DOI: 10.6277/TER.202603_54(1).0003

關鍵查核事項對權益融資之影響

陳孔麒*

新式查核報告新增之關鍵查核事項, 係依據會計師之專業判斷認為在財務報導揭露上最為重要需傳達給使用者的資訊。本研究發現關鍵查核事項具有未來市場股價表現與經營績效不佳的資訊, 並發現關鍵查核事項增加公司藉由現金增資或向非公司內部人募集權益資金之困難度, 當公司有向投資大眾或非公司內部人募集權益資金的需求時, 公司內部人應重視財務報導的編製, 避免複雜的關鍵查核事項而減少投資人的投資意願, 整體而言, 實施新式查核報告提升公司內部人編製財報的責任與改善資訊不對稱。

關鍵詞: 關鍵查核事項, 現金增資, 私募融資, 股價表現
JEL 分類代號: G32, M42

1 緒論

財務報導是投資人的重要參考資訊, 尤其被會計師查核過的財務報導會比管理階層直接出具的財務報導, 更具有說服力。台灣於2016年開始採用新式查核報告, 查核過的財務報導被要求揭露更多的查核資訊。查核報告是已查核財務報導的重要組成部分, 其置於四大財務報表之前, 記載會計師查核財務報導的查核意見, 而新式查核報告之查核規定及意見表達皆與過去不同。新式查核報告最重要的差異為增加關鍵查核事項段, 此段為依據會計師之專業判斷, 認為在財務報導揭露上最為重要需傳達給使用者之查核資訊。

*作者為銘傳大學會計學系助理教授 (chichen@mail.mcu.edu.tw)。作者感謝主編、責任編輯與審查人的專業寶貴意見, 使本文更臻完善。

經濟論文叢刊 (*Taiwan Economic Review*), 54:1 (2026), 87–119。
國立台灣大學經濟學系出版

臺灣大學學術期刊資料庫

有研究指出新式查核報告對投資人並未產生顯著的助益, 因關鍵查核事項段的揭露, 會使投資人拒絕投資, 降低投資意願, 使投資市場的效率降低, 且投資人在有效率的投資市場已反映所有攸關資訊, 新式查核報告未及時提供投資人重要資訊 (Gutierrez et al., 2018; Rapley, Robertson, and Smith, 2021; Lennox, Schmidt, and Thompson, 2023), 但亦有研究指出新式查核報告所新增的關鍵查核事項段, 對投資人具有幫助 (Kohler, Ratzinger-Sakel, and Theis, 2020; Zhai et al., 2021), 因投資人可藉由會計師的視角, 提供財務報導中關鍵的查核資訊, 傳達具較高風險而需特別注意的事項。

當公司有權益融資的需求時, 可藉由現金增資或私募融資的方式引進所需的權益資金。其中, 現金增資是向不特定的投資大眾取得資金的權益融資方式, 主管機關為保護一般投資大眾, 對於現金增資公司有較為嚴謹的法規限制, 例如公司須具有較佳的財務狀況與經營績效, 也需揭露較多的私有資訊。然而, 由於權益融資的對象是開放給權益市場的投資大眾, 法規並未限制投資人的財富資格。

相較於現金增資, 私募融資是藉由公司與特定投資人間的私下協商取得權益融資資金, 公司可保有較多的私有資訊, 法規給予的限制較現金增資寬鬆, 藉以讓有資金需求的公司避免因嚴格法規限制而失去投資機會, 另一方面, 為同時兼具保護投資大眾的目的, 以限制投資人財富資格的方式, 避免較不具風險承擔能力的投資人因參與私募融資, 而承受過大的投資風險, 因此, 基於投資人財富資格的限制, 私募融資的投資人較一般投資大眾更具專業能力, 較能夠理解私募融資公司的私有資訊。

過去文獻指出私募融資公司具有較大的資訊不對稱程度, 在公司無法或不願意揭露私有資訊的情況下, 可藉由私募融資完成資金募集, 投資大眾則僅能透過私募融資之資訊, 間接預測私募融資公司的未來表現 (Chemmanur and Fulghieri, 1999; Wu, 2004; Brophy, Ouimet, and Sialm, 2009)。在私募融資公司之私有資訊不公開的情況下, 私募融資之應募人為重要的資訊之一, 過去研究認為私募融資之應募人為專業的投資人, 其投資決策係為傳遞公司未來表現的重要訊號 (Cheng, Wang, and Chen, 2014)。

查核報告係提供財務報導是否具有重大不實表達之查核意見, 亦是私

臺灣大學學術期刊資料庫

募融資的協商過程中, 評價公司品質的重要參考依據。新式查核報告加入關鍵查核事項段, 預期可以改善舊式查核報告難以幫助投資人辨認重大查核資訊之缺陷, 尤其私募融資公司的資訊不對稱較為嚴重, 其助益應更為明顯。

實施新式查核報告的目的之一, 係為提供更多的資訊, 協助財務報導使用者瞭解依會計師之專業判斷, 對財務報導之查核最為重要之事項, 因此, 本研究首先探討新式查核報告是否具有資訊效應, 能使投資人藉由關鍵查核事項的資訊瞭解公司經營績效的品質, 並判斷對於財務報導的信任程度, 以評估公司的未來市場表現。

本研究亦探討新式查核報告是否影響公司的權益融資, 權益融資包含現金增資與私募融資, 現金增資的投資人並未被法規限制, 係屬非特定的投資大眾, 而依據證券交易法第 43 條之 6 第 1 項, 私募融資之應募人被限制為特定較專業的投資人。財務報導為私募融資公司非公司內部人瞭解公司資訊的重要來源, 其資訊的解讀需具有專業的知識, 本研究探討新式查核報告對使用者的影響, 認為投資人的專業程度於新式查核報告資訊效應的解讀具有差異, 當會計師於關鍵查核事項揭露公司重大查核資訊時, 愈多的項目數與字數會使一般投資人因專業限制而減少投資, 增加公司現金增資的困難度。

研究新式查核報告對權益融資的影響, 可提供揭露的關鍵查核事項段分別對於一般投資人與專業投資人之決策影響。新式查核報告除增加關鍵查核事項段以外, 亦增加管理階層對財務報表之責任段, 其係於查核報告說明編製財報的責任為公司之管理階層, 以明確公司內部人編製財報的責任。據本研究所知, 目前對於新式查核報告有關於權益融資影響之研究, 僅有黃劭彥等 (2023) 與王曉雯, 曾雲蘭, 與徐冠允 (2023), 前者探討關鍵查核事項與風險之關聯性, 認為會計師在查核報告中揭露之關鍵查核事項, 可做為傳遞風險之訊號, 降低利害關係人因資訊不對稱而制定錯誤決策之可能性, 而後者探討關鍵查核事項對權益資金成本的影響, 認為在新式查核報告中揭露關鍵查核事項將會顯著增加公司超額權益資金成本。而本研究進一步以現金增資與私募融資之權益融資, 藉由績效、相對使用比率、內部人參與、與私募訂價探討關鍵查核事項對權益融資之影響, 因此, 本研究

臺灣大學學術期刊資料庫

可提供權益融資公司與投資人, 瞭解新式查核報告的施行對於公司現金增資與私募融資之權益融資決策、投資人決策與股價表現之影響。

本研究以2009年至2022年上市櫃公司進行分析, 發現關鍵查核事項於2016年實施後, 項目數與字數之平均數具有逐年遞減的趨勢, 顯示整體市場的平均公司重大查核資訊隨新式查核報導的實施年度而逐年降低。此外, 研究結果顯示關鍵查核事項的實施減少私募融資的股價異常反應, 顯示新式查核報告顯著降低私募融資公司與投資人間的資訊不對稱問題。

本研究設立關鍵查核事項對公司次年度股價異常反應與經營績效具相關之假說, 實證結果發現愈多的關鍵查核事項項目數與字數, 會顯著與公司財務報導次年度之股價異常反應與經營績效呈負向相關, 顯示關鍵查核事項具有資訊效應, 新式查核報告能提供更多與未來有關的資訊, 因關鍵查核事項具降低盈餘之資訊內涵, 亦即降低投資人對財報之信任度, 愈多關鍵查核事項項目數與字數的公司, 具有愈不佳的公司未來市場股價表現與經營績效的意涵。

最後, 實證結果發現較多的項目數與字數會降低公司現金增資的權益融資相對比例, 以及減少非公司內部人應募私募融資之比率, 且增加非內部人應募私募融資的折價, 意即增加權益融資公司向投資大眾或非公司內部人籌措資金的困難度與籌資成本, 當公司有向投資大眾以現金增資籌措資金的外部權益資金需求時, 公司內部人應重視財務報導的編製, 避免複雜的關鍵查核事項而使投資人減少投資意願。

本研究分為5部分, 第1部分為本研究之背景說明, 第2部分為相關文獻與假說發展, 第3部份為樣本來源與研究方法, 說明本研究的資料來源與將使用的研究方法, 第4部份為本研究實證結果, 最後, 第5部分為本研究結論。

2 相關文獻與假說發展

自2016年開始實施新式查核報告後, 查核報告的格式與內容已與過去不同, 其中, 最為顯著的差異為新增關鍵查核事項。依據審計準則公報第58號 (以下同) 第2條之規定, 溝通關鍵查核事項之目的係為提供重要資訊, 協助財務報導使用者瞭解依會計師之專業判斷, 對財務報導之查核最為重

