** (0.019)
Cycle		-17.8553 (0.14)	1.42	-17.6079 (0.141)	1.42	-17.6112 (0.141)	1.42	0.7646 (0.913)	-16.904 (0.109)
BigN		-3.0261*** (0.008)	1.05	-3.0237*** (0.008)	1.05	-3.0229*** (0.008)	1.05	0.0775 (0.833)	-3.064*** (0.006)
N		16,069		16,069		16,069		1,580	14,489
R-squared		0.5307		0.5307		0.5307		0.2051	0.5968
Model F(p)		112.84***		124.02***		122.79***		10.83***	102.40***

a. C_Score=穩健性；Distress=虛擬變數，發生特別處理危機公司為1，否則為0；CG=公司治理綜合指標；Age=公司IPO後年數；Volatility=股票報酬波動性；Cycle=投資循環；BigN=是否由前四大國際事務所查核，若是則為1，否則為0。b. 資料期間自1998-2011，共16,069筆觀察值。c. **表示達1%之顯著水準；*表示達5%之顯著水準。d. 所有觀察值均經前後1% winsorized 處理。e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。f. 因年度變數與產業變數僅為固定效果，非主要測試變數，故予以省略。g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

表 11 中第三行，針對假說 1c 之測試模型(2)，結果顯示特別處理危機發生相對於正常營運，穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 之關係未具顯著差異性，交乘項 ($Distress \times CG$) 之估計係數為 0.0458。本研究進一步將整體樣本區分為兩子群組，特別處理危機發生與正常營運，分別執行迴歸分析。由表 11 最後兩行數據可看出，危機發生組之穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間呈正向關係 (估計係數為 0.2456，接近 10% 顯著水準)；而正常營運組之穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間亦呈正向關係 (估計係數為 0.1057，但未達顯著性)。此結果顯示企業處於特別處理危機狀態下，其穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間近似互補關係。

控制變數方面，股票報酬波動性 ($Volatility$) 與穩健性 (C_Score) 間大多呈負向顯著相關，此表示公司股票報酬波動愈大，依供給面角度，提供不穩健會計之誘因增強。再者，是否由前四大國際事務所查核 ($BigN$) 與穩健性 (C_Score) 間呈負相關且大都具顯著水準，尤其是查核對象為正常營運的公司，表示由前四大國際事務所查核之公司，若處在正常營運狀態下，代理成本較小，因而對穩健性之需求較低²⁰。

(二) 特別處理危機發生前後

表 12 列示針對特別處理危機公司，探討危機發生前後，公司治理綜合指標 (CG) 與穩健性 (C_Score) 關係變化之結果²¹。由表 12 第一行數據結果，顯示特別處理危機發生前 ($Before_Distress$)，相對於危機發生後，未具顯著差異之穩健性 (C_Score) 水準 (估計係數為 -0.0057，但未達顯著水準)。由表 12 之第二行，針對假說 2a 之測試模型(3)，亦可發現特別處理企業，於危機發生前，相較於發生後，其會計穩健程度不具差異性 (估計係數為 0.0151)。此結果對照於表 11 之結果顯示，針對中國特別處理規定，企業一旦面臨危機時，相較於非危機公司，有較高之穩健性水準 (Hsu et al., 2011)，

²⁰ 本研究另額外加入前十大本土事務所查核與否作為控制變數，結果發現估計係數大都不具顯著性，顯示前十大本土事務所查核與否對企業會計穩健性之水準不具明顯差異。

²¹ 表 12 中顯示，除了模型(4)中，危機發生前後 ($Before_Distress$) 與交乘項 ($Before_Distress \times CG$) 之 VIF 值較高之外，其餘變數之 VIF 值介於 1~3 之間。

此乃因企業爆發財務困難時，對外界資金需求較高，在降低融資成本與債務條款壓力下，會願意提供較具穩健性之報表 (Ball et al., 2008; Zhang, 2008; Kim et al., 2013; Li, 2013)。然於危機發生前後，穩健性水準並未有明顯之差異變化。

表 12 之第三行，針對假說 2b 之測試模型(4)，結果顯示危機發生前相對於危機發生後，穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 之關係不具顯著差異性，交乘項 ($Distress \times CG$) 之估計係數為 -0.0636，未達顯著水準。本研究進一步將特別處理危機樣本區分為兩子群組，危機發生前與發生後，分別執行迴歸分析。由表 12 最後兩行數據可看出，危機發生前之穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間呈正向但不具顯著性 (估計係數為 0.2408，未達顯著水準)；而危機發生後之穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間呈正向顯著關係 (估計係數為 0.3808，達 10% 顯著水準)。

此結果顯示危機發生後相對於發生前，穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間之關係呈非線性關係，危機發生後更具傾向供給面觀點，唯有公司治理機制改善，提供更穩健會計，以獲取外界資金，才有機會跳脫特別處理之警示，因此管理者更有意願提供較佳之盈餘品質 (Wang, 2006)。是故，危機發生後，穩健性 (C_Score) 與公司治理綜合指標 (CG) 間更具互補關係。

控制變數方面，股票報酬波動性 ($Volatility$) 與穩健性 (C_Score) 大多呈負向顯著關係，此與表 11 之結果相似，顯示不論危機或正常營運狀態下之公司，當股票報酬波動性愈大時，外界對公司資訊不對稱程度提高，使管理者有誘因提供不穩健會計。

表 12 特別處理危機前後會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 *abctdfg*

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Before_Distress_i + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_4 Before_Distress_i \times CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{j=1}^{21} CSR_{i,t} + \sum_{k=1}^{14} year_k + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$C_Score_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Before_Distress_i + \beta_3 CG_{i,t} + \beta_4 Before_Distress_i \times CG_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Volatility_{i,t} + \beta_7 Cycle_{i,t} + \beta_8 BigN_{i,t} + \sum_{j=1}^{21} CSR_{i,t} + \sum_{k=1}^{14} year_k + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

