

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

自 1997 年爆發亞洲金融風暴後，2001 年相繼爆發美國恩隆(Enron)、世界通訊(World Com)、全錄(Xerox)、默克藥廠(Merck)等弊案，這一連串的弊案，突顯出財務資訊不透明的嚴重性，造成全球投資人對與企業所揭露的資訊，不再深具信心。然而，不僅國外弊案頻傳，我國近年來也發生博達、訊碟、皇統等弊案，以及 2006 年力霸集團的掏空案，使得資訊充分揭露(full disclosure)重要性再度突顯出來，大眾要求企業真實反映經營狀況趨於增高，資訊透明度(information transparency) 逐漸受到大家所關注的議題。

有鑑於此，美國為了重建投資人對企業發布的財務資訊信心，2002 年 7 月通過沙賓/歐克斯里法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)，提升企業遵循證券法規所需揭露資訊的準確性與可靠性；此外，國際相關的評鑑機構：如標準普爾(Standard and Poor's, S&P)和里昂證券(Credit Lyonnais Securities Asia, CLSA)也持續發布對企業資訊揭露透明度評鑑之結果，藉此加強企業揭露資訊之意願。

然而，根據標準普爾(Standard and Poor's, S&P)所公布的調查結果顯示，台灣資訊透明度與亞太地區其他國家相比，並不理想；世界銀行與華爾街報導，東亞國家上市公司普遍有資訊透明度不高的問題(World Bank, 1999)。而里昂證券(Credit Lyonnais Securities Asia, CLSA)2007 年的亞洲公司治理評等報告中顯示，東亞 11 國中台灣企業之公司治理評分排名倒數第 2，顯示台灣企業在資訊揭露上仍須加強。

因此，我國制度上缺乏一套較完整衡量企業透明度的指標，使得外部投資人無法有效的衡量企業透明度，管理當局握有較多之私有資訊，於是內部使用者與外部使用者間便產生資訊不對稱(information asymmetry)問題，同時導致道德危機(moral hazard)與逆選擇(adverse selection)問題之產生。

基此，為了符合國情、法令且與國際接軌，我國於 2003 年 4 月由台灣證券交易所(證交所)及財團法人證券櫃檯買賣中心委請證券暨期貨市場發展基金會(證基會，2007)，規劃並執行「資訊揭露評鑑系統」，期望藉由公正、獨立的第三者系統對全體上市櫃公司資訊透明度做客觀的評估，提供給證券投資人做為投資的參考。證基會之資訊揭露評鑑系統評鑑的指標主要可分為以下 5 大類：(一)資訊揭露相關法規遵循情形；(二)資訊揭露時效性；(三)預測性財務預測之揭露；(四)年報之資訊揭露(包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)；(五)網站之資訊揭露。為避免評鑑過程中，因資料蒐集不完整導致評鑑結果誤差，受評公司若與評鑑系統之初步評鑑結果有不同意見，可於期限內以書面敘明理由並檢附相關文件向證基會反應，如此也可讓受評公司有機會參與評鑑工作。從第 1 屆至第 4 屆皆有 97%以上的上市櫃公司查詢初步評鑑結果，由此可見受評公司對其評鑑結果之重視。

然而，資訊透明化程度是使投資人參與證券市場的重要關鍵，根據美國資訊揭露準則研究委員會在 1969 年提交的報告中指出，投資人的投資決策最主要是依據對公司未來盈餘的預期，因此，財務預測資訊是投資人行使投資決策時最依賴資訊之一。

相較於歐美，我國股市投資人的組成結構，又以小額投資人為主，而小額投資人的弱勢在於取得有效的資訊，且一般投資人往往缺乏專業知識能力及分析能力。因此，投資人會藉由有即時性及未來性的財務預測，作為評價企業價值的指標之一。

然而，提供財務預測主要有兩方面，一個為管理當局，另一個為財務分析師；以管理當局角度來看，由於是公司內部使用者而具有內部資訊上的優勢，所發布的財務預測理論上可信度較高，但管理當局與投資大眾間有代理成本且管理當局可能為了降低資金成本來高估本身盈餘預測，此時投資人無法分辨管理當局所發布財務預測可信的程度。就財務分析師而言，雖然沒有管理當局的內部資訊上的優勢，但具備專業上的知識、分析能力、公司營運上的瞭解，其所做的財務預測也是投資大眾的參考依據。

我國的財務預測制度方面，過去皆實行強制性制度，投資大眾取得相當容易方便。直到 2005 年 1 月 1 日起正式廢除上市櫃公司之強制性財務預測制度的規定，改實施自願性公開財務預測制度。於是，管理當局與分析師的財務預測現今皆為自願性財務預測，不同以往，管理當局可選擇是否發布財務預測，使得強制性財務預測改為自願性財務預測制度實施後，管理當局有發布財務預測公司大量之減少，這是從實施自願性財務預測制度後，管理當局財務預測上一個重大的改變。

由於財務預測制度的改變，管理當局與分析師財務預測兩者同屬於自願性財務預測，凡預測必具有許多不確定性因素，使得預測上有所偏差或錯誤。過去之研究大多在探討管理當局與分析師間兩者準確度之研究，少有比較這兩者間盈餘預測差異之影響。同時，強制性財務預測實施已久，如今改為自願性財務預測制度，此環境上重大之改變，是否對管理當局預測產生影響，進而與分析師預測比較，故本研究欲探討管理當局與分析師兩者所作財務預測之差異。

然而，管理當局與分析師兩者間，先天上就存在著資訊不對稱之問題。因此，本研究欲引用資訊揭露評鑑系統的評鑑結果，來探討資訊透明度之高低，是否會對管理當局與分析師盈餘預測

上，兩者間差異有所影響？

第二節 研究目的

依據上述研究動機，財務預測對投資大眾作投資決策時是重要的參考資訊。過去研究大多在探討管理當局與分析師盈餘預測之準確度，以及影響準確度因素之研究，對於管理當局與分析師盈餘預測之差異少有研究，故本研究在探討管理當局與分析師盈餘預測兩者間之差異。而近年來爆發許多弊案，使得資訊透明度逐漸受得重視，我國自 2003 年由證基會統一對企業透明度做評鑑，此評鑑系統相較過去，較具客觀性，因而對於分析師而言，在作盈餘預測時具有參考價值。基此，當資訊透明度高低，是否對管理當局與分析師兩者間盈餘預測之差異有所影響。本研究希望以證基會之評鑑結果作為資訊透明度之代理變數，探討資訊透明度對管理當局與分析師盈餘預測間差異之影響。基此，設立如下具體之研究目的：

- 一、探討管理當局盈餘預測是否比分析師盈餘預測相對樂觀。
- 二、探討資訊透明度對管理當局與分析師盈餘預測之影響。

第三節 論文架構與研究流程

一、論文之研究架構說明如下：

本篇論文共分為 5 個章節：第一章主要在闡述研究背景、動機、目的以及本研究的主要架構，而第二章就相關主題做文獻探討，內容有公司治理與資訊透明度、管理當局盈餘預測、分析師盈餘預測。第三章研究方法，依據文獻探討發展

其研究理論與假說之建立，並說明模型之建立、變數定義與建立研究模型。第四章則進行實證結果與分析，根據樣本資料做統計分析，呈現研究結果，並加以說明。最後第五章為研究結論，並建議未來研究之方向，以及可能遭遇的研究限制。

二、論文之研究流程如下：

本研究之研究流程圖如圖 1-1 所示。首先確認研究主題，針對研究主題蒐集並彙整相關之文獻，並透過文獻之整理以建立研究假說，選用適當之研究方法，同時進一步對樣本進行選取及實證資料之蒐集，最後透過實證分析，討論研究結果與統計分析，得出結論並給予未來研究可改善之建議。



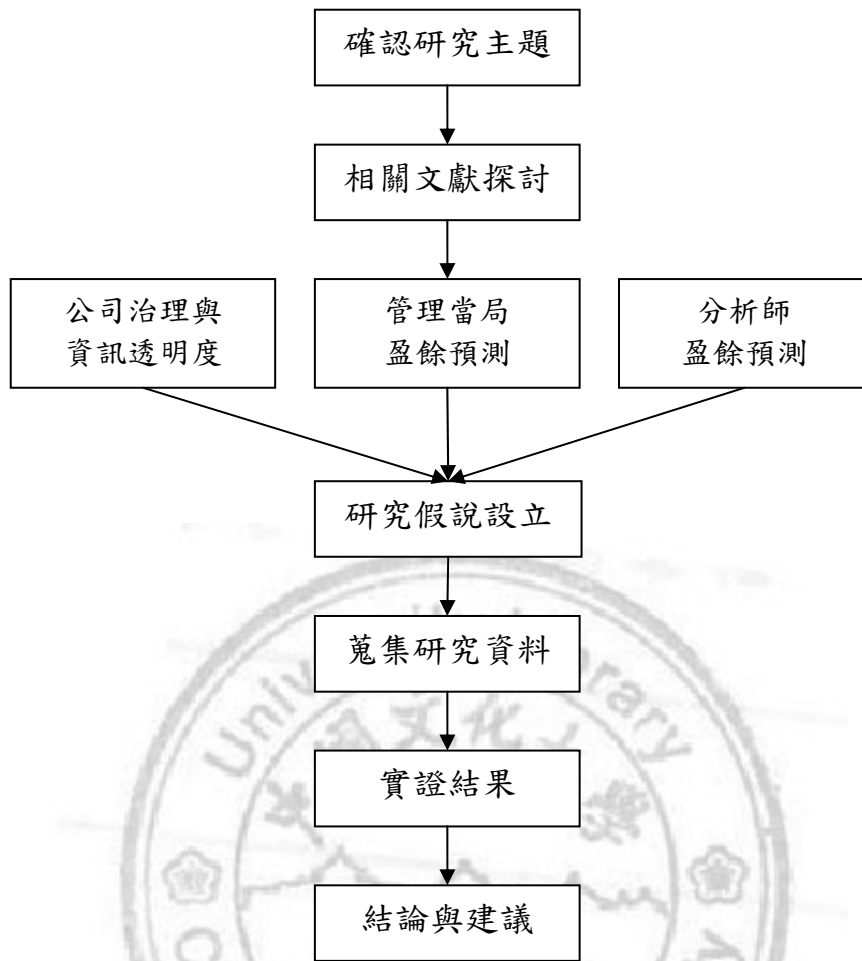


圖 1-1 研究流程圖

第二章 文獻探討

第一節 公司治理與資訊透明度

一、公司治理

公司治理早先由 Jensen and Meckling (1976) 提出代理理論 (agency theory)，認為企業為一個契約關係的綜合體，而在這契約關係中最主要的角色則為主理人與代理人，當管理者(主理人)如未能掌握公司所有的股權時，代理問題隨即而生，這便是所謂的傳統代理問題。在代理關係之下，公司是由管理者負責營運，由於管理者實際參與公司經營過程，因此管理者會擁有較多的資訊，然而公司股東並未參與營運，加上無法隨時監督管理者，造成兩者間資訊不對稱問題存在。