臺灣大學學術期刊資料庫

要之事項。具體而言, 關鍵查核事項係指該領域重大不實表達風險較高、或涉及管理階層重大判斷、亦或重大事件或交易對查核之影響, 經考量後判斷需傳達給財報使用者之高度關注的事項[1] (第 8 條)。此外, 依據第 10 條之規定, 關鍵查核事項應分別敘明各重要事項, 愈多須溝通的事項, 會有愈多數量的關鍵查核事項項次, 且上市與上櫃公司之查核報告除法令不允許或特殊情況之外, 皆被要求強制揭露關鍵查核事項 (第 13 條), 上市與上櫃公司若無關鍵查核事項須溝通, 亦須直接敘明未有須溝通之關鍵查核事項 (第 15 條)。

公司內部人在編製與監督財務報導流程中扮演重要角色, 會計師之查核團隊與治理單位溝通, 能使治理單位瞭解會計師擬於查核報告中溝通之關鍵查核事項, 亦提供治理單位於必要時作進一步釐清之機會 (第 75 條)。此外, 第 57 號第 27 條、第 29 條及第 58 號第 49 條亦指出公司資訊之提供係管理階層及治理單位之責任, 於查核報告中溝通關鍵查核事項, 可提供預期使用者就受查者經查核之財務報導或所執行之查核相關事項之瞭解 (第 3 條)。

目前已有文獻發現, 實施新式查核報告對於公司具有影響。Reid et al. (2019) 發現新式查核報告可以避免增加審計成本而提升財報品質, 實施新式查核報告可以提供投資人過去向查核者詢問的資訊, 讓查核報告更具有資訊效應。黃劭彥等 (2023) 認為關鍵查核事項的項目數與字數係為會計師在查核報告中傳遞經營風險的訊號, 揭露之關鍵查核事項與試圖降低利害關係人因資訊不對稱而制定錯誤決策之可能性有關。本研究認為新式查核報告具資訊效應, 基於關鍵查核事項是查核團隊與管理階層作進一步溝通之基礎, 當會計師出具愈多的關鍵查核事項, 傳達財務報導的查核風險愈廣泛的資訊。

再者, 過去文獻亦發現非專業的投資人較難將財務報導資訊納入投資決策, 新式查核報告的實施減少非專業投資人的投資意願 (Sirois, Bédard, and Bera, 2018; Rapley, Robertson, and Smith, 2021)。張祐慈等 (2021) 發現關鍵查核事項的異常文本複雜度會增加股價崩跌風險, 顯示關鍵查核事

[1]關鍵查核事項可協助預期使用者瞭解受查者, 以及財務報表中涉及管理階層重大判斷之領域 (第 2 條), 但關鍵查核事項並非指風險最高之事項。

臺灣大學學術期刊資料庫

項的複雜度降低投資人的投資意願與投資偏好。史雅男與曾家璿 (2023) 認為關鍵查核事項與風險性資訊有關, 會計師藉由關鍵查核事項曝光公司風險, 投資人得以辨別公司是否進行高風險性投資。黃劭彥等 (2023) 認為當公司財報品質愈為低落, 其經營風險可能較高, 會計師在查核報告中揭露之關鍵查核事項項目數與字數做為傳遞風險之訊號, 可試圖降低利害關係人因資訊不對稱而制定錯誤決策之可能性。

然而, 在關鍵查核事項對於股價表現的資訊意涵部分, 文獻尚未有一致的實證結果。舉例而言, 蘇裕惠與李冠儒 (2020) 以2016年之1年樣本期間, 探討關鍵查核事項的宣告效果, 實證結果發現關鍵查核事項對於價值攸關性具負向顯著關係, 亦即關鍵查核事項會降低未預期盈餘反應於股價表現的短期宣告效果, 但關鍵查核事項對於股價表現不具顯著關係。翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 延長以2016年至2018年之3年樣本期間, 探討關鍵查核事項對於股價表現的影響, 實證結果亦發現關鍵查核事項對於價值攸關性的負向顯著關係, 當會計師揭露的關鍵查核事項數量愈多時, 會產生愈低的價值攸關性, 減少公司未預期盈餘反應於1年股價報酬的程度, 但發現關鍵查核事項對於股價表現具有顯著正向關係, 意指會計師揭露愈多的關鍵查核事項, 會傳遞予投資大眾其公司未來1年股價表現愈佳的資訊效果。

綜上所述, 本研究認為當查核時具有愈多高度關注事項被認為係屬重大查核資訊需於查核報告揭露時, 預期關鍵查核事項具降低盈餘之資訊內涵, 亦將降低投資人對財報之信任度, 並負向影響投資人的投資偏好, 使關鍵查核事項對於市場的股價表現與經營績效產生負向相關。

假說 1. 關鍵查核事項與次年度之股價表現與經營績效具負向相關。

私募融資為公司有效率取得資金的融資方式。與向不特定的投資大眾取得資金之現金增資不同, 私募融資是向特定投資人藉由私下協商的方式取得資金, 應募人被要求須具有特定財富以上之投資人, 因此, 私募融資之應募人被限制須具有較大的投資風險承受能力, 主管機關因此給予私募融資較為寬鬆的規定, 使公司減少被法規的限制與行政作業時間。

台灣自2002年2月6日立法通過並公布證券交易法第43條之6至第43條之8有關私募融資的法源後, 公司可向特定的投資人取得股權融資,

臺灣大學學術期刊資料庫

迄今已有愈來愈多的公司藉由私募融資取得營運所需資金, 其規模於2005年超過現金增資 (Cheng, Wang, and Chen, 2014)。私募融資是有資金需求的公司藉由私下協商的方式, 向特定投資人取得資金的融資方式, 由於是向特定人取得融資, 過去研究指出具有較大資訊不對稱的公司, 會傾向藉由私募融資取得資金, 以保留較多的私有資訊 (Chemmanur and Fulghieri, 1999; Wu, 2004; Brophy, Ouimet, and Sialm, 2009)。

由於私募融資公司具有較大的資訊不對稱程度, 因此, 私募融資的完成宣告及其宣告資訊會傳遞公司未來表現的資訊。許多研究指出完成私募融資的公司會有較佳的長期表現 (Cheng, Wang, and Chen, 2014), 此正向的長期表現來自於監督效果 (Wruck, 1989) 與低估效果 (Hertzel and Smith, 1993)。

監督效果是指參與私募融資的應募人, 會透過對私募融資公司的大量股權投資, 提供對私募融資公司之監督 (Wruck, 1989), 因此, 應募人之專業能力與投資期間會顯著影響私募融資公司的長期表現, 其中, 金融機構被認為具有較為專業的投資能力, 當長期投資型的金融機構願意參與私募融資, 私募融資公司會有較佳的長期表現 (Cheng, Wang, and Chen, 2014)。低估效果則與資訊不對稱有關, 由於私募融資公司具有較大程度的資訊不對稱, 當公司被市場低估時, 公司可藉由私募融資讓專業應募人參與, 進而向投資大眾傳遞公司品質的正向訊號。

本研究認為新式查核報告與公司權益融資方式的選擇具顯著影響, 過去文獻發現新式查核報告的實施, 雖然提供更多的關鍵查核資訊, 但因非專業的投資人無法將其納入投資決策, 使得投資人不願意投入資金 (Christensen, Glover, and Wolfe, 2014; Rapley, Robertson, and Smith, 2021)。本研究推論新式查核報告新增之關鍵查核事項與權益融資有關, 因關鍵查核事項具降低盈餘之資訊內涵, 降低投資人對財報之信任度, 若公司有權益融資需求, 較少的財務報導關鍵查核事項將有助於以現金增資向投資大眾募集資金, 反之, 將增加私募融資的相對使用比率。

再者, 本研究推論關鍵查核事項與私募融資的應募人有關, 較少的關鍵查核事項將有助於向非內部人募集資金, 反之, 將增加內部人自己應募私募融資的參與比率, 亦即當公司有向非內部人募集私募融資的需求時, 較

臺灣大學學術期刊資料庫

少的關鍵查核事項將有助於完成私募融資, 使公司內部人更有動機與責任編製財務報導, 以避免會計師溝通較多的關鍵查核事項, 降低非內部人對財務報導的信任度, 因此, 關鍵查核事項分別對於現金增資占權益融資、以及非內部人認購私募融資之比率具負向相關。

假說 2. 關鍵查核事項與現金增資占權益融資之比率具負向相關。

假說 3. 關鍵查核事項與非內部人認購私募融資之比率具負向相關。

最後, 私募融資的折價幅度反映投資人的資訊成本, 以及公司股價被低估的程度。前者係指當公司的資訊不對稱程度愈大, 外部投資人會愈難以知悉公司的真實價值, 因而要求較大的折價幅度, 而後者係指當公司的股價被市場低估並有權益資金需求時, 公司會向特定應募人以私下協商的方式, 期望藉由應募人的專業能力, 以私募融資的方式募集所需資金並緩解股價低估 (Hertzel and Smith, 1993)。

王曉雯, 曾雲蘭, 與徐冠允 (2023) 以關鍵查核事項的風險認知效果假說, 認為在新式查核報告中揭露關鍵查核事項項次數目愈多, 投資人可能將其解讀為會計師認為該公司財務報表潛在的查核風險較多, 投資人因而將會顯著增加公司超額權益資金成本。本研究認為關鍵查核事項將有助於非內部人應募私募融資公司時, 瞭解私募融資公司與其財務報導的風險程度, 較多之關鍵查核事項將使非內部人對公司之財務風險評估較高, 故需壓低訂價以吸引非內部人, 使關鍵查核事項與非內部人認購私募融資之訂價呈負向相關。