自變數	模型(3)			模型(4)			依 Before_Distress 分群		
	係數	VIF	係數	VIF	係數	VIF	危機前	VIF	危機後
Constant	1.1905 (0.443)		-0.4788 (0.714)		-0.7052 (0.665)		2.1618 (0.48)		-0.2799 (0.839)
Before_Distress	-0.0057 (0.989)	1.36	0.0151 (0.971)	1.36	0.4375 (0.78)	36.4			
CG			0.2778 (0.322)	1.16	0.3111 (0.178)	2.33	0.2408 (0.534)	1.11	0.3808* (0.087)
Before_Distress × CG					-0.0636 (0.805)	36.52			
Age	0.0843 (0.465)	2.19	0.0855 (0.455)	2.19	0.0859 (0.456)	2.19	0.1783 (0.247)	1.86	-0.0087 (0.939)
Volatility	-0.5877** (0.021)	1.43	-0.588** (0.021)	1.43	-0.5874** (0.022)	1.43	-0.8801* (0.063)	1.55	-0.4008** (0.047)
Cycle	9.043 (0.288)	1.24	9.995 (0.258)	1.25	10.0239 (0.255)	1.25	15.1336 (0.177)	1.3	9.5217 (0.331)
BigN	-2.0343 (0.377)	1.11	-1.9908 (0.39)	1.11	-1.9937 (0.391)	1.11	-3.4408 (0.39)	1.15	0.0037 (0.994)
N	2,316		2,316		2,316		1,158		1,158
R-squared	0.2330		0.2336		0.2336		0.2330		0.2469
Model F(p)	13.94***		12.96***		13.12***		3.14***		26.57***

a. C_Score=穩健性；Before_Distress=特別處理危機發生前為1，否則為0；CG=公司治理綜合指標；Age=公司IPO後年數；Volatility=股票報酬波動性；Cycle=投資循環；BigN=是否由前四大國際事務所查核，若是則為1，否則為0。b. 資料期間自1997-2011，共2,316筆觀察值。c. ***表示達1%之顯著水準；**表示達5%之顯著水準；*表示達10%顯著水準。d. 所有觀察值均經前後1% winsorized 處理。e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。f. 因年度變數與產業變數值為固定效果，非主要測試變數，故予以省略。g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

四、額外分析

(一) 公司治理分類指標與穩健性之關係

本研究進一步將公司治理綜合指標 (*CG*) 區分為兩大類：董事會結構指標 (*Board_CG*) 與所有權結構指標 (*Own_CG*)，以瞭解特別處理危機發生與否及發生時點對公司治理與穩健性關係之影響，是否會因公司治理指標之類別而有所差異。

1. 特別處理危機發生與否

首先，針對董事會結構指標 (*Board_CG*)，表 13 之模型(1)結果顯示，特別處理危機發生相對於正常營運狀態，穩健性水準較高（估計係數為 2.9148，達 1% 顯著水準），此發現與前述結果相同。公司治理方面則發現，董事會結構指標與穩健性會計呈負向顯著關係（估計係數為 -0.4929，達 5% 顯著水準）。進一步將樣本公司區分為特別處理危機組與正常營運組，研究發現董事會結構指標與穩健性間負向關係之顯著性，主要顯見於正常營運狀態下之公司（估計係數為 -0.4293，達 5% 顯著水準），此結果顯示正常營運狀態下之公司，董事會結構指標與穩健性間呈替代關係，支持需求面觀點 (Wang, 2006)，當董事會結構治理機制差，則更需要提供穩健之報表。

在所有權結構指標 (*Own_CG*) 方面，亦觀察到特別處理危機發生相對於正常營運狀態，穩健性水準較高（模型(1)之估計係數為 2.9419，達 1% 顯著水準），此與前述相同。而所有權結構指標與穩健性會計呈正向顯著關係（模型(1)之估計係數為 0.2504，達 5% 顯著水準），此顯著性主要顯見於正常營運狀態下（估計係數為 0.2529，達 1% 顯著水準），此結果顯示正常營運狀態下之公司，所有權結構指標與穩健性間呈互補關係，支持供給面觀點 (Wang, 2006)，當所有權結構治理機制佳，公司才有意願提供穩健會計。

由此可看出，企業在不同的經營狀態下，亦即面臨危機或正常營運時，董事會結構與所有權結構的發揮效用不同，以致影響報表穩健性水準高低。

2. 特別處理危機發生前後

先針對董事會結構指標 (*Board_CG*)，表 14 之模型(4)結果顯示特別處理危機發生前相對於發生後，穩健性水準較高（估計係數為 2.6502，達 10% 顯著水準），此結果顯示企業於危機發生前，有提高會計穩健性之需求。過去文獻大都針對探全球金融危機 (Kousenidis et al., 2009; Vichitsarawong et al.,

表 13 額外分析—特別處理危機與否對於會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果^{abcdefg}

自變數	模型		依 Distress 分群		模型		依 Distress 分群	
	(1)	(2)	危機	正常	(1)	(2)	危機	正常
Constant	4.1863** (0.011)	4.2373** (0.011)	4.3921 (0.197)	3.0039* (0.065)	2.4846* (0.082)	2.4891* (0.084)	4.7594 (0.17)	0.9853 (0.5)
Distress	2.9148*** (0.002)	2.4544** (0.02)			2.9419*** (0.002)	2.8948* (0.086)		
Board_CG	-0.4929** (0.027)	-0.5135** (0.023)	0.5513 (0.245)	-0.4293** (0.039)				
Distress×Board_CG		0.2016 (0.64)						
Own_CG					0.2504** (0.021)	0.2495** (0.015)	0.1107 (0.47)	0.2529*** (0.007)
Distress×Own_CG								
Age	-0.0223 (0.362)	-0.0222 (0.362)	0.0716 (0.348)	-0.009 (0.698)	-0.0159 (0.5)	-0.0159 (0.499)	0.0604 (0.417)	-0.002 (0.929)
Volatility	-1.1401** (0.013)	-1.1368** (0.013)	-0.691 (0.126)	-1.0426** (0.019)	-1.1568** (0.012)	-1.1567** (0.012)	-0.6605 (0.149)	-1.0508** (0.018)
Cycle	-16.9116 (0.169)	-16.8833 (0.169)	0.4328 (0.951)	-16.2038 (0.135)	-16.6484 (0.164)	-16.6502 (0.163)	-0.1335 (0.984)	-15.976 (0.128)
BigN	-2.9692*** (0.008)	-2.9652*** (0.008)	-0.0493 (0.9)	-3.023*** (0.007)	-2.9903*** (0.008)	-2.9903*** (0.008)	0.0669 (0.859)	-3.0317*** (0.007)
N	16069	16069	1580	14489	16069	16069	1580	14489
R-squared	0.5310	0.5310	0.2054	0.5970	0.5310	0.5310	0.2043	0.5970
Model F(p)	111.73***	109.29***	13.84***	100.37***	118.80***	116.87***	14.88***	102.29***

a. C_Score=穩健性; Distress = 虛擬變數, 發生財務危機公司為 1, 否則為 0; Before Distress=特別處理危機發生前為 1, 否則為 0; CG=公司治理綜合指標; Age = 公司 IPO 後年數; Volatility = 股票報酬波動性; Cycle = 投資循環; BigN = 是否由前四大國際事務所查核, 若是則為 1, 否則為 0。 b. 資料期間自 1998-2011。 c. ***表示達 1%之顯著水準; **表示達 5%之顯著水準; *表示達 10%顯著水準。 d. 所有觀察值均經前後 1% winsorized 處理。 e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。 f. 因年度變數與產業變數僅為固定效果, 非主要測試變數, 故予以省略。 g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

表 14 額外分析—特別處理危機前後對於會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 *abcdefg*