根據 Jensen and Meckling (1976) 之說法，認為代理成本是因代理問題所產生的損失，為了解決代理問題所發生之成本，可能會產生下列之代理成本：

- (一) 監督成本 (monitoring cost)：主理人可能藉由一些誘因來避免代理人之利益，這些因監督代理人的決策產生的各項成本稱為監督成本。
 - (二) 約束成本 (bonding cost)：代理人為使主理人相信會依約行事所發生之成本，稱為約束成本。
 - (三) 剩餘成本 (residual cost)：雖然主理人監督與代理人自我約束，但代理人的決策與主理人最大利益決策通常有差距，代理人並不總以主理人最大利益為考量，此代理關係造成造成主理人權益金額減少，稱之為剩餘成本。
- 依照 1999 年經濟合作暨發展組織 (Organization for Eco-

conomic Cooperation and Development, OECD)之觀點，在健全的公司治理架構下，公司資訊應及時及正確地向投資大眾公開，並建立起完善及透明的企業資訊體系，以強化投資者的投資意願及信心，藉此活絡資本市場。因此，資訊揭露是公司治理之基礎，投資人在獲有充分資訊以制定適當投資決策時，證券市場才能有效率運作，有完善運作公司治理之企業方能獲得投資人青睞，進而使公司股票成交量增加促使股價上升。

1997 年發生亞洲金融風暴後，公司治理又再度被廣泛討論。各界均認為強化公司治理機制是企業對抗危機的主要策略。1999 年世界銀行(World Bank)提出簡要的公司治理架構如圖 2-1

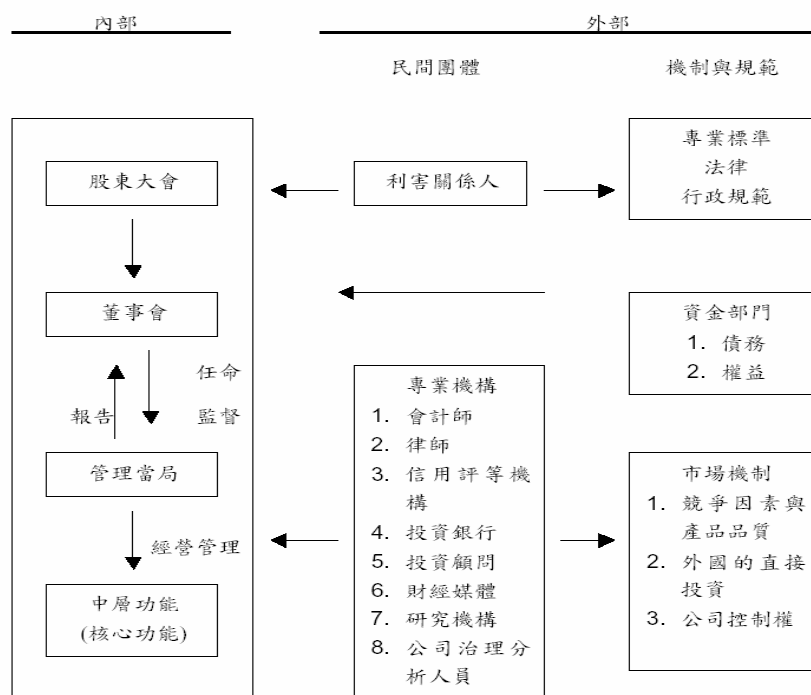


圖 2-1 公司治理架構

資料來源：World Bank. (1999). Corporate governance: A framework for implementation-overview. Washington: Author.

從架構可得知，世界銀行將公司治理從公司角度與公共政策角度來探討，公司角度是在合理範圍內，股東、董事會及管理當局三方達到公司價值極大化以及平衡股東與利害關係人之利益，而公共政策角度則由市場機制規範來要求企業善盡職責，以保障利害關係人之利益。

二、資訊揭露重要性

當公司與投資人之間資訊不相等，表示一方完全握有資訊，另外一方則無法完全握有完全的資訊，而造成兩方之間訊息不相等問題，即產生資訊不對稱(information asymmetry)問題。Welker (1995)表示資訊揭露的政策會造成公司管理者和投資者之間資訊不對稱。公司和投資人之間的資訊不對稱，使投資人對於公司的資訊掌握不完全，導致投資人做出錯誤的投資決策，即逆選擇(adverse selection)。

在證券市場上，因公司的資訊揭露不完全，使投資人對公司的真實狀況不瞭解，投資品質較差的公司，品質較佳的公司反而籌措不到資金。發展較不健全的金融市場通常會有較嚴重的逆選擇問題，主要是因為不健全的金融市場對於投資人的保護較不注重，對於公司資訊的揭露也未強力要求，而使資訊不對稱問題更加嚴重。Lee and Choi (2002)將投資人區分為大額投資人與小額投資人，表示大額投資人通常有較完備的資訊和專業的知識，且大額投資人的交易不只影響股票報酬還會影響小額投資人的投資決策；小額投資人通常較無完備的資訊且學習也較緩慢，對於投資決策會選擇較有制度和流動性較佳的股票或者參考大額投資人的決策，對於小額投資人而言，流動性較無法補償且對市場上的影響會產生較大的衝擊。

Elliot and Jacobson (1994)指出，企業為了揭露資訊，將會發生收集、彙整、分析、編製及傳播資訊的成本，所揭露的資訊需經會計師查核或核閱時，還需負擔會計師的公費。其又指出，當企業資訊揭露不足或意圖誤導他人時，企業可能遭受訴訟，因而發生訴訟成本。Botosan (1997)研究亦指出：增加自願性揭露可降低資金成本。Sengupta (1998)研究發現：資訊較能充分揭露之公司，其有效利息成本較低，可獲得較低負債資金成本。張璧蘭(2004)研究以標準普爾與台灣證基會所提出之公司治理評鑑作為資訊揭露衡量指標，研究結果發現：公司若要降低借款利率，需提升公司資訊揭露程度。

三、資訊透明度定義

公司的資訊揭露與透明度對公司治理發展佔了很重要的因素，經濟合作暨發展組織(OECD)在1990年提出了「OECD公司治理原則」，其中一個重要的部份就是資訊揭露與透明度，指公司應確保及時、準確的揭露所有與公司有關的實質性資訊。

Healy and Palepu (2001)認為公司年報表與資訊揭露的需求是起因於內部管理者與外部投資人間存在資訊不對稱，為了解決這個問題，管理者與投資人簽訂合約，要求管理者提供完全的資訊，減少投資人錯誤評價的機會，另一種潛在的解決方法是透過法規制定要求公司盡完全資訊揭露的義務。在資訊傳遞過程中，除了自行建立的管道之外，會計師與傳播媒介也扮演相當重要的角色，會計師提供投資人公司財務報表是符合一般公認會計準則的保證，而傳播媒介如分析師或評等公司，分析師收集公開或私有資訊，且衡量他們追隨公司現在的價值，同時以個人觀點意見預測公司未來的表

現，以此建議投資人對此公司的股票採買進、持有、賣出等投資意見，在目前資本市場上有舉足輕重的地位。

然而，企業於傳遞資訊過程中，不僅在量的增加，質的提升也是十分重要的，這樣才能對公司透明度的提升有所幫助。周建宏(2002)認為資訊透明度是指企業將與公司經營、財務績效及公司治理等有關資訊向投資人做及時且適當的揭露。林日峰(2002)表示在企業內部的需求與外部的壓力下，企業透過內部產生與對外溝通機制，以生動的圖文表達，提供股東、分析師、投資人想要與必須要的資訊，將企業經營的思想及創造價值的過程清楚的反應出來，需要企業誠於內而形於外的根本思想中落實。葉銀華(2002)則以不同的角度提出更明確的定義，透明度是要讓資金的提供者(股東及債權人)更了解誰是企業主要控制者(誰擁有較多投票權)?董事會如何決策?財務報表品質能否真實反應公司的經營狀況?並重視股東知的權利，做好投資人關係。伍忠賢(2003)認為財務揭露與透明度乃一切治理的源頭；認為一份透明、正確的財務報表，能使企業貸得一筆利息較低，貸款期限較長的資金，使企業在市場的競爭優勢提升。

賴冠仲(2005)表示，企業將資訊正確揭露，可有利企業資金募集、有助市場交易，及招募優秀人才，不管是對企業本身或投資者，都呈雙贏局面。企業資訊揭露的程度，似乎越完善，對於公司來說，越具有正面效益。杜英宗(2002)則分別站在資金提供者的權利，與資金需求者的義務兩種角度上提出看法，表示透明度包括非常多層面，第一、企業獲得股東金錢上的投資，就是對股東負責，要讓股東清楚地了解公司的現況，當股東需要一些資料時，可以很容易的取得，企業能夠及時的提供。第二、投資人在作重要決策時所應知道的

資訊，企業都有責任提供，如經營現況即損益表，財務現況即資產負債表等，此外，只要會影響投資人決策的重大事項，不論好壞，皆應揭露給投資者知道，如政局情勢、產業發展政局情勢、最新法令變動造成的影響。

四、資訊透明度衡量指標

國際知名標準普爾信用評等公司(S & P)將公司透明度分為四大方向，並提到公司治理架構應確保及時與真實地揭露所有公司重要資訊，包含：(1)股權結構和集中度(ownership structure and concentration)；(2)財務透明度與資訊揭露程度(financial transparency and information disclosure)；(3)董事會結構與制定決策過程(board and management structure and process)；(4)財務利害關係(financial stakeholder relations)。

中華評等公司則延伸了標準普爾評等公司的主張表示企業資訊揭露有四大重點(1)股權結構之揭露：大股東揭露，公司真正掌握實權的人；(2)利益人取得資訊的程度和方便性：無論大小股東，甚至是相關的利益人；(3)資訊的揭露：關係企業的合併報表，及執行上對各公司的會計標準要求一致性，簽證會計師的獨立性；(4)重大的決策過程。

我國於 2003 年 4 月由台灣證券交易所(證交所)及財團法人證券櫃檯買賣中心委請證券暨期貨市場發展基金會(證基會)，規劃並執行「資訊揭露評鑑系統」，期望提升上市、上櫃公司的資訊透明度，以國外評鑑指標為基礎，亦考慮國內市場實際需求與相關法律要求，以發展出適合國內市場的評鑑指標。