假說 4. 關鍵查核事項與非內部人認購私募融資之訂價具負向相關。

3 樣本來源與研究方法

3.1 樣本來源與公司股價表現

本研究資料來源為台灣證券交易所 (Taiwan Stock Exchange, TSE) 之私募專區, 以及台灣經濟新報公司 (Taiwan Economic Journal Corporation, TEJ) 之財報資料庫、權益資料庫與審計資料庫。除政府管制型產業 (例如: 金融業) 以外, 台灣上市櫃公司皆納入本研究之資料樣本, 樣本期間為 2009

臺灣大學學術期刊資料庫

年至2022年, 共有24,019筆公司股價年報酬率資料, 其中, 所需財務報表資料不全之樣本有28筆, 本研究樣本數為23,991筆。

翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 以2016至2018年之3年資料實證關鍵查核事項對股價表現的關聯性, 本研究參考其多元迴歸模型設定並納入以下三點考量。翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 建議未來研究可延長樣本期間, 故本研究使用2016年至2022年之7年資料, 再者, 翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 以累積12個月的每月異常報酬估計公司年度股價表現 (CAR), 本研究以買進持有法 (Buy and Hold) 與資本資產定價模型計算之 α 估計公司股價表現,[2] 買進持有法的股價表現之計算方式如下:

$$\mathrm{BHR}_{i,a:b} = \left[\prod_{mo=a}^{b}\left(1 + R_{i,mo}\right)\right] - 1, \tag{1}$$

其中, BHR 為買進持有法之公司年度股價表現, $R_{i,mo}$ 為 i 公司第 mo 月的股價報酬, 期間 $a:b$ 參考翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 之4月至次年3月, 股價異常報酬即為如下:

$$\mathrm{BHAR}_{i,t} = \mathrm{BHR}_{i,t} - \mathrm{BHR}_{\mathrm{control},t}, \tag{2}$$

其中, BHAR 為 i 公司股價第 t 年異常報酬, $\mathrm{BHR}_{\mathrm{control}}$ 為加權指數報酬。資本資產定價模型之估計式如下:

$$R_i - R_f = \alpha_i^{\mathrm{CAPM}} + \beta_i \times \left(R_m - R_f\right) + \varepsilon_i, \tag{3}$$

其中, R_i 為 i 公司股價第 t 年報酬率, R_f 為無風險利率, β_i 為資本資產定價模型之 Beta 值, R_m 為加權股價指數年報酬率, 期間亦參考翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 之4月至次年3月, 移項後, 計算式如下:

$$\alpha_i^{\mathrm{CAPM}} = R_i - R_f - \hat{\beta}_i \times \left(R_m - R_f\right), \tag{4}$$

其中, $\hat{\beta}_i$ 若為期初最近的可得數值, 可模擬於期初建立零系統風險 (Beta) 投資組合, 故自 TEJ 取得每年3月底之前1年期 Beta 值做為 Beta 估計值, 計算後之 α_i^{CAPM} 為變數 CAPM, 意指期初每年4月持有至次年3月所建立投資組合之異常報酬率。最後, 加入公司成長能力之控制變數。

[2]本研究亦以7年的延長樣本期間及 CAR 進行實證 (未揭示), 結果顯示關鍵查核事項與股價表現間之迴歸係數呈未達顯著性的負值。

臺灣大學學術期刊資料庫

3.2 關鍵查核事項之多元迴歸模型

本研究參考翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 建立以下多元迴歸模型, 探討關鍵查核事項是否具有資訊效應:

$$\begin{aligned}\text{BHAR}_i \text{ or } \text{CAPM}_i \text{ or } \Delta\text{ROA}_i = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{KAMP}_i + \beta_2 \text{KAMW}_i \\ & + \beta_3 \text{UE} \times \text{KAMP}_i + \beta_4 \text{UE} \\ & \times \text{KAMW}_i + \beta_5 \text{UE}_i \\ & + \sum_j \beta_j \text{Control}_{ij} + \varepsilon_i, \end{aligned} \tag{5}$$

其中, 應變數分別為 BHAR、CAPM 與 ΔROA, BHAR 與 CAPM 皆用以衡量公司的異常股價表現, ΔROA 為公司經營績效成長, ROA 為稅前息前淨利除以資產總額。自變數係為前 1 年度之 KAMP 或 KAMW, 以及當年度 UE, KAMP 為查核報告之關鍵查核事項項目數, KAMW 為關鍵查核事項字數之自然對數, UE 為未預期盈餘, 計算方式為繼續營業單位稅後淨利成長除以期初普通股市值(翁慈青, 林書賢, 與黃靖權, 2022)。Control 為控制變數, 本研究參考翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 以前 1 年底之公司規模 (Size_{-1})、負債比率 (Leverage_{-1})、獲利能力 ($\text{Profitability}_{-1}$) 與成長能力 ($\text{Growth}_{-1}$)、虧損 ($\text{Loss}_{-1}$)、市價淨值比 ($\text{MB}_{-1}$)、公司風險 ($\text{Beta}_{-1}$)、公司上市櫃年數 ($\text{FirmAge}_{-1}$) 控制公司特性, 其中, 公司規模為資產總額之自然對數 ($\ln(\text{Total Assets}_{-1})$), 負債比率為負債總額除以資產總額 ($\text{Total Liabilities}_{-1}/\text{Total Assets}_{-1}$), 獲利能力為稅前息前淨利除以資產總額 ($\text{EBIT}_{-1}/\text{Total Assets}_{-1}$), 成長能力為營收淨額成長除以資產總額 ($(\text{Sales}_{-1} - \text{Sales}_{-2})/\text{Total Assets}_{-1}$), 虧損為虛擬變數, 其值為 1 表示淨利為負, 否則其值為 0, 市價淨值比為公司市值除以公司股東權益總額 ($\text{Market Value}_{-1}/\text{Total Equity}_{-1}$), 公司風險為公司的 Beta 值, 公司上市櫃年齡為上市櫃年數加一後取自然對數。另外, 加入會計師事務所、產業與年度之固定效果, 以控制其餘特性。

其次, 本研究建立以下多元迴歸模型, 探討考量權益融資後, 關鍵查核

臺灣大學學術期刊資料庫

事項是否影響股價異常報酬:

$$\begin{aligned}\text{BHAR}_i \text{ or } \text{CAPM}_i \text{ or } \Delta\text{ROA}_i = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{KAMP}_i + \beta_2 \text{KAMW}_i \\ & + \beta_3 \text{SEO} \times \text{KAMP}_i + \beta_4 \text{SEO} \\ & \times \text{KAMW}_i + \beta_5 \text{PE} \times \text{KAMP}_i \\ & + \beta_6 \text{PE} \times \text{KAMW}_i \\ & + \beta_7 \text{SEO}_i + \beta_8 \text{PE}_i \\ & + \sum_j \beta_j \text{Control}_{ij} + \varepsilon_i, \end{aligned} \tag{6}$$

其中, 應變數分別為 BHAR、CAPM 與 ΔROA, BHAR 與 CAPM 皆用以衡量公司的異常股價表現, ΔROA 為公司經營績效成長。自變數為 KAMP、KAMW、SEO 與 PE, SEO 為虛擬變數, 其值為 1 表示公司當年度有進行現金增資, 否則其值為 0, PE 為虛擬變數, 其值為 1 表示公司當年度有進行私募融資, 否則其值為 0。Control 為控制變數, 分別為前 1 年底之公司規模 (Size_{-1})、負債比率 (Leverage_{-1})、獲利能力 ($\text{Profitability}_{-1}$) 與成長能力 ($\text{Growth}_{-1}$)、虧損 ($\text{Loss}_{-1}$)、市價淨值比 ($\text{MB}_{-1}$)、公司風險 ($\text{Beta}_{-1}$)、公司上市櫃年數 ($\text{FirmAge}_{-1}$) 以控制公司特性, 另外, 加入會計師事務所、產業與年度之固定效果, 以控制其餘特性。

3.3 權益融資之多元迴歸模型

本研究建立以下多元迴歸模型, 探討關鍵查核事項是否影響公司的權益融資, 增加公司以現金增資向投資大眾進行權益募資之困難度:

$$\begin{aligned}\text{SEO/PE Relative}_i \text{ or } \text{Outsider}_i = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{KAMP}_i + \beta_2 \text{KAMW}_i \\ & + \sum_j \beta_j \text{Control}_{ij} + \varepsilon_i, \end{aligned} \tag{7}$$

其中, SEO/PE Relative 為當年度現金增資占權益融資之比率, 計算方式為現金增資規模除以權益融資規模, 權益融資包含現金增資與私募融資, 融資規模為當年度現金增資或私募融資之權益融資股數除以當年底之在外流通股數, 因此, 其值介於 0 至 1 之間, 當值為 1 表示公司當年度之權益融

臺灣大學學術期刊資料庫

資皆選擇以向投資大眾募集之現金增資籌措所需資金, 當值為 0 表示皆選擇私募融資, Outsider 表示私募融資之應募人為非公司內部人認購的比率, 其值介於 0 至 1 之間, 當值為 1 表示應募人皆為非公司內部人認購, 值為 0 表示皆為公司內部人認購, 本研究之公司內部人以最高決策單位之董監事進行估計。KAMP 為前 1 年度查核報告之關鍵查核事項項目數, KAMW 為前 1 年度關鍵查核事項字數之自然對數, 控制變數為前 1 年底之公司規模、負債比率、獲利能力、成長能力與四大會計師事務所 (Big4), 四大會計師事務所為虛擬變數, 其值為 1 表示其簽證會計師事務所係屬市佔前四間, 否則其值為 0, 並控制產業與年度特性。