自變數	模型		依 <i>Distress</i> 分群		模型		依 <i>Distress</i> 分群	
	(3)	(4)	危機前	危機後	(3)	(4)	危機前	危機後
<i>Constant</i>	1.8712 (0.153)	0.5666 (0.693)	5.2814** (0.034)	1.4905 (0.142)	-0.502 (0.721)	0.2229 (0.899)	0.9187 (0.736)	0.1847 (0.915)
<i>Before_Distress</i>	-0.0087 (0.983)	2.6502* (0.077)			0.0237 (0.955)	-1.3026 (0.414)		
<i>Board_CG</i>	-0.3032 (0.506)	0.2729 (0.597)	-0.9655 (0.136)	0.3485 (0.523)				
<i>Before_Distress</i> × <i>Board_CG</i>		-1.2032* (0.098)						
<i>Own_CG</i>					0.4496 (0.147)	0.2886 (0.233)	0.5843 (0.213)	0.3583 (0.113)
<i>Before_Distress</i> × <i>Own_CG</i>						0.2993 (0.409)		
<i>Age</i>	0.0789 (0.471)	0.0807 (0.461)	0.1624 (0.266)	-0.0069 (0.949)	0.0783 (0.503)	0.0773 (0.511)	0.1676 (0.286)	-0.0158 (0.891)
<i>Volatility</i>	-0.5829** (0.022)	-0.5855** (0.021)	-0.8575* (0.068)	-0.4127** (0.04)	-0.5811** (0.023)	-0.5851** (0.022)	-0.88* (0.063)	-0.396* (0.051)
<i>Cycle</i>	8.6466 (0.307)	8.7752 (0.3)	12.3277 (0.237)	8.9903 (0.353)	9.9962 (0.256)	9.9022 (0.258)	16.2836 (0.153)	8.9707 (0.361)
<i>BigN</i>	-1.9856 (0.386)	-1.9919 (0.385)	-3.4161 (0.387)	-0.1202 (0.828)	-1.8915 (0.418)	-1.8827 (0.421)	-3.3145 (0.41)	0.0969 (0.851)
N	2316	2316	1158	1158	2316	2316	1158	1158
R-squared	0.2332	0.2341	0.2344	0.2460	0.2343	0.2345	0.2349	0.2465
Model F(p)	10.47***	10.51***	4.71***	24.93***	9.74***	9.76***	3.78***	20.28***

a. *C_Score*=穩健性; *Distress*=虛擬變數, 發生財務危機公司為 1, 否則為 0; *Before_Distress*=特別處理危機發生前為 1, 否則為 0; *CG*=公司治理綜合指標; *Age*=公司 IPO 後年數; *Volatility*=股票報酬波動性; *Cycle*=投資循環; *BigN*=是否由前四大國際事務所查核, 若是則為 1, 否則為 0。 b. 資料期間自 1997-2011。 c. ***表示達 1%之顯著水準; **表示達 5%之顯著水準; *表示達 10%顯著水準。 d. 所有觀察值均經前後 1% winsorized 處理。 e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。 f. 因年度變數與產業變數僅為固定效果, 非主要測試變數, 故予以省略。 g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

2010; Watts & Zuo, 2011)，本研究主要探討中國特別處理規定下之危機企業，因此研究發現亦有所不同。究其原因可與假說一之論點相連，中國上市企業為避免連續虧損以致被列入特別處理之標示，於一開始發生財務困難²²時，會有外部資金需求之壓力 (Ball et al., 2008; Zhang, 2008; Kim et al., 2013; Li, 2013)，且簽證會計師亦會對有危機警訊之公司，展現較為保守之簽證態度 (Kennedy & Shaw, 1991; Chen et al., 2009)，因此被列入特別處理之前，可能會促使企業提供較為穩健之報表。此亦可能出於「洗大澡」之動機，一次性認列損失 (官月緞, 2006)，不但可使會計穩健性提升，亦可使後續期間轉虧為盈，避免被列入特別處理。

模型(3)之結果顯示，整體而言，董事會結構指標與穩健性會計未具顯著性 (估計係數為-0.3032)；然而，模型(4)之結果顯示，危機發生前相較於發生後，董事會結構指標與穩健性會計呈負向且具顯著差異性 (估計係數為-1.2032，達 10%顯著水準)，顯示危機發生前相較於發生後，董事會結構指標與穩健性間更具替代關係，當董事會結構治理機制愈差，於危機發生前，更需要提供穩健報表，以尋求外部資金之援助。再者，所有權結構指標 (*Own_CG*) 方面，整體而言，所有權結構指標亦與穩健性會計呈正向但不具顯著性。進一步測試，發現危機發生前相較於發生後，所有權結構指標與穩健性會計間未具顯著差異性 (估計係數為 0.2993)，然危機發生後，所有權結構指標與穩健性會計之正向關係似乎較為明顯 (估計係數為 0.3583，接近 10%顯著水準)。

由上述可看出，針對特別處理危機企業，從危機發生時點來看，董事會結構指標與會計穩健性之關係具有顯著之差異變化；而所有權結構指標似乎僅於危機發生後，對會計穩健性有正向影響。

(二) 納入董監高管之年齡、國籍與任期等多元化指標

本研究進一步將董監高管之平均年齡、國籍別總數與平均任期期間納入公司治理綜合指標 (*CG_edu*)²³，以提高董事會結構之多元性。由於此些資

²² 表 4 中顯示超過八成以上樣本公司被列為特別處理之原因，與公司財務狀況不佳有關，如：連續虧損兩年(42.96%)、連續兩年虧損後轉盈待觀察(32.56%)、以及重編連續虧損兩年(3.13%)等。

²³ 感謝審查委員所提供之建議。

表 15 額外分析—特別處理危機對於會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 ^{abcdefg}

自變數	模型		依 Distress 分群		模型	模型	依 Distress 分群	
	(1)	(2)	危機	正常	(3)	(4)	危機前	危機後
Constant	3.6643 (0.323)	2.3224 (0.51)	-13.2936* (0.061)	4.8181 (0.219)	0.3565 (0.972)	2.778 (0.783)	-22.3678 (0.177)	-5.8608 (0.193)
Distress	5.8025*** (0.003)	17.9751*** (0.006)						
Before_Distress	-0.1043 (0.618)	0.041 (0.849)	0.4695 (0.189)	-0.0887 (0.692)	-0.2143 (0.88)	-8.1414 (0.4)	1.8606 (0.251)	0.8412** (0.037)
CG_edu								
Distress × CG_edu		-1.4549** (0.025)						
Before_Distress × CG_edu								
Age	-0.0639 (0.187)	-0.0577 (0.227)	0.0614 (0.731)	-0.0068 (0.849)	0.2584 (0.378)	0.2523 (0.397)	0.8169 (0.113)	-0.0741 (0.726)
Volatility	-1.6668** (0.048)	-1.6409** (0.05)	-1.2071 (0.218)	-2.0518** (0.04)	-0.6791 (0.196)	-0.6774 (0.197)	-0.497 (0.754)	-0.5007 (0.115)
Cycle	-39.7515 (0.133)	-39.8839 (0.133)	12.4385 (0.602)	-37.2265 (0.181)	42.0995 (0.15)	41.9583 (0.151)	71.2364 (0.227)	29.3661 (0.259)
BigN	-4.273* (0.066)	-4.2672* (0.066)	-0.3576 (0.712)	-4.5945** (0.048)	-16.5776 (0.264)	-16.6801 (0.263)	-31.9163 (0.236)	-1.4534 (0.156)
N	4836	4836	493	4343	630	630	198	432
R-squared	0.5156	0.5161	0.2281	0.5745	0.2849	0.2856	0.3921	0.2671
Model F(p)	44.42***	46.18***	19.18***	37.75***	-	-	-	-