主要評鑑的指標有以下 5 大類：

(一)資訊揭露相關法規遵循情形。

- (二)資訊揭露時效性。
- (三)預測性財務預測之揭露。
- (四)年報之資訊揭露(包含：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)。
- (五)企業網站之資訊揭露。

依據評鑑指標之設計，評鑑人員採取內部訂定之資料蒐集、分析程序進行評鑑。另外，為了讓評鑑工作系統化，證基會並藉由評鑑輔助資訊系統輔助，增進資訊揭露評鑑之客觀合理。為避免在評鑑過程中，因資料蒐集不完整導致評鑑結果誤差，資訊揭露評鑑系統並開放受評上市(櫃)公司於評鑑結果公布前，上網查詢初步評鑑得分。各該公司如果與初步評鑑得分有不同意見，可於指定期間內以書面敘明理由並檢附相關證明文件向證基會資訊揭露評鑑工作小組反應。

評鑑結果公布之方式，將受評公司依評鑑成績高低區分為 A⁺級、A 級、B 級、C 級以及 C⁻級公布評鑑結果，並依「上市公司」及「上櫃公司」分別列示。由於第 3 屆為首次公布所有受評公司評鑑結果，為使受評公司有所準備，故 C⁻暫以從缺處理，自第 4 屆開始，針對資訊透明度較低之公司，將列 C⁻級名單，此外，為了鼓勵受評公司在法規規範之外，額外進行自願性揭露，第 3 屆增列「自願性揭露資訊較透明公司」名單。

國外衡量企業資訊透明度之機構包括美國財務分析師聯盟(Financial Analysts Federation, FAF)、標準普爾(S & P)、里昂(CLSA)等。亞洲方面有亞洲財務長雜誌與 Enterprise.com 合辦的「年度亞洲最佳年報」(best annual reports in asia)評比(ranking)、日本東京證交所主辦的上市公司表揚制度(上場會社表彰制度)、香港會計師公會所主辦的「最佳公司管治資料

披露大獎」(best corporate governance disclosure awards)，此外，新加坡證券投資人協會亦於 2003 年 9 月推出評鑑指標多達 110 項的「新加坡公司治理獎」(Singapore corporate governance)。國外資訊透明度評鑑機制，彙總整理如表 2-1。

表 2-1 各國資訊揭露評鑑相關單位

評鑑機構	標準普爾公司之公司治理評等。	里昂證券之公司治理評等(CLSA)。	日本東京證交所主辦的上市公司表揚制度(上場會社表彰制度)。	香港會計師公會所主辦的「最佳公司管治資料披露大獎」。	亞洲財務長雜誌(CFO Asia)與Enterprise.com合辦的「年度亞洲最佳年報」評比。
評鑑範圍及對象	針對全球其目標上市公司進行訪談並與其年報相核對,判斷相符程度以評分。	針對全球新興市場之495家公司發出問卷。	東京證券所有上市公司,評鑑年度為一整個會計期間。	受評為上市公司、公營和非營利機構之年報,初審針對公司強制性揭露情形審核,複審則審核公司自願加強揭露部份之內容與品質。	亞洲區144個受評公司。
評鑑內容依據	標準普爾公司評分方向分為4個層面一、股權結構與投資人關係、財務透明度及資訊揭露程度、董事會及管理階層結構決策過程、財務利害關係人。	里昂證券之公司治理評分可分為7個層面,其中針對資訊透明度層面之評量項目有:未來財務績效的揭露、及時發布年報半年報季報、迅速揭露經營成果且無事先洩漏、明確及有資訊內涵的成果揭露、財報按照GAAP編製、重大訊息的即時揭露、投資者與高階管理者有管道接觸、網站訊息的即時更新。	評鑑項目分為:外在要素(財務報表揭露時點與是否有重大更正以及財務報表是否有重要內容未加以更正)與財務報告和事業報告書的評價(業績概況、股利政策、股價情報是否充實,營業情形成果與財產狀況是否充實,會計政策、附註揭露是否確實)。	評審標準分為:報告即時性(年報之揭露日期)、整體表達(只揭露的品質,包含清楚的索引、可了解性全面性、清晰簡明)、符合法規對公司治理揭露的要求(公司治理的宣言、資本結構、董事會結構及功能、管理當局對當期營運之檢討與分析董事報酬、審計委員會組成、關係人交易其他自願性揭露)。	評鑑標準包含財務報導、營運及部門別財報報導、管理當局論述及對公司治理之表達、股價資訊及投資人溝通、年報外在之設計及結構布局。
評鑑結果公布方式	分析師透過與公司訪談結果再與公司之年報比對,加總4層面之個別分數,予以平均,即為該公司之公司治理分數。	對目標公司進行問卷調查,依據回覆答案,進行給分,分別以7個層面之不同重要性予以加權,最後進行加權平均,得出該公司之公司治理分數。	由學者專家會計師證券分析師等專業人士組成評鑑委員會,每年選出資訊揭露最佳之幾家公司予以表揚。	受評公司為自願性參加,共分為恆指成分股公司組別、非恆指成分股公司組別以及公營/非營利機構組別3組,每組取前3名,並在2005年增設最佳進步獎。	採5顆星評價方式。

資料來源：高儀慧(2005)，從資訊揭露評鑑識別地雷股—去年首屆評鑑博達等公司成績不佳隨後出事(上)，金管法令，10(6)，18-29。

第二節 管理當局盈餘預測

一、我國財務預測相關沿革

我國財務預測之相關法令規範最早源 1996 年 5 月證管會所發布「發行人募集與發行有價證券處理準則」，此即開始規範符合一定條件之公司需強制公開財務預測資訊，在此之前會計研究發展基金會亦已對企業編製財務預測及會計師核閱財務預測程序訂定相關準則。然而強制發布財務預測之相關規範隨當時資本市場之需求陸續修正，如至 1992 年 2 月將初次申請上市櫃者納入規範，1993 年 12 月訂定「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」針對財務預測資訊在適用範圍、更新時點等改予更完善之規範。至 2002 年配合行政程序法之實行廢止「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」訂定「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」，且補充規定公開發行公司得免公開財務預測，至 2004 年 12 月修正發布「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」，修正財務預測制度改採自願公開方式，並得以簡式或完整式擇一為之，大幅修改發布財務預測之相關規定，表 2-2 為我國財務預測制度沿革(林張惠，2007)。

至於我國財務預測制度法令修改前後之比較如表 2-3，其適用範圍方面有重大修改，財務預測發布由強制性修改為自願性，依據公告內容可分為完整式與簡式兩種；而簡式預測新增之發布財務預測方式，其預測期間得以季別為單位，金額表達可採用區間預測之型式，且無須經會計師核閱。

表 2-2 我國財務預測制度沿革

公布時間	主要內容	相關法規
1991 年 5 月	<ol style="list-style-type: none"> 規定上市或上櫃公司於現金增資發行新股時，應編製財務預測，並委任會計師加以核閱。但是申請或已申報時已逾當年營業年度九個月時，應一併評估次一年度之財務預測。第 25 條規定公司申請募集及發行可轉換公司債時，需如同第 18 條規定編製財務預測。 規範公開發行公司應揭露財務預測資訊者及其他自行公開財務預測資訊者之辦理程序。 	<ol style="list-style-type: none"> 證管會發布「發行人募集與發行有價證券處理準則」 證管會(80)台財證(一)字第 00904 號函
1991 年 12 月	各公開發行公司公布財務預測者，除依照上訴函令辦理之外，需再依據證券交易法第 36 條之規定及證券發行人財務報告準則第 15 條辦理。此外，應公開財務預測者，應於公開後二日內公告並申報之。	證管會(80)台財證(六)第 003362 號函
1992 年 2 月	規定公開發行公司申請上市及上櫃時，依照交易之規定，亦需揭露財務預測。且規定公開發行公司在大眾傳播媒體公開預測者，應於公開之日起二日內公告並申報。	證管會(81)台財證(六)第 00232 號函
1992 年 12 月	公布「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」，依本要點應公開財務預測者如下：(1)已上市、上櫃公司辦理現金增資及發行可轉換公司債之當年及次年度。(2)未上市、上櫃之公開發行公司，現金發行新股並對外公開發行時。(3)申請上市、上櫃公司於申請上市、上櫃當年度，及上市、上櫃後連續三年。(4)營業損益或稅前損益變動達 20%，且影響金額達到 1000 萬者，須更新財務預測。(5)自願公開財務預測者。另外，此要點並明確規範申報期限。	證管會(82)台財證(六)第 02851 號函
1996 年 1 月	公布實施修正後「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」。修正範圍包括(1)擴大財務預測適用範圍。(2)確認董事會編製責任。(3)放寬申報、更新之時限及更新標準。(4)增列免重編標準。(5)擴大財務預測更新應揭露之項目等。其中更新其更新標準訂為：稅前損益變動達百分之 20 且達實收資本額千分之 5 及 3000 萬元以上。	證管會(86)台財證(六)第 00588 公告

(待續)

表 2-2(續 1)

公布時間	主要內容	相關法規
2002 年 4 月	<p>修正「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」。修正重點包括：1. 減少強制性公開財務預測之範圍，包含(1)特殊情況下可免公開財務預測或縮短繼續公開年限(如私募有價證券、上櫃轉上市、興櫃股票、第二類股票等)。(2)明定公司董事任期屆滿之改選或同一任期內董事發生變動累計達 3 分之 1 以上時，應公開財務預測。但其應以造成公司經營權實質變動為限，故增訂公司法人股東經營權如未發生重大變動而改派代表人擔任董事者，則免列入董東變動之計算。(3)依公司法及企業併購法辦理「簡易合併」及「非對稱式合併」者，因其對公司營運情況並無重大影響，豁免其公開財務預測。(4)考量發生重大災害、簽定重大產銷契約及重要產業部門變動等相關資訊已經由重大訊息管道對外發布；而營業收入減少百分之 30 者外界亦可經由公司每月之營收公告評估公司之可能發展趨勢，應毋須再公開財務預測。2. 合理規範自願公開財務預測：增訂規範公司不宜私下發布財務預測資訊若於特定場所已發布，則視為自願公開，須即依本要點公開財務預測。3. 簡化公開方式：配合資訊申報單軌化之作業及減輕發行公司資訊作業成本。</p>	證管會(91)台財證(六)第 002489 號函
2002 年 11 月	<p>配合行政程序法施行，於證券交易法第 36 條之 1 取得法律授權依據，廢止原「實施要點」，訂定「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」。並補充規定如下：</p> <p>1. 公開發行公司有下列情形者得免公開財務預測或抵減計算應繼續公開財務預測年限：(1)公開發行公司申請股票為證券商營業處所買賣第二類股票者。(2)公開發行公司申請股票為證券商營業處所買賣管理股票者。(3)公開發行公司申請股票登錄為證券商營業處所買賣興櫃股票者。(4)上櫃公司申請股票轉於證券交易所上市者，抵減轉上市後應繼續公開財務預測之年度。</p>	<p>1. 證期會(91)台財證六字第 0910005767 號</p> <p>2. 證期會(91)台財證六字第 0910005771 號</p>