此外, 本研究建立以下多元迴歸模型探討關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之折價幅度影響:

$$\begin{aligned}\text{Discount}_i = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{OI} \times \text{KAMP}_i + \beta_2 \text{OI} \times \text{KAMW}_i + \beta_3 \text{OI}_i \\ & + \beta_4 \text{KAMP}_i + \beta_5 \text{KAMW}_i + \sum_j \beta_j \text{Control}_i\, j + \varepsilon_i, \quad (8)\end{aligned}$$

其中, 應變數 Discount 為私募融資折價幅度, 折價幅度為私募訂價除以參考價, 參考價分別為私募融資訂價宣告日當日、次日、與 10 日後之收盤價, Discount 表示私募融資訂價對於參考價的相對關係, 用以衡量私募融資的訂價, 值愈大表示具有愈高的相對訂價, 反之, 值愈小表示私募融資訂價愈低於參考價。自變數 OI 為虛擬變數, 其值為 1 表示私募融資之應募人有非公司內部人, 否則其值為 0, KAMP 為前 1 年度查核報告之關鍵查核事項項目數, KAMW 為前 1 年度關鍵查核事項字數之自然對數, 控制變數為前 1 年底之公司規模、負債比率、獲利能力、成長能力、四大會計師事務所、應募人數 (Investors) 與宣告前異常報酬 (APR), 應募人數為應募私募融資的投資人數取自然對數, 宣告前異常報酬為私募宣告日前 250 日至前 1 日之累積異常報酬率, 計算方式為私募宣告日前 250 日至前 1 日之股價報酬率減去加權股價指數報酬率, 並控制產業與年度特性。

最後, 本研究建立以下多元迴歸模型, 探討新式查核報告之實施是否影響權益融資:

臺灣大學學術期刊資料庫

$$\text{Stock Performance}_i \text{ or } \text{SEO/PERelative}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{PE}_i + \beta_2 \text{PE} \times \text{KAM}_i + \beta_3 \text{KAM}_i + \sum_j \beta_j \text{Control}_{ij} + \varepsilon_i, \quad (9)$$

其中, 應變數 Stock Performance 為 BHAR、CAPM、BHAR3Y 與 CAPM3Y, 皆用以衡量公司的異常股價表現, BHAR 與 CAPM 之1年期間以權益融資宣告月份起算12個月, BHAR3Y 與 CAPM3Y 之3年期間以權益融資宣告月份起算36個月, 以及 SEO/PE Relative 為當年度現金增資占權益融資之比率, 自變數為 PE 與 KAM, KAM 為虛擬變數, 其值為1表示前1年度之財務報導已實施新式查核報告, 否則其值為0, 控制變數為前1年底之公司規模、負債比率、獲利能力、成長能力與四大會計師事務所, 並控制產業特性。

4 實證結果

4.1 敘述性統計結果

表1為本研究之樣本描述, 其中, 黃劭彥等 (2023) 認為關鍵查核事項的項目數與字數係為會計師在查核報告中傳遞經營風險的訊號, 本研究以項目數 (Paragraph) 與字數 (Words) 探討關鍵查核事項, 發現2016年至2022年之7年期間, 公司財務報導查核報告之項目數與字數分別平均為1.761與715字, 值得注意的是, 其數值隨年度逐漸減少, 2016年之項目數為2.141, 數值逐漸遞減至2022年之1.530, 且字數由2016年之869字遞減至2022年之609字, 此遞減趨勢可能與查核團隊與公司內部人溝通有關, 當公司內部人愈具有動機避免會計師出具複雜的關鍵查核事項而使投資人的投資意願減少時, 公司內部人會愈瞭解溝通與編製責任之重要性, 進而藉由新式查核報告的實施減少公司與投資人間之資訊不對稱問題。

在權益融資方面, 雖然現金增資 (SEO) 的公司較多, 平均有8.3%的公司以現金增資完成權益融資, 但融資規模之平均數僅位於12%–15%之間, 而私募融資 (PE) 的公司雖不及現金增資之半數, 平均僅3.5%的公司以私募融資完成權益融資, 但私募融資的融資規模平均數卻位於16%至29%之間, 就權益融資的規模而言, 私募融資之融資規模大於現金增資之融資規

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1: 研究樣本

	KAM		SEO		PE		All
	Paragraph	Words	Firms	Ratio	Firms	Ratio	Firms
2009			119	15%	83	26%	1,356
2010			163	15%	81	22%	1,414
2011			159	12%	64	29%	1,515
2012			141	13%	44	29%	1,573
2013			158	14%	48	24%	1,618
2014			148	14%	55	21%	1,676
2015			125	12%	53	21%	1,729
2016	2.141	869	120	13%	41	20%	1,763
2017	1.985	808	130	15%	58	21%	1,787
2018	1.837	754	147	14%	54	18%	1,841
2019	1.726	708	124	13%	57	19%	1,864
2020	1.628	659	136	13%	65	18%	1,891
2021	1.580	635	166	14%	71	16%	1,942
2022	1.530	609	167	12%	62	18%	2,022
Total	1.761	714.5	2,003	13%	836	22%	23,991

註: 樣本期間為 2009 年至 2022 年, KAM Paragraph 為關鍵查核事項項目數之平均值, KAM Words 為關鍵查核事項字數之平均值, SEO Firms 與 PE Firms 分別為現金增資與私募融資之公司數, SEO Ratio 與 PE Ratio 分別為現金增資與私募融資於融資規模之平均數, 融資規模為當年現金增資或私募融資之權益融資股數除以當年底在外流通股數, All Firms 為上市櫃市場公司數。

模, 符合過去文獻於私募融資規模已超過現金增資規模之特性, 顯示私募融資已為公司重要的權益資金來源。

表 2 為研究樣本與關鍵查核事項樣本之描述, 顯示僅一項關鍵查核事項的公司有 3,868 筆, 占總樣本 11,138 筆的 35%, 有二項關鍵查核事項的公司有 5,734 筆, 占總樣本的 51%, 超過 2 項的公司為 1,536 筆, 占總樣本的 14%, 顯示過半數上市櫃公司有二項關鍵查核事項。另一方面, 權益融資共有 1,110 筆樣本, 其中, 現金增資樣本有 778 筆, 私募融資有 358 筆, 顯示有 26 筆公司/年度樣本為公司於同年度進行現金增資與私募融資, 值得注意

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2: 關鍵查核事項研究樣本

	SEO		PE		SEO/PE		All
KAM	Firms	Ratio	Firms	Ratio	Firms	Relative	Firms
Paragraph							
1	334	13.9%	123	19.7%	450	73.7%	3,868
2	361	13.4%	173	18.1%	518	68.3%	5,734
3	72	13.2%	52	16.2%	123	58.4%	1,399
4	11	20.5%	10	13.8%	19	53.7%	126
> 4	0	0%	0	0%	0	0%	11
Words							
< 714.5	448	13.7%	174	19.7%	612	72.6%	5,670
> 714.5	330	13.7%	184	16.9%	498	64.9%	5,468
Total	778	13.7%	358	18.2%	1,110	69.1%	11,138

註: 樣本期間為 2016 年至 2022 年, KAM Paragraph 為前 1 年度查核報告之關鍵查核事項項目數, KAM Words 為前 1 年度關鍵查核事項字數, SEO Firms 與 PE Firms 分別為現金增資與私募融資之公司數, SEO Ratio 與 PE Ratio 分別為現金增資與私募融資於融資規模之平均數, 融資規模為當年度現金增資或私募融資之權益融資股數除以當年底在外流通股數, SEO/PE Relative 為現金增資規模除以權益融資規模, 權益融資包含現金增資與私募融資, All Firms 為上市櫃市場公司數。

的是, 分別有 43%與 57%的現金增資樣本, 其前 1 年度財務報導查核報告之關鍵查核事項為 1 項與 2 項以上, 而私募融資的樣本比率分別為 34%與 66%, 顯示愈少的關鍵查核事項項目數, 公司現金增資的相對使用愈高, 反之, 愈多的關鍵查核事項項目數, 公司私募融資的相對使用愈高, 且此關聯性於關鍵查核事項字數亦呈現類似現象, 有 58%的現金增資公司其字數為少於平均數之樣本, 僅 49%的私募融資公司其字數為少於平均數之樣本。

其次, 融資規模的結果顯示, 私募融資較具關鍵查核事項與融資規模之關聯性, 當項目數或字數愈多, 其融資規模愈小, 由 19.7%遞減至 13.8%或 16.9%。最後, SEO/PE Relative 為現金增資的相對比率, 結果顯示公司有一項關鍵查核事項之相對比率為 73.7%, 並隨項目數之增加, 遞減至 53.7%, 呈現愈多的關鍵查核事項項目數, 會有愈少的現金增資相對比率, 此現象

臺灣大學學術期刊資料庫

於關鍵查核事項字數亦有相似的結果, 相對比例由 72.6%減少至 64.9%。綜上所述, 若公司計畫引進外部權益資金, 以市場已經完成權益融資的經驗結果而言, 應儘量避免於查核報告溝通多數的關鍵查核事項, 此結果將進一步於表 9 考量公司、產業與年度的特性, 以多元迴歸分析其結果是否仍符合本研究假說 2。