a. C_Score=穩健性；Distress=虛警變數，發生財務危機公司為 1，否則為 0；Before Distress=特別處理危機發生前為 1，否則為 0；CG_edu=公司治理綜合指標，含有董監事多元化指標；Age=公司 IPO 後年數；Volatility=股票報酬波動性；Cycle=投資循環；BigN=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。b. 資料期間自 1997-2011。c. ***表示達 1%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；*表示達 10%顯著水準。d. 所有觀察值均經前後 1% winsorized 處理。e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。f. 因年度變數與產業變數為固定效果，非主要測試變數，故予以省略。g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。h. 此組樣本皆非前四大國際事務所之客戶。

資料來源：本研究整理

料於蒐集上較為困難，因此資料筆數較少，最終筆數為 4,836 筆觀察值。表 15 之模型(1)結果顯示，由企業經營狀態來看，納入董事多元化之公司治理指標 (CG_edu) 與會計穩健性呈負向關係但不具顯著性。模型(2)之結果顯示，特別處理危機企業，相較於正常營運企業，含董事多元化之公司治理指標與會計穩健性之關係更具負向顯著（交乘項之估計係數為-1.4549，達 5% 顯著水準），顯示含董事多元化之公司治理指標會影響不同企業經營狀態之會計穩健性政策。

由企業發生危機時點來看，納入董事多元化指標後，模型(3)結果顯示，公司治理綜合指標與會計穩健性間呈正向關係（估計係數為 1.0385，接近 10% 顯著水準）。進一步將樣本區分為危機發生前與發生後，發現於危機發生前，公司治理綜合指標 (CG_edu) 與穩健性間呈正向但不具顯著性，而在危機發生後，公司治理綜合指標 (CG_edu) 與穩健性間呈正向且具顯著性（估計係數為 0.8412，達 5% 顯著水準），顯示企業於危機發生後，含董事多元化之公司治理綜合指標 (CG_edu) 獲得明顯改善時，公司透過提供更穩健之財務報表，以吸引外部資金供給者之青睞。

（三）以列入特別處理之前一年度作為危機發生前之時點

因考量過去相關研究，本文於先前分析時，主要以企業於列入特別處理之前第二年度作為危機發生前之測試變數，如官月緞 (2006) 發現企業於列入特別處理之前一年度，可能有進行「洗大澡」之動作。為考量此因素對本研究議題之影響程度，在此，本研究亦額外以企業列入特別處理之前一年度作為危機發生前之檢測變數 ($Before_Distress_1$)。由表 16 之數據結果發現，企業於列入特別處理之前一年度，相對於後一年度，會計穩健性較高但不具顯著性。整體而言，公司治理指標與會計穩健性間呈正向關係但不具顯著性。再者，進一步區分樣本後，發現企業於列入特別處理之前一年度，公司治理指標與會計穩健性間呈正向但不具顯著性；而企業於列為特別處理之後一年度，其公司治理與會計穩健性間呈正向顯著關係（估計係數為 0.3375，達 10% 顯著水準）。此結果與前述迴歸分析之發現雷同，顯示假說二之研究結果並未受到企業可能於虧損年度從事「洗大澡」意圖而有重大差異之影響。

表 16 額外分析—特別處理危機前後會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 *abcdefg*

自變數	模型		模型 (4)	依 Before_Distress 分群	
	(3)	(4)		危機前	危機後
<i>Constant</i>	5.4926 (0.257)	3.4606 (0.491)	3.3278 (0.498)	3.686 (0.52)	3.2011 (0.519)
<i>Before_Distress_1</i>	0.0475 (0.907)	0.0637 (0.878)	0.3085 (0.809)		
<i>CG</i>		0.2776 (0.274)	0.2968 (0.127)	0.2481 (0.488)	0.3375* (0.066)
<i>Before_Distress_1×CG</i>		-0.0368	-0.0321**		
<i>Age</i>	0.1028 (0.332)	0.1042 (0.322)	0.1043 (0.323)	0.1791 (0.272)	0.0351 (0.671)
<i>Volatility</i>	-0.033** (0.03)	-0.0321** (0.036)	-0.0321** (0.036)	-0.0582** (0.032)	-0.0187 (0.105)
<i>Cycle</i>	0.0466 (0.679)	0.0568 (0.641)	0.0571 (0.638)	8.7496 (0.113)	0.066 (0.507)
<i>BigN</i>	-2.0435 (0.351)	-1.9773 (0.372)	-1.9783 (0.372)	-3.8345 (0.342)	0.0868 (0.843)
N	2402	2402	2402	1201	1201
R-squared	0.2452	0.2458	0.2458	0.2434	0.2605
Model F(p)	13.38***	13.79***	14.24***	12.86***	13.13***

a. *C_Score*=穩健性；*Before Distress_1*=財務危機發生前一年度為1，發生後一年度則為0；*CG*=公司治理綜合指標；*Age*=公司IPO後年數；*Volatility*=股票報酬波動性；*Cycle*=投資循環；*BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為1，否則為0。b. 資料期間自1997-2011。c. ***表示達1%之顯著水準；**表示達5%之顯著水準；*表示達10%顯著水準。d. 所有觀察值均經前後1% winsorized 處理。e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。f. 因年度變數與產業變數僅為固定效果，非主要測試變數，故予以省略。g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

(四) 納入獨立董監事之綜合指標

中國大陸證監會規定於 2003 年 6 月 30 日前至少應設置三分之一的獨立董事，其中至少有一人為會計專業人士，冀望提升上市公司之資訊品質。當獨立董事加入後，若能發揮其有效之監督力，可望能提升公司之財務報表穩健性。因此，本研究進一步將獨立董監事席次比例(*IndB*)納入公司治理綜合指標，檢視其與穩健性之關係。在此，獨立董監事席次比例(*IndB*)之衡量方式為獨立董監事席次佔董事會(含監事)總席次之比例。