(待續)

表 2-2(續 2)

公布時間	主要內容	相關法規
	2. 金融控股公司申報財務預測期限及公開財務預測期間規定。	
2004 年 12 月	修正發布「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」，修正財務預測制度改採自願公開方式，並得以簡式或完整式方式擇一為之，自發布日開始實施。	證期局金管證六字第 0930005938 號

表 2-3 廢除強制性公開財務預測制度法令修正前、後比較

	修正前	修正後	
		完整式	簡式
適用範圍	<p>1. 強制性公開</p> <p>(1) 申請上市櫃、現金增資、購併、公司法第 185 條涉及重大財務業務變動、董事變動累計達 3 分之 1。</p> <p>(2) 續後 3 年度(核准上市櫃)或續後 1 年(購併、公司法第 185 條涉及重大財務業務變動、董事變動累計達 3 分之 1)。</p> <p>2. 自願公開</p> <p>於新聞、雜誌、廣播、電視、網路、其他傳播媒體，或於業績發表會、記者會或其他場所公開營業收入或獲利之預測性資訊者。</p>	<p>1. 公司自願公布預測性資訊者。</p> <p>2. 公司未依規處理準則所訂方式而於新聞媒體等其他公開場所發布營業收入或獲利之預測資訊者。(認定標準係依臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心所訂之「對上市(櫃)公司應公開完整式財務預測之認定標準」)。</p>	公司自願公開
預測期間	一年	一年	一季或以季為單位超過一季

(待續)

表 2-3(續 1)

	修正前	修正後	
		完整式	簡式
編製內容	<ol style="list-style-type: none"> 1. 預計財務報表。 2. 財務預測編製完成日期及目的。 3. 企業之財務預測係屬估計，將來未必能完全達成之聲明。 4. 重要會計政策之彙總說明。 5. 重要基本假設之彙總說明。 6. 營業收入、營業成本、營業毛利及稅前損益各季之預測數，公司如於期中始公開當年度財務預測，公開前各季之資料，應以實際數列示。 7. 前一次財務預測所含預計損益表之實際達成情形。 8. 截至財務預測編製完程日前一季止，本年度財務預測之達成情形，前一季之財務報表如未經會計師查核(核閱)，以自行結算數字列示，應以明顯字樣揭露未經查核(核閱)。 	同左	應提供下列各項目之預測資訊、會計政策與財務報告一致性之說明，且須說明其基本假設及相關估計基礎： <ol style="list-style-type: none"> 1. 營業收入 2. 營業毛利 3. 營業費用 4. 營業利益 5. 稅前損益 6. 每股盈餘 7. 取得或處分重大資產
表達方式	單一金額	單一金額	得以單一數字或區間預測表達
是否須經會計師核閱	是	允許公司得視本身情況決定是否委託會計師核閱	毋須核閱
公開時點	<ol style="list-style-type: none"> 1. 申請上市櫃、現金增資及自願公開—2 日內 2. 購併、公司法第 185 條涉及重大財務業務變動、董事變動累計達 3 分之 1—1 個月內 3. 繼續公開—4 個月內 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公司自願公開者—自行決定 2. 被主管機關要求編製者—於編製通知到達之日起 10 日內 	自行決定

(待續)

表 2-3(續 2)

	修正前	修正後	
		完整式	簡式
應否更新(正)	是	是	是
更新標準	當編製財務預測所依據之關鍵因素或基本假設變動，稅前損益金額變動百分之 20 以上且影響金額達新臺幣 3000 萬元及實收資本額千分之 5 者。	同左	尚無明訂
更新(正)時點	發現財務預測應重編或更新(正)之日起 2 日內公告原財務預測不適用，10 日內編製重編或更新(正)財務預測。	同左	公司應對已公開財務預測資訊，隨時檢討評估有無更新(正)財務預測之必要。
年度終了一個月內是否需申報自結數；若自結數與查核數差異太大是否需請公司說明並洽會計師表示意見	是	是	不適用

二、管理當局發布自願性盈餘預測因素相關研究

(一)國外文獻：

1. Patell (1976)

以資本市場角度，探討管理當局自願性盈餘預測資訊內涵的研究。主要透過檢測管理當局主動發布盈餘預測時，對股票價格的影響進行研究。希望能針對當時社會大眾對管理當局自願性盈餘預測的利弊爭議，及 SEC 政策制定方向，從實證上提供解答。

作者蒐集 1963 年到 1968 年間，在華爾街日報主

動發布盈餘預測之公司為樣本，採用探討年度資訊內涵的方法，即利用股價及交易量的變動來測試年度盈餘預測資訊是否具有資訊內涵。

實證結果顯示：當管理當局盈餘預測宣告週，平均而言，股票有正的異常報酬，此結果代表自願性盈餘預測行為，是傳遞好消息。此外，股票的異常報酬率與未預期盈餘有正相關，這些現象皆證實了管理當局自願性盈餘預測確實具有資訊內涵。

2. Penman (1980)

本研究主要探討兩大主題：一個為管理當局自願性盈餘預測是否具有資訊內涵；另一個為充分揭露問題，即探討是否所有公司都會主動發布盈餘預測，或是只有部分公司才會主動發布盈餘預測。

作者蒐集 1968 年到 1973 年間，在華爾街日報曾主動發布盈餘預測之上市公司，實證結果顯示：管理當局自願性盈餘預測具有資訊內涵，且有主動發佈盈餘預測之公司相較於市場整體而言，有較好的績效，亦管理當局預測有資訊不對稱，當「好消息」的預測發布時，股價有顯著上揚；當「壞消息」的盈餘預測發布時，股價有不顯著之下跌。換言之，自願性盈餘預測的公司傾向於對投資者傳遞「好消息」，似乎支持訊號傳遞理論(signaling theory)。

3. Ajinkya and Gift (1984)

該研究主要在解釋管理當局為何比較不常直接公開主動發布盈餘預測之資訊，並進一步了解自願性盈餘預測使用時的特徵。探討管理當局主動發布盈餘預測的目的，是否在更正財務分析師不切實際的預測。

換句話說，市場將視管理當局自願性盈餘預測是一個更正的訊號(corrective signals)，而不一定是傳遞好消息的訊號。

作者蒐集 1970 到 1977 年曾在華爾街日報主動發布盈餘預測之公司，實證結果顯示：管理當局自願性盈餘預測的目的之一，是在更新財務分析師的預測(有些是在確認分析師之預測)，也就是在調整市場對公司盈餘預測與管理當局的預測一致。管理當局的預測可能傳遞好消息或壞消息，引起股票價格變動的原因，是來自預測盈餘中非市場預期的盈餘變動，而非盈餘預測行為所隱含的意義所引起的。

4. Lev and Panman (1990)

該研究主要在檢驗「訊息傳遞假說」(signaling hypothesis)。根據該假說，擁有好消息的公司，管理當局會主動揭露營於預測之資訊，來顯示公司與其他公司的不同。

作者透過有自願性盈餘預測揭露之公司與沒有自願性盈餘預測公司的異常報酬，來推論主動揭露之盈餘預測是否欲向市場傳遞「好消息」。管理當局人員認為公司的價值大於市場的評價時，會主動揭露盈餘預測訊息，以修正並提升公司的股價；當公司的價值低於市場評價時，管理當局不會去主動揭露，但投資人會解讀為公司擁有壞消息，並預期其股價將下跌。

實證結果顯示：管理當局盈餘預測揭露的選擇動機與假設一致，雖然有證據顯示有些公司也會發布壞消息，但整體而言，為了與其他有壞消息的公司區別，公司有好消息時，管理當局會自動揭露。但非預測公

司的股價並未因不揭露訊息，而有負向的反應，未發布預測不表示公司具有壞消息。

5. Powmall, Wasley, and Waymire (1993)

該研究主要在了解各種不同型態的盈餘預測，對股價的影響。一般來說，管理當局除了決定是否要主動發布盈餘預測外，還需決定預測年度或季盈餘及預測型式。因此，作者根據目前實務上常見的盈餘預測型式：包括對年度或季盈餘做點估計(point forecasts)、區間估計(range forecasts)、最小估計(minimum forecasts)、及最大估計(maximum forecasts)，檢定各種型式盈餘預測對股價之影響。

實證結果顯示：(1)不論預測型式，盈餘預測具有資訊內涵。(2)盈餘宣告的資訊內涵，大於盈餘預測的資訊內涵。(3)不同型式的預測(點、區間、最小及最大的預測)，對股價的影響程度，其間的差異上並不明顯。(4)對季盈餘預測，其年盈餘預測更具有資訊內涵訊息。

6. Skinner (1994)

該研究主要探討在美國法律環境下，管理當局主動揭露和盈餘相關訊息(earning-related disclosure)，來研究影響公司自願性揭露壞消息的因素。作者認為選擇自願性揭露政策時，管理當局將面臨不對稱之損失，在訴訟及聲譽成本下，延遲揭露壞消息的成本高於延遲揭露好消息的成本。基此，作者提出3個假說：(1)管理當局比較可能在季盈餘宣告前，主動揭露壞消息；而比較可能在年度盈餘宣告前，主動揭露好消息。(2)當公司有較大負的未預期盈餘變動時，事前主動揭

露壞消息的機率大於其他情況下的機率。(3)由於法律成本的因素，主動揭露壞消息對股價的影響(以絕對值而言)，會大於主動揭露好消息對股價的影響。

實證結果顯示：整體而言，支持作者所提出 3 個假說，且發現似乎當公司有重大壞消息時，管理當局自願性發布盈餘預測的動機更大。另外，管理當局揭露好消息時，傾向使用點或區間的預測型式，壞消息預測則傾向於用文字性的敘述(qualitative statements)。

7. Kasznik and Lev (1995)

該研究主要透過研究面臨重大盈餘變動之公司，包含巨額未預期盈餘變動(包含正數及負數)，其管理當局對於主動盈餘預測揭露型態的差異、主動揭露與不揭露公司的特質有何差異，以及投資者對於管理當局事前主動揭露的反應。