本研究進一步於表 3 探討新式查核報告的實施對於權益融資的影響。首先, 在現金增資的市場反應方面, 於新式查核報告實施前, 分別以 BHAR 與 CAPM 衡量公司年度的異常股價表現, 其分別為 2.443%與 4.097%, 而在新式查核報告實施後, BHAR 與 CAPM 則分別為 3.577%與 5.222%, 且新式查核報告實施前後未具顯著差異。其次, 在私募融資的市場反應方面, 於新式查核報告實施前, BHAR 與 CAPM 分別為 30.154%與 34.481%, 而在新式查核報告實施後, BHAR 與 CAPM 則分別為 7.504%與 8.131%, 且異常股價反應於新式查核報告實施後顯著減少, 與現金增資異常股價反應之平均差距亦減少。在長期股價表現部分, 現金增資的 BHAR3Y 與 CAPM3Y 在新式查核報告實施前分別為 −6.728 與 −3.676, 實施後分別為 4.205 與 19.401, 其長期股價表現呈現顯著增加, 而私募融資的 BHAR3Y 與 CAPM3Y 在新式查核報告實施前分別為 34.116 與 37.906, 實施後分別為 4.146 與 12.220, 其長期股價表現呈現顯著減少, 顯示私募融資與現金增資的長期股價表現差異程度與短期 1 年結果類似, 具平均差距減少的現象。

由於私募融資相關法規的特性, 私募投資人被限制為專業的投資人, 且市場的投資大眾多藉由私募融資的資訊宣告, 判斷私募公司的私有資訊, 私募融資之公司平均有較為顯著正向的異常股價表現, 表 3 發現此異常隨著新式查核報告的實施而減少, 符合新式查核報告傳遞公司風險的文獻發現, 可減少公司與投資人間資訊不對稱問題, 幫助投資人評價公司, 減少對重大資訊的依賴, 緩和重大資訊揭露的市場反應。

在公司特性部分, 現金增資公司的平均公司規模為 11,036 百萬元或 11,002 百萬元, 而私募融資公司的平均規模為 4,608 百萬元或 3,808 百萬元, 現金增資公司的平均獲利能力為 0.050 或 −0.005, 而私募融資公司的平均獲利能力為 −0.158 或 −0.150, 且淨利為負的現金增資公司比例為

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3: 新式查核報告實施與公司特性

	Before KAM			After KAM		
	SEO	PE	All	SEO	PE	All
BHAR (%)	2.443	30.154	7.875	3.577 (0.401)	7.504*** (−3.231)	7.098 (−0.966)
CAPM (%)	4.097	34.481	10.495	5.222 (0.347)	8.131*** (−3.479)	9.346 (−1.369)
BHAR3Y (%)	−6.728	34.116	15.883	4.205* (1.803)	4.146** (−2.318)	12.520** (−1.967)
CAPM3Y (%)	−3.676	37.906	20.755	19.401*** (3.280)	12.220* (−1.823)	21.350 (0.323)
UE	0.011	0.100	0.023	0.022 (1.644)	0.055 (−1.460)	0.016 (−1.167)
UE3	0.021	0.246	0.049	0.064* (1.934)	0.159 (−1.497)	0.052 (0.367)
Total Assets (M)	11,036	4,608	15,610	11,002 (−0.016)	3,808 (−0.889)	20,007*** (3.700)
Leverage	0.433	0.504	0.437	0.462*** (3.354)	0.505 (0.031)	0.592* (1.776)
Profitability	0.050	−0.158	0.030	−0.005*** (−6.739)	−0.150 (0.231)	0.046* (1.730)
Growth	0.095	−0.171	0.018	0.075 (−1.329)	−0.119 (1.066)	0.020 (0.492)
Loss	0.231	0.684	0.261	0.325*** (4.568)	0.760** (2.316)	0.243*** (−3.446)
MB	2.391	3.651	1.736	3.451*** (4.236)	4.797 (1.422)	2.147*** (5.728)
Beta	0.929	0.647	0.838	0.838*** (−3.148)	0.572** (−1.993)	0.738*** (−16.529)
Age	10.236	11.434	13.158	12.843*** (4.259)	15.314*** (7.071)	16.898*** (28.174)
Discount t0		0.844			0.859 (0.945)	
Discount t1		0.836			0.850 (0.918)	
Discount t10		0.810			0.837 (1.513)	
PE Investors		5.922			4.212*** (−2.903)	

註: 上表為新式查核報告實施前後敘述性統計結果之平均數, 樣本期間為 2009 年至 2022 年, Before KAM 與 After KAM 分別為新式查核報告實施前與實施後之樣本, SEO 與 PE 分別為現金增資或私募融資之樣本, All 為上市櫃市場公司樣本。BHAR (%) 為以買進持有法計算之股價異常報酬, CAPM (%) 為以 CAPM Alpha (α) 值計算之股價異常報酬, BHAR 與 CAPM 於全樣本模式 (All) 以 4 月起算 12 個月, 於權益融資樣本模式 (SEO and PE) 以現金增資或私募融資宣告月起算 12 個月, BHAR3Y (%) 與 CAPM3Y (%) 則起算 36 個月。UE 與 UE3 分別為繼續營業單位稅後淨利 1 年與 3 年成長除以期初普通股市值, Total Assets (M) 為資產總額 (百萬元), Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Loss 為虛擬變數, 其值為 1 表示淨利為負, 否則其值為 0, MB 為公司市值除以股東權益總額, Beta 為公司 Beta 值, Age 為公司上市櫃年數加 1, Discount t0、Discount t1、Discount t10 皆為折價幅度, 分別為私募融資訂價除以宣告日當日、次日與 10 日後之收盤價, PE Investors 為應募私募融資的投資人數。括弧內之數值為新式查核報告實施前後平均數差異之 t 統計量, *, **, *** 分別為實施前後之平均數差異達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

0.231或0.325, 而私募融資公司的比例為0.684或0.760, 權益融資後, 現金增資公司的平均1年未預期盈餘為0.011或0.022, 而私募融資公司的平均1年未預期盈餘為0.100或0.055, 3年未預期盈餘具類似結果, 顯示私募融資公司相對於現金增資公司, 具有公司規模較小與獲利能力較差, 但權益融資後, 私募融資公司績效成長較佳的特性。最後, 私募融資平均折價幅度在0.810至0.859之間,[3] 顯示平均以低於市價19.0%或14.1%進行私募融資, 應募人數平均為5.922人或4.212人。

表3顯示新式查核報告實施後, 私募融資公司有顯著較小的異常股價表現, 此顯著差異並未考量公司、產業與時間特性, 因此, 表4使用樣本特性為公司/年度的研究方法, 以多元迴歸分析納入公司、產業與時間特性, 探討新式查核報告之關鍵查核事項對於異常股價表現之影響。

4.2 關鍵查核事項與績效

翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 以2016年至2018年之3年樣本期間發現關鍵查核事項對股價表現有顯著正向的資訊效應, 愈多的關鍵查核事項具有愈佳的股價表現, 本研究延長樣本期間為2016年至2022年之7年樣本期間, 結果發現關鍵查核事項對股價表現有顯著負向的資訊效應。表4為關鍵查核事項對績效之多元迴歸結果,[4] 應變數為以 BHAR 與 CAPM 二種投資方法計算之股價異常報酬, 迴歸結果支持本研究假說1, 顯示關鍵查核事項之項目數與字數對股價異常報酬皆呈顯著負向相關 (−2.198、−2.616、−2.457、−2.948), 意指關鍵查核事項在股價表現具有資訊效應, 對公司1年的股價異常表現具有顯著的負向相關。

除翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022) 使用之股價表現以外, 本研究加入公司經營績效, 探討關鍵查核事項是否對經營績效亦具有資訊效應, 表4迴歸5與迴歸6之應變數為以查核報告所屬財務報導次年度之稅前息前淨利除以資產總額之成長, 用以衡量經營績效之變化, 結果顯示在控制公司規模、財務結構、獲利能力、其他公司、產業與年度特性後, 關鍵查核事項

[3]為避免極端值之影響, 在折價幅度變數部分, 僅考量私募價格相對於宣告當日參考價100% ± 50%區間之樣本, 未納入之樣本數為17筆, 佔214筆之8%。

[4]本研究在未揭示的相關係數表顯示迴歸變數間之相關係數皆未超過0.3, 意指變數間未具中度或高度相關之關聯。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4: 關鍵查核事項對績效之預測