由表 17 之研究結果顯示，由企業經營狀態來看，納入獨立董監事後之公司治理綜合指標(*CG_IndB*)，其與穩健性會計間呈正向但不具顯著性(估計係數為 0.1257)。進一步區分樣本後，發現當公司處於特別處理危機狀態時，其公司治理綜合指標與穩健性間呈正向關係(估計係數為 0.2803，接近 10%顯著水準)。另外，若單獨以獨立董監事席次比例(*IndB*)，探討其與穩健性之關係變化，其結果發現公司治理綜合指標與穩健性之相關性，可能會受到公司發生特別處理危機與否之影響(交乘項之估計係數為 9.6953，接近 10%顯著水準)，顯示獨立董監事之設置在不同企業經營狀態下可能有所影響，但仍有待強化其功能。

另一方面，表 18 之研究結果顯示，由企業發生危機時點來看，納入獨立董監事指標後，公司治理綜合指標與會計穩健性間呈正向但不具顯著性。區分樣本下，發現企業於危機發生後，其公司治理指標與會計穩健性間具正向顯著關係(估計係數為 0.5049，達 10%顯著水準)。再者，當僅觀察獨立董監事指標之影響，整體而言其與會計穩健性間亦呈正向但不具顯著性(估計係數為 11.2276，未達顯著水準)；而企業於危機發生後，獨立董監事與會計穩健性間之相關性為正向(估計係數為 16.5158，接近 15%顯著水準)。此結果顯示獨立董監事之職能於企業危機發生後較能有所發揮，然仍有待其改善之空間。

表 17 額外分析—特別處理危機與否對於會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 *abcdegh*

自變數	模型		依 <i>Distress</i> 分群		模型		依 <i>Distress</i> 分群	
	(1)	(2)	危機	正常	(1)	(2)	危機	正常
<i>Constant</i>	5.42* (0.061)	5.3913* (0.067)	3.0057 (0.44)	4.6683 (0.112)	5.5963** (0.042)	5.8163** (0.037)	5.3783 (0.132)	5.5721* (0.052)
<i>Distress</i>	3.5187*** (0.002)	3.7837 (0.136)			3.508*** (0.002)	1.1593 (0.398)		
<i>CG_IndB</i>	0.1257 (0.318)	0.1292 (0.296)	0.2803 (0.114)	0.1112 (0.322)				
<i>Distress</i> × <i>CG_IndB</i>		-0.0363 (0.92)						
<i>IndB</i>					3.0247 (0.269)	1.8802 (0.443)	-0.861 (0.828)	0.312 (0.894)
<i>Distress</i> × <i>IndB</i>						9.6953 (0.144)		
<i>Age</i>	-0.0283 (0.29)	-0.028 (0.303)	0.0706 (0.388)	-0.0092 (0.697)	-0.0321 (0.233)	-0.0334 (0.221)	0.0692 (0.396)	-0.0143 (0.56)
<i>Volatility</i>	-1.3617** (0.015)	-1.3626** (0.014)	-0.763 (0.163)	-1.3479** (0.017)	-1.3559** (0.014)	-1.3511** (0.015)	-0.7707 (0.157)	-1.3492** (0.016)
<i>Cycle</i>	-22.822 (0.13)	-22.8167 (0.13)	0.6817 (0.933)	-22.2088 (0.101)	-23.1112 (0.13)	-23.1679 (0.13)	-0.5289 (0.947)	-22.4975* (0.1)
<i>BigN</i>	-3.6176*** (0.009)	-3.6181*** (0.009)	0.2733 (0.699)	-3.7036*** (0.007)	-3.6487*** (0.009)	-3.6356*** (0.009)	0.2924 (0.674)	-3.7047*** (0.007)
<i>N</i>	12080	12080	1300	10780	12080	12080	1300	10780
<i>R-squared</i>	0.5295	0.5295	0.2109	0.5952	0.5295	0.5295	0.2099	0.5952
<i>Model F(p)</i>	98.74***	95.96***	11.23***	76.00***	90.84***	90.18***	12.22***	71.03***

a. *C_Score*=穩健性；*Distress*=虛擬變數，發生財務危機公司為 1，否則為 0；*CG_IndB*=公司治理綜合指標，含有獨立董事席次比例指標；*IndB*=獨立董事席次比例指標；*Age*=公司 IPO 後年數；*Volatility*=股票報酬波動性；*Cycle*=投資循環；*BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。b. 資料期間自 1998-2011。c. ***表示達 1%之顯著水準；**表示達 5%之顯著水準；*表示達 10%顯著水準。d. 所有觀察值均經前後 1% winsorized 處理。e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。f. 因年度變數與產業變數僅為固定效果，非主要測試變數，故予以省略。g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

表 18 額外分析—特別處理危機前後對於會計穩健性與公司治理相互關係之迴歸分析結果 *abcdefg*

自變數	模型		依 Distress 分群		模型		依 Distress 分群	
	(3)	(4)	危機前	危機後	(3)	(4)	危機前	危機後
<i>Constant</i>	-1.018 (0.609)	-1.2905 (0.528)	-22.8131*** (0.001)	-1.4619 (0.457)	-1.4102 (0.52)	-3.1145 (0.251)	-21.8052*** (0.001)	-2.4182 (0.39)
<i>Before_Distress</i>	0.0629 (0.898)	0.655 (0.812)			0.05 (0.918)	3.5088 (0.167)		
<i>CG_IndB</i>	0.3875 (0.326)	0.4252 (0.16)	0.3512 (0.566)	0.5049* (0.076)				
<i>Before_Distress</i> × <i>CG_IndB</i>		-0.0829 (0.839)						
<i>IndB</i>					11.2276 (0.279)	17.9196 (0.114)	5.1614 (0.679)	16.5158 (0.16)
<i>Before_Distress</i> × <i>IndB</i>								
<i>Age</i>	0.0914 (0.489)	0.0918 (0.492)	0.2113 (0.252)	-0.01 (0.934)	0.0859 (0.525)	0.0842 (0.531)	0.2125 (0.246)	-0.0246 (0.846)
<i>Volatility</i>	-0.6675*** (0.023)	-0.667*** (0.023)	-1.0767* (0.076)	-0.4295** (0.046)	-0.6725** (0.022)	-0.675** (0.022)	-1.0696* (0.078)	-0.4441** (0.038)
<i>Cycle</i>	14.138 (0.195)	14.1925 (0.191)	31.4748* (0.093)	10.4414 (0.345)	13.3613 (0.217)	13.1696 (0.22)	30.5951* (0.1)	8.7916 (0.426)
<i>BigN</i>	-3.5892 (0.388)	-3.5954 (0.389)	-5.9849 (0.414)	0.2037 (0.788)	-3.7497 (0.367)	-3.7118 (0.368)	-6.0749 (0.403)	0.0128 (0.987)
N	1748	1748	731	1017	1748	1748	731	1017
R-squared	0.2358	0.2358	0.2442	0.2477	0.2360	0.2365	0.2437	0.2486
Model F(p)	15.76***	16.72***	3.34***	27.75***	12.20***	11.71***	4.13***	16.38***