實證結果顯示：面臨重大盈餘變動之公司，會主動事先揭露量化的盈餘預測或銷貨收入預測的公司不到 10%；50%的公司會保持沉默；而面臨壞消息的公司，會比較主動揭露。最後，作者發現投資者對於壞消息的揭露反應大於對好消息的反應，作者進一步分析，推測管理當局在有永久性盈餘預測減少時，較會主動揭露壞消息；而如果只是暫時性的減少，則比較不會主動揭露壞消息，但投資者似乎能夠瞭解此種情況。

8. Kent (2003)

該研究主要探討在澳洲有哪些因素與公司自願於年報上揭露盈餘預測資訊有關。作者選取 1991 年到 1992 年在澳洲證券交易市場發行的公司中，隨機選取

100 家，其中 52 家曾於年報中揭露盈餘預測資訊，其餘 48 家則無。

實證結果顯示：公司之盈餘波動程度越小或公司規模越小，其自願揭露盈餘預測資訊意願越大，但實證結果並不支持產業競爭度、公司近期有資金需求、公司有好消息、簽證年報之事務所是否為五大，與公司自願於年報上揭露盈餘預測資訊有關。

(二)國內文獻：

1. 吳安妮(1993)

該研究主要探討台灣經理人員所揭露之盈餘預測行為及預測訊息(包含好或壞消息)是否具有資訊內涵。研究設計是透過觀察主動預測公司宣告盈餘預測日及前後之異常報酬率的情形，並找出無自願性盈餘預測的公司作為控制組，兩者作比較藉以推論管理當局自願性盈餘預測的行為對投資人是否具有資訊內涵。此外，作者以管理當局預測誤差(實際盈餘減管理當局預測除以實際盈餘)作為衡量盈餘預測的訊息。將實驗組區分為好消息與壞消息兩組樣本，觀察並比較其累積異常報酬率，藉以推論盈餘預測所傳遞的訊息，是否具有資訊內涵。

實證顯示：盈餘預測行為的資訊內涵，並不明顯存在，但內部資訊擁有者在資訊未公開前，似乎已經開始在股市有所行動，因而在揭露前有異常報酬之情形發生。另外，市場並未對好消息之預測有所反應，或表示投資人不信任公司所揭露之好消息預測訊息；市場對壞消息有所反應，投資人對經理人員揭露之壞消息比較信賴。

2. 李建然(1997)

該研究主要在探討影響台灣上市公司自願性盈餘預測行為之因素，作者依據相關理論提出 8 個可能影響台灣上市公司管理當局自願性盈餘預測行為之因素，此 8 個因素分別為：好消息、經營績效、盈餘變異性、會計盈餘與股票報酬的相關性、公司規模、募集新資本、股權結構、資本結構。

實證結果顯示：當公司經營績效愈好及管理當局擁有好消息時，較會揭露盈餘預測，符合訊息傳遞假說。另外，公司與債權人代理問題愈嚴重，管理當局愈會揭露盈餘預測。而公司規模、募集新資本、股權結構及盈餘變異性等因素，則無顯著相關。

3. 陳建樺(1997)

該研究主要探討影響管理當局自願性盈餘預測揭露時點之因素。作者根據現有相關文獻之理論與實證，建立 8 項可能影響管理當局盈餘預測揭露時點之假說，其中 8 項因素包含：管理當局盈餘預測之精確度、公司規模、獲利能力、盈餘變異性、舉債能力、勞力密集程度、上市類別、管理當局過去首次盈餘預測之揭露習性。

實證結果顯示：管理當局盈餘預測之精確度、獲利能力、舉債程度、勞力密集程度、管理當局過去首次盈餘預測之揭露習性與管理當局自願性盈餘預測揭露意願及首次盈餘預測揭露時點呈現顯著正相關，即管理當局盈餘預測愈精確、舉債程度愈高、獲利能力愈佳、勞力密集程度愈高，其自願性盈餘預測揭露之意願愈強，也會選擇較早時點揭露其首次盈餘預測。

另外，公司規模與管理當局自願性盈餘預測揭露意願及首次盈餘預測揭露時點則呈現顯著負相關，亦即規模愈小之公司，其揭露意願愈強，且會選擇較早時點揭露首次盈餘預測；至於盈餘變異性及上市類別，則未顯著影響管理當局之揭露意願與揭露時點。

4. 施羿如(1998)

該研究在探討影響公司管理當局自願性揭露盈餘預測之因素。作者依據相關理論：代理理論、訊息發射理論，加上對台灣獨特的財務預測體系，投資、法律環境的考慮。提出 7 項可能影響公司管理當局是否自願揭露盈餘預測之因素：公司規模、舉債程度、本身以往盈餘預測揭露情況、股權結構、好消息、當期同業對預測揭露情況、當期有無強制性財務預測等七種變數進行探討。作者蒐集 1992 年到 1996 年，19 個產業，121 家公司，共 605 個觀測值進行實證研究。

實證結果顯示：好消息、本身以往盈餘預測揭露情況、當期同業對盈餘預測揭露情況、當期有無強制性財務預測，這 4 個變數為影響管理當局自願揭露盈餘預測之顯著因素。另外，亦對個別單一年度的資料進行多變量分析，發現各組實證結果並不一致，結果顯示影響管理當局自願性揭露盈餘預測之因素會隨時間的不同有所改變。

5. 許晁熙(2000)

該研究提出影響管理當局自願性盈餘預測準確度因素有盈餘可預測性、公司規模、盈餘變異性、預測期間、內部人持股比例、股市多頭行情、股票交易週轉率、上市期間長短、負債比率、有現金增資計畫、

對同一年度發布盈餘預測次數、行業別。

實證結果顯示：公司盈餘預測可預測性愈低、預測期間愈長、公司負債比率愈高、食品業與化學業者，則自願性財務預測的樂觀性偏差愈大；股市在多頭市場時、股票交易周轉率愈高、有現金增資年度者、則自願性財務預測樂觀偏誤愈小。

6. 鄭偉銘(2001)

作者主張可能影響管理當局盈餘預測準確度之因素有公司規模、股市型態、交易周轉率、盈餘變異率、預測經驗、產業類別。

實證結果顯示：在多頭市場時自願性財務預測準確性愈高，在空頭市場時、盈餘變異性愈大與預測經驗多者，自願性財務預測準確性愈低。

7. 林張惠(2007)

作者以 2005 年單一年度發布自願性盈餘預測之公司為研究對象，探討管理當局自願發布盈餘預測是否為市場傳遞訊息且所傳遞之訊息型態為何？

實證結果指出：當公司有重大好消息、規模越大、公司成長性越高，管理當局發布自願性盈餘預測之可能性較高；當公司市場風險越大，管理當局發布盈餘預測之可能性越低。

綜合上述研究，自願性盈餘預測似乎具有資訊內涵，管理當局發布自願性盈餘預測，較傾向傳遞好消息，較支持訊息發射理論。根據美國早期研究，管理當局在從事自願性盈餘預測時，確實有高估之情況，即有樂觀之預測偏差，然到後期相關研究此現象逐漸消失，可能與美國 SEC 開始重視管理當局自願性盈餘預測行為，並提出相關規範有關；而我國

2005 年由強制性改為自願性盈餘預測，大環境下制度之改變初期，是否與美國初期管理當局有樂觀之情形，值得加以探討。

第三節 分析師盈餘預測

一、財務分析師特質與內涵

財務分析師的存在是為資本市場提供一項資訊來源，以供市場上投資人做相關投資決策的參考。Copeland (1968)提到二次大戰後資本市場的快速成長對財務分析師之地位有重要的影響，因為 1940 年代早期的經濟快速成長造就了儲蓄中介機構(savings intermediates)的持續成長與增加人們對持有資本投資的信心，而這些因素也產生了資本市場中對專業財務分析師的需求。

Beaver (2002)在整理現今資本市場之前景中提到，分析師的行為是會計研究中的一個重要主題，因為資訊媒介中分析師會使用會計資訊與解釋會計資料來做盈餘預測，如此在證券價格中也會將反映出分析師所作的分析結果。Beaver 並提到大部分的投資人因缺乏時間、技巧、資料來源與解釋財報能力，因此分析師的專業能力就可成為使會計資料反映到股票價格主要的方法之一，經由分析師有效率地處理資訊也將有助於提升股價的主要方法之一；最後，因為分析師倚賴大量的公開資料進行盈餘預測，所以分析師的預測可說是將其他資訊包含入研究中所設計的評價模式中的一個自然方式。后祥雯(2004)指出，當財務分析師偏好某一證券產品時，投資人會對此證券產品有濃厚的興趣，也使得該股票自然會有較高之股價與較大之交易量。

二、分析師預測準確度

汪建全(1993)研究指出：當交易周轉率較低、營收變動率較低、預測時間愈短、公司規模愈大、股市為多頭時，分析師預測的準確度愈高。許秀賓(1993)研究指出：當公司規模愈大、報紙報導資訊愈多時，分析師預測優越性愈強。蔡永元(1999)在探討強制性財務預測、分析師預測準確度與公司特質關係中發現：(1)強制性盈餘預測準確度與公司營運管理有顯著相關性；(2)預測修正次數與盈餘預測準確度呈現正相關；(3)公司規模與盈餘預測準確度成正相關；(4)負債比率與分析師預測準確度呈現負相關。余俊憲(2003)探討財務分析師盈餘預測誤差與預測行為，其研究結果指出：(1)分析師盈餘預測偏向過度樂觀且逐年擴大的趨勢；(2)盈餘預測的時距愈短，預測準確度愈高；(3)分析師容易正確的預測成長型與規模較大公司的 EPS；而對高本益比與高負債淨值比公司之盈餘預測較不準確；(4)分析師對高本益比或規模大的公司會傾向較為保守的盈餘預測。陳慧玲(2005)研究發現：分析師的能力與預測型態呈顯著正相關，分析師的能力愈好，能有效地蒐集並處理資訊，進而使分析師盈餘預測修正次數會比較頻繁。吳晉誠(2005)發現不論是否考慮公司本身治理的情況下，公司在第一季報發布後伴隨法人說明會的召開，有助於分析師降低預測偏誤。

三、管理當局與分析師盈餘預測

(一)國外文獻：

1. Ruland (1979)

本研究主要目的，係在比較管理當局自願性盈餘預測及分析師盈餘預測的準確性。且為了瞭解上述兩

種預測，對投資者的有用性，作者進一步比較上述兩種預測與天真模型(naive model)所作的預測，比較其相對準確性。

作者收集 1969 年至 1973 年，各年的 12 月、1 月及 2 月，管理當局曾在華爾街日報主動預測盈餘的公司做為樣本。由於管理當局的預測與分析師的預測，鮮少在同一天，由於預測期間越長預測越不準確，先預測的準確性較低，故將樣本分成，分析師預測在管理當局預測之前及分析師預測在管理當局預測之後兩個子樣本。以計算預測準確度(預測誤差比率取絕對值)加以比較，並分別比較 3 種預測準確性。