	BHAR		CAPM		ΔROA	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	7.558	20.207*	18.365**	32.738***	−2.075*	1.777
	(0.905)	(1.663)	(2.230)	(2.732)	(−1.864)	(1.089)
$KAMP_1$	−2.198**		−2.457**		−0.363**	
	(−2.046)		(−2.319)		(−2.529)	
$KAMW_1$		−2.616*		−2.948**		−0.745***
		(−1.724)		(−1.970)		(−3.656)
UE X $KAMP_1$	−38.507***		−38.643***		−9.771***	
	(−8.264)		(−8.403)		(−15.751)	
UE X $KAMW_1$		−44.765***		−44.994***		−9.820***
		(−5.923)		(−6.029)		(−9.711)
UE	169.732***	380.358***	169.846***	381.699***	67.202***	110.326***
	(14.349)	(7.449)	(14.547)	(7.569)	(43.117)	(16.185)
$Size_1$	−0.717	−0.689	−1.087**	−1.062*	0.161**	0.186**
	(−1.301)	(−1.250)	(−1.999)	(−1.952)	(2.193)	(2.519)
$Leverage_1$	4.942	4.813	5.640	5.491	−1.060**	−0.986*
	(1.252)	(1.218)	(1.448)	(1.409)	(−2.018)	(−1.863)
$Profitability_1$	24.239***	21.306***	24.245***	21.312***	−21.095***	−22.079***
	(2.969)	(2.610)	(3.011)	(2.647)	(−19.570)	(−20.364)
$Growth_1$	−6.847***	−6.751***	−4.936**	−4.835**	0.241	0.263
	(−2.850)	(−2.804)	(−2.074)	(−2.027)	(0.751)	(0.813)
$Loss_1$	2.898	2.885	3.130	3.112	−2.216***	−2.233***
	(1.432)	(1.422)	(1.568)	(1.556)	(−8.263)	(−8.259)
MB_1	−0.804***	−0.813***	−0.831***	−0.840***	0.068***	0.064***
	(−4.068)	(−4.103)	(−4.261)	(−4.298)	(3.361)	(3.155)
$Beta_1$	−3.943**	−4.047**	−8.828***	−8.936***	−0.553**	−0.579***
	(−2.400)	(−2.459)	(−5.449)	(−5.505)	(−2.521)	(−2.616)
$FirmAge_1$	1.241	1.177	1.974**	1.910**	0.106	0.081
	(1.340)	(1.268)	(2.161)	(2.087)	(0.856)	(0.651)
Adj. R^2	7%	7%	9%	8%	50%	50%
Observations	8,948	8,948	8,946	8,946	8,959	8,959

註: 上表為關鍵查核事項對績效之多元迴歸結果, 樣本期間為 2016 年至 2022 年, 應變數 BHAR (%) 為以買進持有法計算之股價異常報酬, CAPM (%) 為以 CAPM Alpha (α) 值計算之股價異常報酬, ΔROA (%) 為 ROA 之成長, ROA 為稅前息前淨利除以資產總額。KAMP 為關鍵查核事項之項目數, KAMW 為關鍵查核事項字數之自然對數, UE 為繼續營業單位稅後淨利成長除以期初普通股市值, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Loss 為虛擬變數, 其值為 1 表示淨利為負, 否則其值為 0, MB 為公司市值除以股東權益總額, Beta 為公司 Beta 值, FirmAge 為上市櫃年數加 1 後取自然對數, 並控制會計師事務所、產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

之項目數與字數皆對經營績效呈顯著負向相關 (−0.363與 −0.745), 意指關鍵查核事項能指出公司次年度的經營績效變化, 支持本研究假說1, 關鍵查核事項具有資訊效應。

除1年的短期效應外, 本研究進一步探討關鍵查核事項是否會具有較長期的資訊效應, 實證結果發現當年的關鍵查核事項對3年股價異常表現具有顯著影響。表5為關鍵查核事項對3年績效之預測結果, 應變數為以買進持有法計算之3年股價異常報酬 (BHAR3Y)、藉由資本資產定價模型計算之3年 α 值 (CAPM3Y)、以及查核報告所屬財務報導次年度至次3年度之經營績效成長 (ΔROA3Y), 自變數 UE3 為3年未預期盈餘, 計算方式為繼續營業單位稅後淨利3年成長除以期初普通股市值。實證結果顯示關鍵查核事項顯著對3年股價異常報酬具顯著負向相關 (−4.051、−8.593、−4.344、−9.134), 意指每年的關鍵查核事項對股價表現具3年的資訊效應, 隱含每年查核報告對投資人信任財務報導的長期重要性。

此外, 表4與表5的實證亦顯示關鍵查核事項與未預期盈餘交乘項的結果, 結果顯示在短期的1年績效與長期的3年績效皆顯著為負, 與文獻發現會計師揭露的關鍵查核事項數量愈多時, 會產生愈低的價值攸關性結果一致, 亦即關鍵查核事項的增加會愈多的抵消未預期盈餘對績效的正向影響, 因此, 基於關鍵查核事項的負向資訊效應 (假說1) 與文獻指出其對價值攸關性的負向影響, 愈多關鍵查核事項的財務報導, 其未來股價表現會愈不佳, 且未預期盈餘反映於股價報酬的正向效果會愈低, 隱含投資大眾對於財務報導的愈不信任程度。

4.3 關鍵查核事項與權益融資

表6為現金增資與私募融資之權益融資樣本, 應變數為以買進持有法計算之1年股價異常報酬 (BHAR), 以及以資本資產定價模型計算之1年 α 值 (CAPM), 其1年期間以權益融資宣告月份起算12個月。結果顯示私募融資公司在全部樣本與新式查核報告實施前樣本, 皆呈顯著異於現金增資公司的正向異常股價表現 (19.875、16.353與19.688、13.550), 此與文獻發現由於私募融資公司有較大的資訊不對稱程度, 市場較為依賴如私募融資之重大資訊, 需藉私募融資成功的訊號以判斷私募融資公司之價值, 私募融

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5: 關鍵查核事項對3年績效之預測

	BHAR3Y		CAPM3Y		ΔROA3Y	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	−14.557	31.007	32.276*	81.437***	−3.561**	−0.980
	(−0.886)	(1.278)	(1.940)	(3.313)	(−2.320)	(−0.429)
$KAMP_1$	−4.051*		−4.344**		−0.182	
	(−1.915)		(−2.029)		(−0.921)	
$KAMW_1$		−8.593***		−9.134***		−0.447
		(−2.813)		(−2.953)		(−1.553)
UE3 X $KAMP_1$	−27.155***		−33.746***		−4.778***	
	(−5.569)		(−6.781)		(−10.489)	
UE3 X $KAMW_1$		−71.270***		−76.605***		−6.512***
		(−8.103)		(−8.465)		(−7.970)
UE3	253.843***	675.529***	279.194***	721.670***	31.203***	64.135***
	(19.983)	(11.203)	(21.469)	(11.619)	(26.434)	(11.472)
$Size_1$	0.163	0.439	−1.426	−1.208	0.198*	0.195*
	(0.148)	(0.401)	(−1.278)	(−1.089)	(1.924)	(1.897)
$Leverage_1$	−21.489***	−21.133***	−18.579**	−18.005**	−2.235***	−2.172***
	(−2.752)	(−2.720)	(−2.349)	(−2.286)	(−3.085)	(−2.990)
$Profitability_1$	48.981***	49.567***	54.236***	54.246***	−45.635***	−45.866***
	(2.946)	(2.995)	(3.219)	(3.231)	(−30.321)	(−30.361)
$Growth_1$	0.705	2.128	1.357	1.814	−0.369	−0.334
	(0.118)	(0.358)	(0.214)	(0.286)	(−0.681)	(−0.613)
$Loss_1$	−0.114	−0.066	−2.415	−2.523	−3.136***	−3.152***
	(−0.029)	(−0.017)	(−0.598)	(−0.626)	(−8.537)	(−8.547)
MB_1	−0.787*	−0.829*	−0.993**	−1.036**	0.200***	0.198***
	(−1.794)	(−1.897)	(−2.232)	(−2.336)	(4.910)	(4.864)
$Beta_1$	9.217***	9.199***	−16.374***	−16.372***	−0.218	−0.200
	(2.843)	(2.849)	(−4.988)	(−5.003)	(−0.720)	(−0.656)
$FirmAge_1$	2.209	2.165	4.698***	4.674***	0.353**	0.358**
	(1.235)	(1.215)	(2.595)	(2.590)	(2.108)	(2.133)
Adj. R^2	25%	26%	27%	27%	46%	45%
Observations	5,763	5,763	5,758	5,758	5,783	5,783

註: 上表為關鍵查核事項對 3 年績效之多元迴歸結果, 樣本期間為 2016 年至 2022 年, 應變數 BHAR3Y (%) 為以買進持有法計算之 3 年股價異常報酬, CAPM3Y (%) 為以 CAPM Alpha (α) 值計算之 3 年股價異常報酬, ΔROA3Y (%) 為 ROA 之 3 年成長, ROA 為稅前息前淨利除以資產總額。KAMP 為關鍵查核事項之項目數, KAMW 為關鍵查核事項字數之自然對數, UE3 為繼續營業單位稅後淨利 3 年成長除以期初普通股市值, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Loss 為虛擬變數, 其值為 1 表示淨利為負, 否則其值為 0, MB 為公司市值除以股東權益總額, Beta 為公司 Beta 值, FirmAge 為上市櫃年數加 1 後取自然對數, 並控制會計師事務所、產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6: 新式查核報告實施之影響

	BHAR			CAPM		
	All	Before	After	All	Before	After
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	56.403***	98.170***	17.928	83.329***	142.202***	24.786
	(3.404)	(4.068)	(0.800)	(4.262)	(4.915)	(0.964)
PE	19.875***	16.353***	6.379	19.688***	13.550**	4.264
	(4.174)	(3.079)	(1.397)	(3.682)	(2.192)	(0.850)
PE X KAM_1	−17.442***			−21.604***		
	(−2.745)			(−3.067)		
KAM_1	2.258			3.279		
	(0.596)			(0.750)		
$Size_1$	−4.722***	−7.393***	−2.266	−5.690***	−8.884***	−2.539
	(−4.116)	(−4.334)	(−1.500)	(−4.433)	(−4.554)	(−1.554)
$Leverage_1$	19.127**	29.688**	9.082	18.990*	24.091	17.762
	(2.275)	(2.328)	(0.842)	(1.941)	(1.623)	(1.431)
$Profitability_1$	11.234	7.501	9.796	8.116	−2.349	21.593
	(1.343)	(0.594)	(0.901)	(0.792)	(−0.160)	(1.558)
$Growth_1$	−2.418	−0.761	−8.005	−2.198	−0.762	−8.220
	(−0.724)	(−0.167)	(−1.562)	(−0.613)	(−0.154)	(−1.529)
$Big4_1$	3.136	−4.217	11.051*	3.498	−3.057	8.661
	(0.680)	(−0.655)	(1.711)	(0.687)	(−0.418)	(1.271)
Adj. R^2	2%	7%	3%	3%	9%	1%
Observations	1,819	947	872	1,493	778	715