a. *C_Score*=穩健性；*Before_Distress*=特別處理危機發生前為 1，否則為 0；*CG_IndB*=公司治理綜合指標，含有獨立董監事席次比例指標；*IndB*=獨立董監事席次比例指標；*Age*=公司 IPO 後年數；*Volatility*=股票報酬波動性；*Cycle*=投資循環；*BigN*=是否由前四大國際事務所查核，若是則為 1，否則為 0。b. 資料期間自 1997-2011。c. ***表示達 1%之顯著水準；**表達 5%之顯著水準；*表達 10%顯著水準。d. 所有觀察值均經前後 1% winsorized 處理。e. 標準誤透過 Clustered Robust 減輕異質變異數之問題。f. 因年度變數與產業變數僅為固定效果，非主要測試變數，故予以省略。g. 括弧中之數值為 two-tailed p-value。

資料來源：本研究整理

伍、結論

中國大陸資本市場之興起，引發全世界投資之高度興趣，但其資本市場法規及監管制度之不健全，造成資本市場上地雷股頻頻爆發、財務報表造假，虛構利潤之情事不斷傳出，造成投資大眾之巨額損失。因此，中國大陸開始其改革之決心，於 1998 年頒佈《關於上市公司狀況異常的股票特別處理方式的通知》，冀望能藉由特別處理規定之提示，提醒投資人於投資前注意公司所存之潛在風險。監管機關亦於 2002 年開始積極推動公司治理，加強監管工作，期望降低證券市場上不斷傳出之危機事件。

是故，本研究以中國大陸 A 股上市公司曾發生特別處理危機者作為研究對象，探討公司治理與穩健性之關係。本研究首先檢測特別處理危機發生與否對穩健性之影響，再檢測特別處理危機發生相對於正常營運，其穩健性與公司治理機制間關係之差異性。首先，從企業經營狀態之結果顯示，整體而言，發生特別處理危機相對於正常經營狀態，會計穩健性水準呈現較高之趨勢。此結果可與 Chen et al. (2010) 之研究發現相對應，中國上市企業的會計穩健性可能與銀行融資條件有關。然此結果亦可能無法排除企業係進行「洗大澡」之可能性。進一步研究發現，企業處於特別處理危機狀態時，公司治理綜合指標與穩健性之間近似互補關係，亦即公司被列為特別處理狀態下，唯有公司治理機制佳，管理者較有意願提供穩健之報表，此結果與 Lara et al. (2009) 之發現較為接近，呈現互補關係，支持供給面觀點 (Wang, 2006)。

再者，本研究針對特別處理企業，從企業經營時點，探討危機發生前後，穩健性之變化，研究發現特別處理危機發生前後，盈餘穩健性未有差異性變化。進一步地，本研究探討危機發生前後，其公司治理機制與穩健性之關係，發現公司治理機制與穩健性之關係，會隨著危機發生前後而有差異性的變化，僅危機發生後，穩健性與公司治理機制間呈正向具顯著性，呈現互補關係。過去研究主要探討亞洲或全球金融危機 (Kousenidis et al., 2009; Vichitsarawong et al., 2010; Watts & Zuo, 2011)，本研究乃針對中國特別處理制度下之企業，在中國特有的規定下，當中國企業因面臨連續虧損被打入特別處理之標示，會有強烈尋求外部資金之需求，然唯有公司治理機制佳之企業，願提供較具穩健性之報表，顯示公司治理機制不同，企業所因應之行為會有所不同。

本研究額外將公司治理綜合指標 (CG) 區分為董事會結構指標 (Board_CG) 與所有權結構指標 (Own_CG) 兩大類，研究發現不同的經營狀態下，亦即面臨危機或正常營運時，董事會結構與所有權結構對於報表穩健性之影響效果不同。當企業處於正常狀態時，董事會結構指標與穩健性間呈替代關係，支持需求面觀點；而所有權結構指標與穩健性間呈互補關係，支持供給面觀點。另一方面，董事會結構與所有權結構指標，於危機發生前後對會計穩健性之影響亦有所不同，尤其是危機發生後相較於發生前，董事會結構治理指標與會計穩健性呈明顯之替代關係；而危機發生後，所有權結構治理機制似乎對於會計穩健性較具有正向影響。

因 2003 年中國開始設置獨立董監事之規定，本研究亦額外納入獨立董監事席次比例 (IndB) 於公司治理綜合指標，研究發現中國獨立董監事之設置，其監督功能仍有待加強。另外，本研究額外納入董事會多元化指標，如年齡、國籍及任期，結果發現不論在企業經營狀態或時點，亦具有差異性之影響。再者，本研究將危機發生前之定義調整為列入特別處理之前一年度，結果仍具穩健性(robust)。

本研究意涵首先有，公司經營狀態會影響管理者提供穩健性盈餘之行為，當企業處於危機爆發時，管理者會提供較為穩健之會計，以獲取較有利之融資條款。再者，危機爆發後，企業之公司治理機制對報表穩健性具有影響性。此些背後的動因值得進一步思索，並且建議投資人與監管機關應多注意企業危機爆發前後，不同公司治理機制對報表穩健性之變化徵兆，以預防因報表資訊不實，誤導資本市場資源配置，造成不當損失。企業經營狀態（正常營運或面臨危機）與危機發生時點會影響公司治理機制對會計穩健性之功能，此結果可提供產官學界瞭解不同類別之公司治理機制（董事會或所有權結構），在監督不同經營狀態下之企業，其管理者所提供之報表穩健性，有不同之發揮效用。此研究亦可提供監管機關瞭解在中國法令政策下，企業對於揭露報表穩健性之因應，以作為法令制訂之參考。

本研究限制為中國公司治理之其他董事會多元性資料，如董監事之性別等並未包含入本研究之公司治理指標；此外，其他相關功能別委員會亦未全面列入本研究之公司治理指標中。再者，本研究主要針對盈餘品質之其中一項指標，亦即會計穩健性作探討，未來可多瞭解其他面向之盈餘品質。此些可作為未來相關議題之研究方向。