實證結果顯示：雖然管理當局的預測較為精確，但未達統計之顯著性。此外，分析師預測在管理當局預測之後的子樣本，顯示管理當局的預測與分析師預測，比天真模型較為精確，且達統計上之顯著性。

2. Jaggi (1980)

本研究目的，在比較管理當局自願性盈餘預測，與 value line investment service 作的盈餘預測的相對準確度。並進一步了解上述兩種預測的相對準確度，是否會因產業別或公司規模的不同，而有所差異。

作者收集 1971 年至 1974 年，各年 1 月至 4 月間，曾在華爾街日報主動發布盈餘預測的公司作為分析對象。其研究設計仿照 Ruland (1978)的方式，計算預測誤差的絕對值，加以比較。

實證結果顯示：平均而言，管理當局自願性盈餘預測的準確性，較 value line investment service 作的盈餘預測為佳。如以產業為基礎，化學業及服務業，管

理當局相對於分析師的預測更為精準；但用公用事業及銀行業則無明顯的差異。

3. Hassell and Jennings (1986)

作者鑑於前人研究管理當局及財務分析師盈餘預測之相對準確性的研究結論並不一致，所以本研究將深入探討分析師與管理當局盈餘預測之相對準確性和預測發布時點二者間之關係。

作者以 1979 年 6 月至 1982 年 12 月之 Dow Jones News Retrieval Service 作為管理當局盈餘預測的資訊來源，分析師預測樣本則選自 Zacks 投資公司之 Icarus Service 所提供的管理當局盈餘預測發布前後 12 個星期之分析師預測平均數的資料。

實證結果發現：預測之相對準確性是分析師預測與管理當局預測之相對發布時點而言，在管理當局預測發布前 12 週至後 4 週間，管理當局預測較分析師預測準確；但管理當局預測發布第 9 週後，分析師預測顯著優於管理當局盈餘預測。

4. Waymire (1986)

作者以 1970 年至 1973 年在華爾街日報發布的管理當局盈餘預測為樣本，並由 Earnings Forecaster Cumulative Master List 上收集與管理當局預測發布日期最接近的財務分析師預測資料，將分析師預測區分為在管理當局預測發布之前與之後 2 組，以測試財務分析師與管理當局盈餘預測的相對準確性。

實證結果：與 1980 年 Jaggi 的發現一致，管理當局的預測確實比之前的分析師預測準確，但之後的分析師預測並未比管理當局預測準確。由於二者所採用

的樣本較其他研究者的樣本大，所以作者認為相對準確性的差異可能只有在大樣本才能檢驗出來。

5. Bartley and Cameron (1991)

作者收集 1975 年至 1979 年前 4 月發布於華爾街日報之管理當局預測及管理當局盈餘預測發布日之前與之後 4 週內發布於 Standard and Poor's earnings forecaster 中之財務分析師盈餘預測的平均數為樣本，迴歸分析結果發現：管理當局與兩組財務分析師盈餘預測之相對準確性沒有顯著的差異；相關係數檢定則發現：管理當局盈餘預測優於其預測發布前之分析師盈餘預測，但與其預測發布後的分析師盈餘預測則無顯著差異。

6. Clement (1999)

本研究主要探討分析師的特質與預測準確度的關係，作者認為分析師盈餘預測準確度受到分析師特質影響而產生系統性差異。此篇研究將分析師特質分為三大部分，分別為能力、資源及有價證券複雜性。最後實證結果發現：分析師預測準確度會隨著分析師經驗和資源增加，而隨有價證券的複雜性而降低。

7. Tamura (2003)

本研究主要探討分析師本身個性特質及外在等影響，作者研究結果指出：分析師的相對預測樂觀與前期的相對預測樂觀呈正相關。因此，作者認為分析師的預測樂觀或是悲觀，是受到分析師本身個性的影響所致。

(二)國內文獻：

1. 許錦娟(1991)

由於盈餘預測之準確性為預測資訊有用性之先決條件，本研究採用在管理當局盈餘預測發布前最後一個財務分析師盈餘預測(前分析師盈餘預測)，以及管理當局盈餘預測發布後的第一個財務分析師盈餘預測為樣本(後分析師盈餘預測)，分別與管理當局盈餘預測比較預測之準確性。

作者以 1986 年到 1990 年為樣本期間，收集「台灣經濟新報社」資料庫之上市公司管理當局盈餘預測及「財訊」之財務分析師預測資料，研究結果發現：管理當局盈餘預測之準確性優於前財務分析師盈餘預測，而後財務分析師之盈餘預測之準確性優於管理當局盈餘預測。

2. 吳安妮(1993)

作者深入探討台灣之分析師、管理當局及統計模是三者間之預測準確度情形，分別以「台灣經濟新報社」資料庫所提供各上市公司 1986 到 1991 年之銷貨及稅前淨利預測資料為管理當局盈餘預測資料，分析師之預測樣本則以「財訊」之資料為代表。

實證結果發現：財務分析師或管理當局在不同年度內對銷貨或稅前淨利預測較統計模式預測準確，但很難下定論在財務分析師預測與管理當局預測中，究竟何者之預測較準確。

3. 蘇勇儒(1996)

本研究主要目的在探討公司管理當局強制性、自願性財務預測與分析師預測之間的相對準確度，同時作者考慮影響預測準確度的因素。收集 1991 年至 1994

年上市之公司資料共 173 家為樣本，其研究設計採用傳統成對 t 檢定與無母數統計中之 Mann Whitney 資料分析法。

實證結果發現：強制性財務預測優於財務分析師預測與管理當局自願性預測。管理當局與財務分析師之營業收入預測皆優於稅前盈餘預測。股市型態為多頭時，管理當局預測較準確；股市型態為空頭時，分析師較為準確。較早上市公司之管理當局營業收入預測的準確度優於財務分析師預測，較晚上市公司之財務分析師營業收入預測的準確度優於管理當局的預測。大規模公司之分析師營業收入預測優於管理當局預測，小規模公司之管理當局營業收入預測優於分析師預測。盈餘變異水準低之公司的管理當局營業收入預測優於分析師預測。

4. 葉美玲(1996)

本研究旨在研究影響管理當局與分析師預測相對準確之因素，作者考慮的因素計有：公司規模、資金需求、負債比率、關係人持股比率、被炒作(警示)與否以及盈餘變異性等。收集 1991 年至 1995 年，管理當局與財務分析師對同一年度皆曾作過盈餘預測的台灣證券交易所上市公司為研究樣本。其研究採取 Hassell and Jennings (1986)相同方法，以預測誤差百分比絕對值(absolute percent difference)來衡量。

實證結果發現：在檢定過程中，並未發現假說中所謂之任一公司特性為絕對影響管理當局與分析師預測相對準確度之因素。

5. 吳慧嫻(2004)

本研究主要在探討我國上市櫃公司自願性揭露盈餘預測準確度，以公司規模、產業別、負債比率、預測期間長短分類進行比較。

實證結果指出：上市櫃公司盈餘預測準確度並不高。投資人須謹慎判斷盈餘預測資訊可靠性；而僅有預測期間長短對準確有所影響。



第三章 研究假說及研究方法

本章共分為 4 節：第一節將依據過去文獻以及理論，發展出本研究之假說；第二節為樣本選取及資料來源；第三節說明各個變數的定義以及衡量方式；第四節介紹研究設計。

第一節 研究假說之發展

在證券市場上，投資大眾會參考公司所公布財務報表資料進行決策，但財務報表屬過去公司營運狀況資料，不具有即時性，因此，具有即時性與未來性的財務預測便成投資人所關切及參考的一項指標。而提供盈餘預測主要有管理當局與分析師兩者，管理當局具有內部使用者之優勢，但與投資大眾間有代理成本存在，因此投資人無法辨認管理當局其預測之可信度，管理當局為了降低資金成本往往會高估本身盈餘預測來吸引投資大眾注意。

Palepu (1993)表示，當市場低估公司實質價值時，公司藉由自願性資訊揭露以提高財務報導之可信度。當分析師的盈餘預測發布時，管理當局認為盈餘有被低估之可能時，此時管理當局會自願發布盈餘預測意願提高，來修正市場對公司之預期。McNichols (1989)在管理當局自願性預測研究上，發現管理當局有高估其自願性盈餘預測之現象。另外 Penman (1980)指出，管理當局自願性盈餘預測有資訊內涵，且有主動發布盈餘預測以影響股價之誘因。而分析師身為企業與投資人資訊中介之角色，相對上可能扮演較為中立之資訊提供者；基此，可瞭解管理當局自願性發布盈餘預測動機與態度，不同於分析師之觀點，是以本研究提出以下假說驗證是否管理當局之盈餘預測會高於分析師之盈餘預測，亦即會

呈現較為樂觀之預期。

H₁：管理當局盈餘預測比分析師盈餘預測樂觀

Spence (1973)提出訊號發射理論，解釋員工與雇主間的聘雇關係，認為在資訊不對稱情形下，雇主不知道求職者的能力，所以擁有資訊的一方透過行動，向資訊缺乏的一方傳遞真實價值的資訊，以消除或減少資訊不對稱。將訊息發射理論運用在資本市場上、管理者持股比率、公司財務結構，可視為一種管理當局傳達給外部使用者有關公司品質的訊息。依照訊息發射理論之觀點，在資訊不對稱下，由於外部投資人與債權人無法分辨公司優劣，體質較佳之公司會主動揭露，其相關的公司治理訊息，使市場對該公司有較正面之觀點。

以訊息發射理論之觀點，管理當局會傾向揭露好消息，而避免揭露壞消息。Hughes (1986)指出，當資訊不對稱時，一般投資大眾或債權人無法適當評價公司優劣，如此一來會降低投資或授信的意願，故當公司的價值越高，則公司將會傾向自願性揭露；李建然(1997)發現：當公司經營績效越好及管理當局擁有好消息時，較會揭露盈餘預測；許晁熙(2000)研究亦指出，台灣地區上市公司發布之盈餘預測，確實有樂觀偏差之傾向。

綜合上述，在自願性盈餘預測制度下，當公司具有好消息時，管理當局會更有意願發布盈餘預測，當有壞消息時，公司可選擇不發布盈餘預測。因此，市場上管理當局發布盈餘預測可能大都為好消息，當好消息較多時，也願意揭露更多公司資訊給投資大眾，讓投資大眾更充分了解公司營運狀況，進而對股價提升有所幫助。