註: 上表為新式查核報告對權益融資股價異常報酬之多元迴歸結果, 樣本期間為 2009 年至 2022 年, Before 與 After 分別為新式查核報告實施前與實施後之樣本, 應變數 BHAR (%) 為以買進持有法計算之股價異常報酬, CAPM (%) 為以 CAPM Alpha (α) 值計算之股價異常報酬, 期間以權益融資宣告月份起算 12 個月。PE 為虛擬變數, 其值為 1 表示公司當年度有進行私募融資, 否則其值為 0, KAM 為虛擬變數, 其值為 1 表示財務報導已實施新式查核報告, 否則其值為 0, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Big4 為虛擬變數, 其值為 1 表示其簽證會計師事務所係屬市佔前四間, 否則其值為 0, 並於迴歸 (1) 與 (4) 控制產業固定效果, 迴歸 (2)、(3)、(5) 與 (6) 控制產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

資公司因而有較正向股價表現之結果一致。值得注意的是私募融資公司在新式查核報告實施後, 其效果顯著下降, 其係數為負向顯著之 −17.442 至 −21.604, 且在新式查核報告實施後的樣本期間, 發現私募融資的係數為不顯著的 6.379 與 4.264, 顯示私募融資的股價表現未顯著異於現金增資的股價表現, 此與表 3 之發現一致, 亦與文獻的發現一致, 顯示新式查核報告的實施, 其關鍵查核事項因公司風險資訊揭露, 有助於投資人判斷公司價值, 降低投資人對單一事件重大資訊的依賴, 使私募融資的股價異常反

臺灣大學學術期刊資料庫

表 7: 新式查核報告實施之長期影響

	BHAR3Y			CAPM3Y		
	All	Before	After	All	Before	After
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	72.853**	130.855***	−53.865	139.235***	188.033***	24.468
	(2.059)	(3.056)	(−0.860)	(3.329)	(3.818)	(0.311)
PE	34.942***	32.511***	−1.406	29.701***	27.320***	−16.908
	(3.774)	(3.455)	(−0.113)	(2.856)	(2.601)	(−1.126)
PE X KAM_1	−36.664***			−47.503***		
	(−2.644)			(−3.070)		
KAM_1	4.878			19.647**		
	(0.582)			(2.030)		
$Size_1$	−7.235***	−11.209***	1.286	−10.087***	−13.568***	−1.632
	(−2.966)	(−3.723)	(0.311)	(−3.661)	(−4.080)	(−0.331)
$Leverage_1$	47.465***	70.056***	9.658	50.133**	74.740***	5.197
	(2.624)	(3.083)	(0.327)	(2.395)	(2.942)	(0.143)
$Profitability_1$	33.979*	38.346*	26.704	17.218	30.431	4.996
	(1.855)	(1.702)	(0.860)	(0.801)	(1.221)	(0.123)
$Growth_1$	−7.598	1.637	−70.869***	−4.668	1.883	−68.214***
	(−1.075)	(0.206)	(−4.389)	(−0.609)	(0.224)	(−3.662)
$Big4_1$	7.349	1.286	25.886	8.854	0.780	30.374
	(0.768)	(0.114)	(1.495)	(0.836)	(0.063)	(1.566)
Adj. R^2	2%	5%	3%	3%	7%	3%
Observations	1,411	902	509	1,186	764	422

註: 上表為新式查核報告對權益融資 3 年股價異常報酬之多元迴歸結果, 樣本期間為 2009 年至 2022 年, Before 與 After 分別為新式查核報告實施前與實施後之樣本, 應變數 BHAR3Y (%) 為以買進持有法計算之 3 年股價異常報酬, CAPM3Y (%) 為以 CAPM Alpha (α) 值計算之 3 年股價異常報酬, 期間以權益融資宣告月份起算 36 個月。PE 為虛擬變數, 其值為 1 表示公司當年度有進行私募融資, 否則其值為 0, KAM 為虛擬變數, 其值為 1 表示財務報導已實施新式查核報告, 否則其值為 0, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Big4 為虛擬變數, 其值為 1 表示其簽證會計師事務所係屬市佔前四間, 否則其值為 0, 並於迴歸 (1) 與 (4) 控制產業固定效果, 迴歸 (2)、(3)、(5) 與 (6) 控制產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

應下降。最後, KAM 之係數為不顯著之 2.258 與 3.279, 顯示新式查核報告的實施, 整體而言未降低投資人對權益市場的投資意願, 未產生負向的異常股價反應。

表 7 為進一步探討新式查核報告對 3 年股價表現的影響, 應變數為以買進持有法計算之 3 年股價異常報酬 (BHAR3Y), 以及藉由資本資產定價模型計算之 3 年 α 值 (CAPM3Y), 其 3 年期間以權益融資宣告月份起算 36 個月。實證結果與表 6 類似, 顯示私募融資公司在全部樣本與新式查核報告

臺灣大學學術期刊資料庫

實施前樣本, 皆有顯著異於現金增資公司的正向異常3年股價表現, 然而, 在新式查核報告實施後, 私募融資公司未具有顯著異於現金增資公司的正向異常3年股價表現, 意指新式查核報告的實施降低私募融資公司的資訊不對稱程度。

表6與表7發現新式查核報告的實施減少公司與投資人間之資訊不對稱問題, 本研究進一步於表8探討關鍵查核事項與權益融資對績效的影響。表8為其多元迴歸結果, 大部分結果顯示關鍵查核事項的項目數與字數顯著與績效表現具有顯著的負向影響 (−2.573、−2.961、−3.186、−0.638、−0.995), 顯示關鍵查核事項對績效具有顯著負向的資訊效應, 符合假說1。再者, 現金增資與私募融資之權益融資變數及其與關鍵查核事項之交乘項, 亦半數以上顯著與績效具有顯著關係, 顯示權益融資公司因進行現金增資與私募融資產生顯著對績效的影響, 意指權益融資公司具有顯著相異於非權益融資公司的關鍵查核事項對績效的效應, 因此, 當公司有外部資金需求且透過權益融資時, 具有愈廣泛查核風險的財務報導, 其關鍵查核事項會對績效產生更多的負向資訊效應。

表9為關鍵查核事項對權益融資之多元迴歸結果, 應變數為查核報告所屬財務報導次年度現金增資占權益融資之比率 (相對比率), 權益融資除現金增資以外, 尚有私募融資, 因此, 正向的係數表示就權益融資而言, 對現金增資的使用具正向效果, 反之, 負向的係數表示會增加私募融資在權益融資之使用。結果顯示關鍵查核事項之項目數與字數對現金增資相對比率皆呈顯著負向相關 (−0.034與 −0.044), 意指關鍵查核事項會減少現金增資的相對使用, 支持本研究假說2: 關鍵查核事項與現金增資相對比率具負向相關。

此外, 新式查核報告實施的虛擬變數 (KAM) 與相對比例之迴歸係數未達顯著水準 (−0.028), 顯示關鍵查核事項的實施並未影響市場的權益融資相對比率。最後, 公司規模、獲利能力、成長能力、四大會計師事務所與相對比率呈顯著正向相關, 負債比率與相對比率呈顯著負向相關, 顯示公司規模愈大、負債比率愈低、獲利能力愈佳、成長能力愈佳、或四大會計師事務所簽證的公司, 會較多使用現金增資完成權益融資, 符合投資大眾對於大型、低負債與高獲利能力公司的偏好現象, 且成長能力愈佳或四大會計師

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8: 關鍵查核事項與權益融資對績效之影響

	BHAR		CAPM		ΔROA	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	3.956	16.818	14.741*	30.784**	−2.724*	2.499
	(0.462)	(1.332)	(1.743)	(2.470)	(−1.871)	(1.163)
$KAMP_1$	−2.573**		−2.961***		−0.638***	
	(−2.276)		(−2.653)		(−3.317)	
$KAMW_1$		−2.598		−3.186**		−0.995***
		(−1.632)		(−2.028)		(−3.672)
SEO X $KAMP_1$	−7.326*		−7.125*		1.679**	
	(−1.768)		(−1.742)		(2.380)	
SEO X $KAMW_1$		−9.132*		−7.926		1.081
		(−1.701)		(−1.496)		(1.181)
PE X $KAMP_1$	−8.372*		−5.612		−5.107***	
	(−1.714)		(−1.162)		(−6.163)	
PE X $KAMW_1$		−14.152**		−9.402		−5.018***
		(−2.083)		(−1.397)		(−4.338)
SEO	18.871**	64.644*	18.287**	56.617	−3.842***	−7.809
	(2.308)	(1.853)	(2.267)	(1.644)	(−2.760)	(−1.313)
PE	12.296	88.504**	7.320	57.804	6.323***	29.338***
	(1.225)	(1.992)	(0.737)	(1.313)	(3.706)	(3.878)
$Size_1$	−0.226	−0.266	−0.582	−0.631	0.374***	0.377***
	(−0.399)	(−0.472)	(−1.042)	(−1.132)	(3.895)	(3.922)
$Leverage_1$	7.910*	7.362*	8.561**	8.027**	1.968***	1.935***
	(1.950)	(1.816)	(2.138)	(2.007)	(2.867)	(2.818)
$Profitability_1$	−13.340	−13.924*	−13.107	−13.573*	−45.257***	−45.249***
	(−1.629)	(−1.700)	(−1.622)	(−1.679)	(−33.269)	(−33.219)
$Growth_1$	−6.505***	−6.321**	−4.517*	−4.389*	0.870**	0.887**
	(−2.648)	(−2.570)	(−1.856)	(−1.801)	(2.081)	(2.118)
$Loss_1$	3.974*	3.874*	4.216**	4.121**	−2.110***	−2.134***
	(1.919)	(1.871)	(2.063)	(2.017)	(−6.036)	(−6.098)
MB_1	−0.737***	−0.747***	−0.768***	−0.775***	0.040	0.036
	(−3.637)	(−3.683)	(−3.838)	(−3.874)	(1.526)	(1.386)
$Beta_1$	−4.814***	−4.883***	−9.687***	−9.762***	−0.812***	−0.818***
	(−2.867)	(−2.908)	(−5.846)	(−5.890)	(−2.844)	(−2.861)
$FirmAge_1$	1.134	1.101	1.856**	1.835*	−0.095	−0.099
	(1.191)	(1.156)	(1.976)	(1.953)	(−0.585)	(−0.608)
Adj. R^2	3%	3%	5%	5%	16%	16%
Observations	8,948	8,948	8,946	8,946	8,959	8,959