參考文獻

- 王會娟、王生年，2008，「股權性質影響會計穩健性的實證研究」，財會月刊：理論版（湖北），12期：17~19。(Li, N. and Li, S. K., 2008, "The Empirical Study on the Influence of Ownership Properties on Accounting Conservatism," **Finance and Accounting Monthly**, No. 12, 17-19.)
- 朱茶芬、李志文，2008，「國家控股對會計穩健性的影響研究」，會計研究（北京），5期：38~45。(Zhu, C. F. and Li, Z. W., 2008, "State Ownership and Accounting Conservatism," **Accounting Research**, No. 5, 38-45.)
- 李娜、李世剛，2008，「續虧公司盈餘管理與會計穩健性之間的關係研究」，財會月刊，9期：86~87。(Li, N. and Li, S. K., 2008, "Relations between Earnings Management and Accounting Conservatism of Losses Companies," **Finance and Accounting Monthly**, No. 9, 86-87.)
- 李增泉、盧文彬，2003，「會計盈餘的穩健性：發現與啟示」，會計研究（北京），2期：19~27。(Li, T. C. and Lu, W. P., 2003, "Conservatism of Accounting Earnings," **Accounting Research**, No. 2, 19-27.)
- 官月緞，2006，「中國大陸下市緩衝機制與盈餘管理」，中國大陸研究，49卷3期：93~118。(Guan, Y. D., 2006, "Chinese Delisting Buffer Mechanism and Earnings Management," **Mainland China Studies**, Vol. 49, No. 3, 93-118.)
- 官月緞、陳麗雯，2007，「中國財務報導穩健性實證分析」，會計與公司治理，4卷2期：81~104。(Guan, Y. D. and Chen, L. W., 2007, "An Empirical Analysis of Chinese Financial Reporting Conservatism," **Journal of Accounting and Corporate Governance**, Vol. 4, No. 2, 81-104.)
- 官月緞、簡松源、徐永楨，2008，「會計弊案與財務報導保守性—安隆/博達觀察」，當代會計，9卷1期：69~104。(Guan, Y. D., Chien, S. Y., and Hsu, Y. P., 2008, "Accounting Frauds and Financial Reporting Conservatism-Observations from Enron/Procomp," **Journal of Contemporary Accounting**, Vol. 9, No. 1, 69-104.)
- 郭兆，2009，「上市公司財務危機預警—Logistic 模型實證分析」，金融經濟(理論版)（湖南），6期：112~114。(Guo, J., 2009, "Financial Distress Prediction of Listed Companies - Empirical Analysis of the Logistic Model," **Finance & Economy**, No. 6, 112-114.)
- 陳旭東、黃登仕，2007，「公司治理與會計穩健性—基於上市公司的實證研究」，證券市場導報（廣東），3期：10~17。(Chen, X. D. and Huang, D. S., 2007, "Corporate Governance and Accounting Conservatism," **Securities Market Herald**, No. 3, 10-17.)
- 陳俊佑，2007，「中國大陸上市公司財務危機事件之探討」，貨幣觀測與信用評等，64期：51~64。(Chen, J. Y., 2007, "Discuss of Financial Distress on China's Listed Companies," **Money Watching & Credit Rating**, Vol. 64, 51-64.)

- 陳惠玲，2007，「中國上市公司財務危機事件再定義」，貨幣觀測與信用評等，65期：79~85。(Chen, H. L., 2007, "Re-definition of Financial Distress on China's Listed Companies," **Money Watching & Credit Rating**, No. 65, 79-85.)
- 陳靜，1999，「上市公司財務惡化預測的實證分析」，會計研究(北京)，4期：31~38。(Chen, C., 1999, "The Empirical Study on the Financial Distress Prediction of Listed Companies," **Accounting Research**, No. 4, 31-38.)
- 陸建橋，1999，「中國虧損上市公司盈餘管理實證研究」，會計研究(北京)，9期：25~35。(Lu, C. C., 1999, "The Empirical Study on the Earnings Management of China Financially Distressed Listed Companies," **Accounting Research**, No. 9, 25-35.)
- 趙瑩、韓立岩、胡偉潔，2007，「治理機制、特殊治理水平與財務報告的穩健性」，會計研究(北京)，11期：24~31。(Zhao, Y., Han, L. Y., and Hu, W. J., 2007, "Accounting Conservatism and the Idiosyncratic Governance," **Accounting Research**, No. 11, 24-31.)
- 蔡澍萱，2008，兩岸公司治理與財務危機關聯性之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。(Tsai, C. H., 2008, **Corporate Governance and Financial Distress across the Taiwan Strait**, Master Thesis, National Chengchi University.)
- 韓立岩、李慧，2009，「CEO 權力與財務危機-中國上市公司之經驗證據」，金融研究(北京)，343期：179~193。(Han, L. Y. and Li, H., 2009, "CEO Power and Financial Crisis- An Evidence of Chinese Listed Companies," **Journal of Financial Research**, No. 343, 179-193.)
- Adams, R. B., 2003, "What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data." Working Paper, University of Queensland.
- Ahmed, A. S. and Duellman, S., 2007, "Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Corporate Governance," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 2, No. 43, 411-437.
- Ahmed, A. S. and Duellman, S., 2011, "Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions," **Accounting and Finance**, Vol. 51, No. 3, 609-633.
- Altman, E. I., 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," **Journal of Finance**, Vol. 23, No. 4, 589-609.
- Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., and Zhang, J., 2004, "Corporate Governance and Market Valuation in China," **Journal of Comparative Economics**, Vol. 32, No. 4, 599-616.
- Ball, R. and Shivakumar, L., 2005, "Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 1, 83-128.
- Ball, R., Robin, A., and Sadka, G., 2008, "Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism,"

- Review of Accounting Studies**, Vol. 13, No. 2-3, 168-205.
- Basu, S., 1997, "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 24, No. 1, 3-37.
- Beasley, M. S., 1996, "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, 443-465.
- Beaver, W. H., 1966, "Financial Ratios as Predictors of Failure," **Journal of Accounting Research**, Vol. 4, No. 3, 71-111.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., and Smith, A., 2004, "Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 37, No. 2, 167-201.
- Campbell, J. Y. and Hentschel, L., 1992, "No News Is Good News: An Asymmetric Model of Changing Volatility in Stock Returns," **Journal of Financial Economics**, Vol. 31, No. 3, 281-318.
- Chen, C. L., Yen, G., and Chang, F. H., 2009, "Strategic Auditor Switch and financial distress Prediction – Empirical Findings from the TSE-Listed Firms," **Applied Financial Economics**, Vol. 19, No. 1-3, 59-72.
- Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., and Rui, O. M., 2006, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 12, No. 3, 424-448.
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G. J., and Wang, Y., 2010, "Association Between Borrower and Lender State Ownership and Accounting Conservatism," **Journal of Accounting Research**, Vol. 48, No. 5, 973-1014.
- Chi, W. C., Liu, C. W., and Wang, T. C., 2009, "What Affects Accounting Conservatism: A Corporate Governance Perspective," **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, Vol. 5, No. 1, 47-59.
- Chin, C. L. and Chi, H. Y., 2009, "Reducing Restatements with Increased Industry Expertise," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 26, No. 3, 729-765.
- Cram, D., Karan, V., and Stuart, I., 2009, "Three Threats to Validity of Choice-Based and Matched-Sample Studies in Accounting Research," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 26, No. 2, 477-516.
- Cram, D., Stuart, I., and Karan, V., 2007, "Review of Choice Based and Matched-Sample Studies in Auditing Research." Working Paper, California State University.
- Dechow, P., Ge, W., and Schrand, C., 2010, "Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 50, December, 344-401.
- Dechow, P., Sloan, R., and Sweeney, A., 1996, "Cause and Consequence of Earnings Manipulation: An Analysis of Firm Subject to Enforcement Actions by the SEC," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 13, No. 1, 1-36.