因此，當公司揭露越多(或透明度越高)時，可能代表管理當局對其營運績效具有較高之信心，願意提供更多資訊給市場投資大眾，讓投資人了解公司狀況；因此，管理當局在資訊透明度愈高

之情境下，可能會傾向更樂觀之盈餘預測，進而拉大管理當局與分析師盈餘預測之差異；基此，建立如下之假說。

H₂：資訊透明度愈高，管理當局盈餘預測相對於分析師預測愈樂觀。

第二節 樣本選取與資料來源

一、樣本選取

本研究之研究對象為 2005 年與 2006 年管理當局有自願性發布盈餘預測，且同時有分析師發布盈餘預測之上市櫃公司，為避免管理當局與分析師兩者間盈餘預測時間點差異太大而造成之間差異，故研究中控制管理當局與分析師預測時距，兩者之盈餘預測發布日必須在相隔 60 日(註 1)之內。經資料庫之整理，此期間管理當局有發布盈餘預測之公司，在 2005 年有 76 家，2006 年有 24 家，總計 100 家；扣除無相對分析師盈餘預測之公司 26 家，總計管理當局與分析師兩者皆有發布盈餘預測之公司為 74 家；最後，扣除 74 家中，缺透明度資料之家數 7 家後，共計獲得 67 個研究樣本(完整之樣本分布如 60 頁附錄 A)(註 2)。研究樣本選取程序與樣本分布分別列示於表 3-1 與表 3-2。

表 3-1 研究樣本選取

程序	全部樣本	部分樣本
2005-2006 年管理當局自願性盈餘預測	100	100
減：無相對分析師盈餘預測	26	26
減：缺透明度資料		7
樣本數	74	67

表 3-2 樣本分布

透明度	2005 年	2006 年	總計
A ⁺	4	1	5
A	12	6	18
B	25	6	31
C	12	1	13
C ⁻	0	0	0
合計	53	14	67

二、資料來源

本研究所使用之公司資訊透明度資料取自財團法人證券暨期貨市場發展基金會所公佈之第 3 屆、第 4 屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果。管理當局盈餘預測資料、分析師盈餘預測資料以及其他上市櫃各項財務數字與比率，取自台灣經濟新報社資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)。

第三節 變數操作性定義

本研究所探討資訊透明度、管理當局盈餘預測、分析師盈餘預測之相關變數如下：管理當局盈餘預測值(managers' earnings forecasts, MEF)、分析師盈餘預測值(analysts' earnings forecasts, AEF)、盈餘預測差異(difference in earnings forecasts, DEF)、資訊透明度(transparency, TRANS)、公司規模(SIZE)、負債比率(Debt Ratio, DR)、董監持股比率(Shareholding Ratio of Directors and Supervisors, SRDS)、市場別(MARKET)。

上述變數之操作性定義如下並彙整於表 3-3。

一、管理當局盈餘預測值(MEF)

以管理當局預估之稅前淨利除以流通在外加權平均股

數，作為管理當局盈餘預測值，計算公式如(3-1)式：

$$MEF = \frac{\text{管理當局預估稅前淨利}}{\text{流通在外加權平均股數}} \quad (3-1)$$

二、分析師盈餘預測值(AEF)

以分析師預估之稅前淨利除以流通在外加權平均股數，作為分析師盈餘預測值，計算公式如(3-2)式：

$$AEF = \frac{\text{分析師預估稅前淨利}}{\text{流通在外加權平均股數}} \quad (3-2)$$

三、盈餘預測差異(DEF)

為本研究主要之應變數，藉以探討管理當局與分析師盈餘預測間之差異，是以管理當局盈餘預測值減分析師盈餘預測值，為本研究盈餘預測差異之衡量，計算公式如(3-3)式：

$$DEF = MEF - AEF \quad (3-3)$$

MEF：管理當局盈餘預測值。

AEF：分析師盈餘預測值。

四、資訊透明度(TRANS)

採證基會 2005 年、2006 年「資訊揭露評鑑系統評鑑」之結果為 A⁺、A、B、C、C⁻ 5 個等級，將 A⁺與 A 等級歸類為高透明度，B、C、C⁻歸類為低透明度；將高透明度設為 1，低透明度為 0。

五、公司規模(SIZE)

公司規模大小，會影響管理當局與分析師之盈餘預測準

確度，以往研究指出公司規模為影響預測偏誤之重要因素之一(Chiang, 2005；許秀賓，1993)，故本研究將公司規模列為控制變數，計算公式如(3-4)式：

$$\text{SIZE}=\text{LN}(\text{資產總額}) \quad (3-4)$$

六、負債比率(DR)

負債比率之增加，會使企業財務危機與破產機率相對提高，此時管理當局盈餘預測樂觀偏差愈大(許晁熙，2000)，同時，負債比率較高之公司，管理當局代理成本較高，必須以較高之成本募集資金，是以負債比率較高之管理當局可能會利用發布樂觀之盈餘預測加強投資人對公司之信心，以順利取得資金，計算公式如(3-5)式：

$$\text{DR} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}} \quad (3-5)$$

七、董監持股比率(SRDS)

董監持股比率越高，可能對公司本身營運狀況更為重視，管理當局盈餘預測之發布可能趨於樂觀，藉以影響公司股價，因此，本研究將董監持股比率列為控制變數。計算公式如(3-6)式：

$$\text{SRDS}=\frac{\text{年底董監持股數}}{\text{年底流通在外股數}} \quad (3-6)$$

八、市場別(MARKET)

本研究將市場別設為虛擬變數，區分上市與上櫃公司，

將上市公司設為 1，上櫃公司設為 0。

表 3-3 變數操作性定義

變數	代號	操作性定義
管理當局盈餘預測值	MEF	$\frac{\text{管理當局預估稅前淨利}}{\text{流通在外加權平均股數}}$
分析師盈餘預測值	AEF	$\frac{\text{分析師預估稅前淨利}}{\text{流通在外加權平均股數}}$
盈餘預測差異	DEF	管理當局盈餘預測值-分析師盈餘預測值
資訊透明度	TRANS	本研究採用衡量方式： 將評為A ⁺ 與A列為高透明度，B、C、C ⁻ 列為低透明度。
公司規模	SIZE	以總資產取自然對數，作為企業規模之衡量；公式如下： $\text{Ln}(\text{期末總資產})$
負債比率	DR	$\frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$
董監持股比率	SRDS	$\frac{\text{年底董監持股數}}{\text{年底流通在外股數}}$
市場別	MARKET	設虛擬變數，上市公司設為1，上櫃公司為0。

第四節 資料分析方法

本研究之目的在於探討資訊透明度對管理當局與分析師間盈餘預測之影響。採用統計方法，包括敘述統計、相關分析，H₁ 採成對 t 檢定，檢測管理當局與分析師盈餘預測間之差異。H₂ 採迴歸分析，探討資訊透明度是否會對管理當局與分析師盈餘預測間之差異有所影響。

H₂ 迴歸模型 1 如(3-7)式：

$$\text{DEF} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TRANS} + \alpha_2 \text{SIZE} + \alpha_3 \text{DR} + \alpha_4 \text{SRDS} + \alpha_5 \text{MARKET} + \varepsilon \quad (3-7)$$

其中，

DEF：盈餘預測差異；

TRANS：資訊透明度；

SIZE：公司規模；

DR：負債比率；

SRDS：董監持股比率；

MARKER：市場別；

ε ：殘差。



註 釋

- 註 1. 由於管理當局與分析師盈餘預測發布時間點不同，使樣本受限制，故本研究選取相隔 60 日之內有管理當局與分析師兩者有發布盈餘預測為樣本。
- 註 2. 資訊透明度採用第 3 屆及第 4 屆資訊揭露評鑑系統之結果，排除證基會所規定不符合評鑑及資料有所缺漏之公司 7 家。



第四章 實證結果與分析

在介紹本研究採用之研究方法後，將進一步分析及解釋本研究所得到的實證結果。首先，對樣本資料作敘述統計分析，以瞭解各相關變數之基本資料及資料特性，接著利用 t 檢定及迴歸分析方法探討管理當局與分析師盈餘預測兩者差異以及資訊透明度對管理當局與分析師盈餘預測兩者差異之關聯性。

第一節 敘述統計

表 4-1 彙總本研究各變數之敘述性統計量。管理當局盈餘預測值(MEF)之平均數為 3.767(標準差為 2.758)，中位數為 2.34，最大值為 11.99，最小值為-0.02；分析師盈餘預測值(AEF)之平均數為 3.590(標準差為 2.784)，中位數為 2.30，最大值為 12.93，最小值為 0.18；盈餘預測差異(DEF)之平均數為 0.177(標準差為 0.680)，中位數為 0.33，最大值為 2.62，最小值為-1.43。

由於盈餘預測差異(DEF)之衡量，係採管理當局盈餘預測值(MEF)減分析師盈餘預測值(AEF)，因此，平均數為正號代表管理當局盈餘預測值(MEF)平均大於分析師盈餘預測值(AEF)，以及管理當局相對樂觀於分析師。

另外，本研究樣本之資訊透明度(TRANS)方面，彙整表 4-2，在 67 個樣本中，A+等級之樣本數為 5 個，A 等級之樣本數為 18 個，B 等級之樣本數為 31 個，C 等級之樣本數為 13 個，無 C-等級之樣本數。

公司規模(SIZE)之平均數為 23.507(標準差為 2.357)，中位數為 22.96，最大值為 28.49，最小值為 20.10；負債比率(DR)之平均數

為 0.525(標準差為 0.241)，中位數為 0.51，最大值為 0.96，最小值為 0.07；董監持股比率(SRDS)之平均數為 0.224(標準差為 0.130)，中位數為 0.19，最大值為 0.68，最小值為 0.05。

表 4-1 敘述統計量

變數	樣本數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
MEF	67	3.767	2.758	2.34	11.99	-0.02
AEF	67	3.590	2.784	2.30	12.93	0.18
DEF	67	0.177	0.680	0.33	2.62	-1.43
SIZE	67	23.507	2.357	22.96	28.49	20.10
DR	67	0.525	0.241	0.51	0.96	0.07
SRDS	67	0.224	0.130	0.19	0.68	0.05

註：變數定義：MEF(管理當局盈餘預測值)、AEF(分析師盈餘預測值)、DEF(盈餘預測差異)、SIZE(公司規模)、DR(負債比率)、SRDS(董監持股比率)。

表 4-2 透明度區分

等級	家數
A ⁺	5
A	18
B	31
C	13
C ⁻	0
合計	67

註：本研究資訊透明度資料來源為證基會「資訊揭露評鑑系統」之第3屆、第4屆評鑑之結果。

第二節 相關分析

由於本研究除連續性變項外，另有透明度(TRANS)指標變項，因此，本研究同時列示 pearson 與 spearman 相關分析。

表 4-3 彙整本研究變數之兩兩相關情形，在未控制其他變數情況下，盈餘預測差異(DEF)與其他變數均未達顯著之相關；資訊

透明度(TRANS)與公司規模(SIZE)成正向關係(pearson 相關係數為 0.316，spearman 相關係數為 0.269)，顯示公司規模越大，透明度越高；資訊透明度(TRANS)與管理當局盈餘預測值呈顯著負向關係(pearson 相關係數為-0.282，spearman 相關係數為-0.319)；公司規模(SIZE)與負債比率(DR)呈顯著正向關係(pearson 相關係數為 0.593，spearman 相關係數為 0.518)，顯示公司規模越大，公司負債比率越高。另外，管理當局盈餘預測值(MEF)與分析師盈餘預測值(AEF)呈正向關係(pearson 相關係數為 0.970，spearman 相關係數為 0.969)。

表 4-3 相關分析

變數	MEF	AEF	DEF	TRANS	SIZE	DR	SRDS
MEF	1	0.969 **	0.143	-0.319 *	-0.075	-0.233	0.321 **
AEF	0.970 **	1	-0.066	-0.298 *	-0.52	-0.264	0.334 **
DEF	0.085	-0.160	1	-0.220	-0.181	0.071	-0.113
TRANS	-0.282 *	-0.232	-0.198	1	0.269 *	0.192	-0.077
SIZE	-0.162	-0.109	-0.214	0.316 *	1	0.518 **	-0.074
DR	-0.290	-0.303 *	0.064	0.232	0.593 **	1	-0.061
SRDS	0.203 **	0.239 **	-0.157	-0.126	0.12	-0.047	1

註：1. 變數定義：MEF(管理當局盈餘預測值)、AEF(分析師盈餘預測值)、DEF(盈餘預測差異)、TRANS(資訊透明度)、SIZE(公司規模)、DR(負債比率)、SRDS(董監持股比例)。

2. 左下半為 pearson 相關分析；右上半為 spearman 相關分析。

3. **: 表顯著水準 0.01。

*: 表顯著水準 0.05。

第三節 管理當局與分析師盈餘預測

本節在探討管理當局與分析師盈餘預測，比較兩者間所作之盈餘預測差異。在表 4-4 中，使用成對 t 檢定，來檢視管理當局與分析師兩者的盈餘預測。

依本研究調查期間，同時具有管理當局與分析師盈餘預測之樣本，共有 74 個。另外，扣除其中 7 個樣本缺少資訊透明度資料後，計 67 個(此樣本為後續之主要樣本)。

在全部樣本(74 個樣本)，管理當局之平均盈餘預測值為 3.867，分析師平均盈餘預測值為 3.654，經成對 t 檢定($t=2.613$ ， $p=0.011$)達顯著性。另外在部分樣本(67 個樣本)，管理當局之平均盈餘預測值為 3.767，分析師平均盈餘預測值為 3.590，經成對 t 檢定($t=2.133$ ， $p=0.037$)亦達顯著水準。

從上述分析顯示，管理當局盈餘預測會顯著高於分析師盈餘預測，亦即接受本研究 H_1 。

表 4-4 管理當局盈餘預測樂觀性檢定

管理當局盈餘預測			分析師盈餘預測			成對 t 檢定(p)	
樣本數	平均數	標準差	樣本數	平均數	標準差	t	(p)
74	3.867	2.968	74	3.654	2.961	2.613	0.011
67	3.767	2.758	67	3.590	2.784	2.133	0.037

第四節 資訊透明度對盈餘預測差異

以往有些研究認為，當資訊透明度愈高時，會降低管理者與外界(如：分析師)間資訊不對稱問題。因此，如果據此推論，資訊透明度愈高，則管理當局與分析師盈餘預測差異愈小。

然從訊息發射理論之觀點，管理當局會傾向揭露好消息，而避免揭露壞消息。由於我國從 2005 年起，按「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」，原強制性之管理當局盈餘預測，已修訂為自願性揭露，因此，在這新環境下，所有之管理當局盈餘預測均屬於自願性揭露之性質；如果按訊息發射理論，管理當局在透明度愈高之環境下，可能會傾向更樂觀之盈餘預測，進而，拉

大管理當局與分析師盈餘預測之差異。

而上述互相競爭之推論，究竟何者較能解釋透明度管理當局與分析師盈餘預測之影響呢？基此，本研究以管理當局盈餘預測值(MEF)減分析師盈餘預測值(AEF)，即盈餘預測差異(DEF)，作為本研究之依變數，以資訊透明度(TRANS)為焦點變數，以公司規模(SIZE)、負債比率(DR)、董監持股比率(SRDS)、市場別(MARKET)為控制變數，建立迴歸模式進行實證性分析。

實證結果如表 4-5(註 1)，實證模式達顯著水準($F=2.694$ ， $p=0.029$)，整體解釋力達 11.4%。研究結果顯示：資訊透明度(TRANS)與盈餘預測差異(DEF)呈正向關係(係數=0.392， $p=0.049$)，顯示當資訊透明度(TRANS)愈高時，管理當局與分析師盈餘預測差異(DEF)會益形擴大；同時，較支持訊息發射理論，此結果亦支持本研究 H_2 。

另外，研究中為避免極端值對研究結果之影響，視「盈餘預測差異」之前後 2.5%為異位點，採用 wiasoritation 方法，將異位值修改成最接近之非異位值，進行相同之研究。研究結果彙整如表 4-6，整體模式達顯著水準($F=2.758$ ， $p=0.026$)，解釋力達 11.8%。

實證結果與前述原始資料之研究結果相似，亦即資訊透明度(TRANS)愈高，會拉大管理當局與分析師盈餘預測差異(DEF)，亦即當資訊透明度愈高時，管理當局之盈餘預測相對於分析師會更為樂觀。

在其他控制變數方面，公司規模(SIZE)與盈餘預測差異(DEF)呈負向關係(係數=0.181， $p=0.002$)，可能隱含當公司規模愈大時，管理當局可能面對較大之監督，因此，會降低其過於樂觀之程度。另外，負債比率(DR)與盈餘預測差異(DEF)呈正向關係(係數=1.031， $p=0.018$)，顯示負債比率愈高時，可能管理當局為了降低籌措資金之成本，因而，傾向採取較樂觀之盈餘預測之態度。

表 4-5 資訊透明度與盈餘預測差異之關係—原始資料

變數	係數	t 值	p 值	VIF
Constant	3.797	3.424	0.001	
TRANS	0.392	2.005	0.049 **	1.375
SIZE	-0.181	-3.176	0.002 ***	2.891
DR	1.031	2.425	0.018 **	1.691
SRDS	-0.716	-1.164	0.249	1.023
MARKET	0.169	0.792	0.431	1.556
N		67		
F(p)		2.693(0.029)		
R ²		0.181		
Adj R ²		0.114		

註：1. 依變數：DEF(盈餘預測差異)。自變數：TRANS(資訊透明度)、SIZE(公司規模)、DR(負債比率)、SRDS(董監持股比率)、MARKET(市場別)。

2. ***：表顯著水準 1%。

**：表顯著水準 5%。

表 4-6 資訊透明度與盈餘預測差異之關係—調整異位點

變數	係數	t 值	p 值	VIF
Constant	3.491	3.437	0.001	
TRANS	0.313	1.750	0.085 *	1.375
SIZE	-0.166	-3.186	0.002 ***	2.891
DR	1.005	2.583	0.012 **	1.691
SRDS	-0.659	-1.170	0.246	1.023
MARKET	0.143	0.731	0.468	1.556
N		67		
F(p)		2.758(0.026)		
R ²		0.184		
Adj R ²		0.118		

註：1. 依變數：DEF(盈餘預測差異)。自變數：TRANS(資訊透明度)、SIZE(公司規模)、DR(負債比率)、SRDS(董監持股比率)、MARKET(市場別)。

2. 盈餘預測差異之前後 2.5% 為異位點，採用 wiasoritation 方法，將異位值修改成最接近之非異位點；調整後之盈餘預測差異介於 1.75 與 -0.94 之間。

3. ***：表顯著水準 1%。

**：表顯著水準 5%。

*：表顯著水準 10%。

註 釋

註 1. 另外，本研究採用管理當局與分析師盈餘預測差異之絕對值作為觀察，研究結果如 62 頁附錄 B。



第五章 結論、建議與限制

第一節 研究結論

在國內外無預警爆發一連串企業財務危機情況下，使得企業資訊透明度成為投資人所關注之議題，因此造成世界各國健全公司治理以提升企業財務資訊透明度，而資訊透明度的提升是否有助於企業內部與外部資訊不對稱問題呢？由於分析師擔任企業與投資者資訊之中介角色，為投資人資訊依賴之重要來源；因此，本研究希望探討資訊透明度對管理者與分析師盈餘預測之影響。

本研究結果指出，管理當局之盈餘預測偏向較樂觀之態度，而分析師在預測態度上，相對於管理當局較趨保守態度。此研究發現：與以往之研究具一致性(如：許晁熙[2000]研究指出：台灣地區上市公司發布之盈餘預測有樂觀偏差傾向)。

另外，本研究亦發現在透明度愈高之環境下，管理當局之盈餘預測與分析師盈餘預測差異有擴大之現象，代表管理當局在自願性揭露環境下，會傾向透過公司揭露之管道，以傳達企業未來盈餘之好消息，此結果與訊息發射理論之主張一致，亦即管理者在自願性環境下，會傾向傳達企業正面消息，以提高市場投資人對企業之信心。

基此，研究結果原本希望透過公司資訊揭露程度之加強，以降低企業資訊不對稱現象，然從盈餘預測資訊來源管道之比較上，卻給予管理當局更強之資訊操弄空間，以致無法藉由透明度之提高而提供更有意義之決策資訊。

第二節 研究建議

- 一、由於本研究發現，在自願性揭露環境下，管理當局會傾向更為樂觀之盈餘預測態度。因此，相關政策單位未來應對此項自願性盈餘預測進行管制，以避免對投資人之誤導。
- 二、本研究僅比較管理當局與分析師盈餘預測之差異，並未更深入探討管理當局與分析師盈餘預測之準確度問題，後續研究可針對此議題進行研究，以更能瞭解管理當局與分析師盈餘預測行為以及其資訊有用性。

第三節 研究限制

我國財務預測在 2005 年廢除強制性盈餘預測後，改實施自願性盈餘預測，意指公司不一定要發布盈餘預測，使得發布盈餘預測之公司大為減少，致使分析樣本數較為不足，較難作一般之推論。