- Farber, D., 2005, "Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?" **The Accounting Review**, Vol. 80, No. 2, 539-561.
- Felo, A. J., Krishnamurthy, S., and Solieri, S. A., 2003, "Audit Committee Characteristics and the Perceived Quality of Financial Reporting: An Empirical Analysis." Working Paper, Pennsylvania State University, State University of New York at Binghamton and University of Scranton.
- Geiger, M., Lennox, C., and North, D., 2008, "The Hiring of Accounting and Finance Officers from Audit Firms: How did the Market React?" **Review of Accounting Studies**, Vol. 13, No. 1, 55-86.
- Gow, I. D., Ormazabal, G., and Taylor, D. J., 2010, "Correcting for Cross-Sectional and Time-Series Dependence in Accounting Research," **The Accounting Review**, Vol. 85, No. 2, 483-512.
- Grossman, S., 1981, "The Role of Warranties and Privates Disclosure about Product Quality," **Journal of Law and Economics**, Vol. 24, No. 3, 461-483.
- Healy, P., 1985, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, No. 1-3, 85-107.
- Hsu, A. W. H., O'hanlon, J., and Peasnell, K., 2011, "Financial Distress and the Earnings-Sensitivity-Difference Measure of Conservatism," **Abacus**, Vol. 47, No. 3, 284-314.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," **Journal of Financial and Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Karamanou, I. and Vafeas, N., 2005, "The Association Between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis," **Journal of Accounting Research**, Vol. 43, No. 3, 453-486.
- Kennedy, D. B. and Shaw, W. H., 1991, "Evaluating Financial Distress Resolution Using Prior Audit Opinions," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 8, No. 1, 97-114.
- Khan, M. and Watts, R. L., 2009, "Estimation and Empirical Properties of Firm-Year Measure of Accounting Conservatism," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 48, No. 2-3, 132-150.
- Kim, Y., Li, S., Pan, C., and Zuo, Luo, 2013, "The Role of Accounting Conservatism in the Equity Market: Evidence from Seasoned Equity Offerings," **The Accounting Review**, Vol. 88, No. 4, 1327-1356.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., and Negakis, C. I., 2009, "Value Relevance of Conservative and Non-Conservative Accounting Information," **International Journal of Accounting**, Vol. 44, No. 3, 219-238.
- Krishnan, G. V., 2007, "Did Earnings Conservatism Increase for Former Andersen Clients?" **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, Vol. 22, No. 2, 141-163.
- Krishnan, J., Raghunandan, K., and Yang, J. S., 2007, "Were Former Andersen Clients Treated More Leniently Than Other Clients? Evidence from Going-Concern

- Modified Audit Opinions,” **Accounting Horizons**, Vol. 21, No. 4, 423-435.
- LaFond, R. and Roychowdhury, S., 2008, “Managerial Ownership and Accounting Conservatism,” **Journal of Accounting Research**, Vol. 46, No. 1, 101-135.
- LaFond, R. and Watts, R., 2008, “The Information Role of Conservatism,” **The Accounting Review**, Vol. 83, No. 2, 447-478.
- Lara, J. M., Osma, B., and Penalva, F., 2009, “Accounting Conservatism and Corporate Governance,” **Review of Accounting Studies**, Vol. 14, No. 1, 161-201.
- Lee, G. and Masulis, R. W., 2009, “Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 92, No. 3, 443-469.
- Lee, T. S. and Yeh, Y. H., 2004, “Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan,” **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 12, No. 3, 378-388.
- Li, J., 2013, “Accounting Conservatism and Debt Contracts: Efficient Liquidation and Covenant Renegotiation,” **Contemporary Accounting Research**, Vol. 30, No. 3, 1082-1098.
- Lobo, G. L. and Zhou, J., 2006, “Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence,” **Accounting Horizons**, Vol. 20, No. 1, 57-74.
- Nikolaev, V. V., 2010, “Debt Covenants and Accounting Conservatism,” **Journal of Accounting Research**, Vol. 48, No. 1, 137-175.
- Spence, M., 1973, “Job Market Signaling,” **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 87, No. 3, 355-374.
- Stanley, J. D. and DeZoort, F. T., 2007, “Audit Firm Tenure and Financial Restatements: An Analysis of Industry Specialization and Fee Effects,” **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 26, No. 2, 131-159.
- Verrecchia, R. E., 1983, “Discretionary Disclosure,” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 5, No. 1, 179-194.
- Vichitsarawong, T., Eng, L. L., and Meek, G. K., 2010, “The Impact of the Asian Financial Crisis on Conservatism and Timeliness of Earnings: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Thailand,” **Journal of International Financial Management & Accounting**, Vol. 21, No. 1, 32-61.
- Wahab, E. A. A., Zain, M. M., and Marzuki, M. M., 2010, “After Enron: Empirical Examination on Earnings Conservatism in Malaysia,” **Malaysian Accounting Review**, Vol. 9, No. 1, 19-41.
- Wang, D. C., 2006, “Founding Family Ownership and Earnings Quality,” **Journal of Accounting Research**, Vol. 44, No. 3, 619-656.
- Watts, R. L. and Zuo, L., 2011, “Accounting Conservatism and Firm Value: Evidence from the Global Financial Crisis.” Working Paper, MIT Sloan School of Management.

- Watts, R. L., 2003, "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications," **Accounting Horizons**, Vol. 17, No. 3, 207-221.
- Zeng, A. and Hangzhou, P. R., 2011, "Financial Conservatism and Firms' Financing and Investment Behaviors during the Global Financial crisis. ", **2011 International Conference on Economics and Finance Research**, Singapore City, Singapore.
- Zhang, J., 2008, "The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 45, No. 1, 27-54.
- Zmijewski, M. E., 1984, "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models," **Journal of Accounting Research**, Vol. 22, Supplement, 59-86.

作者簡介

洪玉舜

國立台灣大學會計博士，目前為輔仁大學會計系副教授。主要研究領域為誘因機制、公司治理、會計師相關議題。學術論文曾發表於管理學報、證券市場發展季刊、會計評論等學術期刊。

E-mail: hung@mail.fju.edu.tw

黃煒婷

輔仁大學會計系碩士，目前任職於資誠聯合會計師事務所，擔任資深專員。

E-mail: capu205@yahoo.com.tw