註: 上表為關鍵查核事項與權益融資對績效之多元迴歸結果, 樣本期間為 2016 年至 2022 年, 應變數 BHAR (%) 為以買進持有法計算之股價異常報酬, CAPM (%) 為以 CAPM Alpha (α) 值計算之股價異常報酬, ΔROA (%) 為 ROA 之成長, ROA 為稅前息前淨利除以資產總額。SEO 為虛擬變數, 其值為 1 表示公司當年度有進行現金增資, 否則其值為 0, PE 為虛擬變數, 其值為 1 表示公司當年度有進行私募融資, 否則其值為 0, KAMP 為關鍵查核事項之項目數, KAMW 為關鍵查核事項字數之自然對數, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Loss 為虛擬變數, 其值為 1 表示淨利為負, 否則其值為 0, MB 為公司市值除以股東權益總額, Beta 為公司 Beta 值, FirmAge 為上市櫃年數加 1 後取自然對數, 並控制會計師事務所、產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9: 關鍵查核事項對權益融資之影響

	(1)	(2)	(3)
Constant	−0.207	0.011	−0.037
	(−1.403)	(0.053)	(−0.402)
$KAMP_1$	−0.034*		
	(−1.712)		
$KAMW_1$		−0.044*	
		(−1.704)	
KAM_1			−0.028
			(−1.604)
$Size_1$	0.063***	0.063***	0.051***
	(6.300)	(6.323)	(7.966)
$Leverage_1$	−0.201***	−0.206***	−0.276***
	(−2.757)	(−2.843)	(−5.749)
$Profitability_1$	0.423***	0.413***	0.441***
	(5.816)	(5.650)	(10.177)
$Growth_1$	0.107***	0.109***	0.099***
	(3.174)	(3.228)	(5.098)
$Big4_1$	0.259***	0.266***	0.249***
	(5.705)	(5.915)	(9.134)
Adj. R^2	22%	22%	21%
Observations	973	973	2,212

註: 上表為關鍵查核事項對權益融資之多元迴歸結果, 迴歸 (1) 與 (2) 之樣本期間為 2016 年至 2022 年, 迴歸 (3) 之樣本期間為 2009 年至 2022 年, 應變數為現金增資占權益融資之比率 (SEO/PE Relative), 計算方式為現金增資規模除以權益融資規模, 權益融資包含現金增資與私募融資。KAMP 為關鍵查核事項之項目數, KAMW 為關鍵查核事項字數之自然對數, KAM 為虛擬變數, 其值為 1 表示已實施新式查核報告, 否則其值為 0, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Big4 為虛擬變數, 其值為 1 表示其簽證會計師事務所係屬市佔前四間, 否則其值為 0, 並於迴歸 (1) 與 (2) 控制產業與年度之固定效果, 於迴歸 (3) 控制產業固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

事務所簽證亦有助於以現金增資完成權益融資。

整體而言, 新式查核報告的實施未影響公司引進外部權益融資, 但其關鍵查核事項之內容則具有顯著影響, 愈多的關鍵查核事項項目數與字數會增加公司內部人尋求外部權益資金的困難度, 因此, 公司內部人編製財務報導與會計師查核團隊之溝通, 由於新式查核報告之實施而更為重要, 尤其當公司有現金增資或引進非公司內部人資金的需求時, 關鍵查核事項內容之項目數與字數將扮演相當重要的角色。

4.4 關鍵查核事項與非公司內部人

表 10 為關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之多元迴歸結果, 應變數為私募融資之應募人為非公司內部人認購私募融資的比率, 結果顯示關鍵查核事項之項目數與字數對非公司內部人認購比率呈顯著負向相關 (−0.067、−0.092), 意指愈多的關鍵查核事項會減少非公司內部人的認購比率, 符合本研究假說 3, 關鍵查核事項與非內部人認購私募融資之比率具負向相關。此外, 公司規模與四大會計師事務所對非公司內部人認購比率呈顯著正向相關 (0.077、0.079 與 0.117、0.129), 而負債比率、獲利能力與成長能力皆未達顯著水準, 顯示比起負債比率、獲利能力與成長能力, 公司規模與四大會計師事務所簽證是私募融資公司引進非公司內部人投資的較重要因素, 較大的公司規模與四大會計師事務所簽證將有助於向非內部人以私募融資引進所需資金, 而愈小型的公司規模有愈大的非公司內部人募資難度, 此符合主管機關於證券交易法設立私募條例之立法目的, 期望藉由私募融資之募資方式舒緩籌資不易的成長型公司, 其引進資金的困難。

表 11 為關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之折價幅度影響之分析, 應變數為折價幅度, 結果顯示當私募融資有非內部人參與時, 關鍵查核事項對於折價幅度具有顯著的負向相關 (−7.716、−11.528、−7.915、−10.862、−9.358、−11.027), 意指關鍵查核事項愈多, 私募融資的訂價會愈低於參考價, 符合本研究假說 4: 關鍵查核事項與非內部人認購私募融資之訂價具負向相關, 愈多的關鍵查核事項項目數與字數會增加公司內部人尋求外部權益資金的困難度, 因此, 需藉由較低的訂價以吸引非內部人

臺灣大學學術期刊資料庫

表 10: 關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之影響

	(1)	(2)
Constant	−0.233	0.214
	(−0.712)	(0.483)
$KAMP_1$	−0.067*	
	(−1.867)	
$KAMW_1$		−0.092*
		(−1.755)
$Size_1$	0.077***	0.079***
	(3.402)	(3.444)
$Leverage_1$	−0.189	−0.203
	(−1.466)	(−1.579)
$Profitability_1$	−0.045	−0.060
	(−0.292)	(−0.385)
$Growth_1$	−0.040	−0.035
	(−0.896)	(−0.786)
$Big4_1$	0.117*	0.129*
	(1.751)	(1.951)
Adj. R^2	10%	9%
Observations	235	235

註: 上表為關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之多元迴歸結果, 樣本期間為 2016 年至 2022 年, 應變數為私募融資之應募人為非公司內部人認購私募融資的比率。KAMP 為關鍵查核事項之項目數, KAMW 為關鍵查核事項字數之自然對數, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Big4 為虛擬變數, 其值為 1 表示其簽證會計師事務所係屬市佔前四間, 否則其值為 0, 並控制產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

參與私募融資。

5 結論

自 2016 年實施新式查核報告制度, 財務報導查核報告被要求揭露更多的資訊, 其最主要的差異為增加關鍵查核事項段, 此段為依據會計師之專業

臺灣大學學術期刊資料庫

表 11: 關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之折價幅度影響

	Discount t0		Discount t1		Discount t10	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	43.433***	−32.318	39.147**	−34.018	9.864	−57.491
	(2.644)	(−0.926)	(2.380)	(−0.975)	(0.490)	(−1.296)
OI X $KAMP_1$	−7.716**		−7.915**		−9.358**	
	(−2.069)		(−2.120)		(−2.018)	
OI X $KAMW_1$		−11.528**		−10.862**		−11.027*
		(−2.195)		(−2.065)		(−1.669)
OI	5.809	66.826*	7.621	63.820*	8.966	63.375
	(0.706)	(1.912)	(0.924)	(1.823)	(0.875)	(1.438)
$KAMP_1$	8.146**		8.343**		9.506**	
	(2.393)		(2.452)		(2.231)	
$KAMW_1$		14.685***		14.398***		13.859**
		(3.028)		(2.968)		(2.259)
$Size_1$	2.566**	2.228**	2.562**	2.205**	4.416***	4.077***
	(2.478)	(2.169)	(2.467)	(2.140)	(3.577)	(3.300)
$Leverage_1$	1.084	1.149	5.164	5.153	2.407	2.307
	(0.206)	(0.221)	(0.969)	(0.981)	(0.384)	(0.369)
$Profitability_1$	−18.783***	−16.802**	−21.227***	−19.048***	−33.659***	−31.388***
	(−2.723)	(−2.465)	(−3.074)	(−2.791)	(−4.098)	(−3.830)
$Growth_1$	1.820	1.412	2.196	1.699	0.815	0.250
	(0.983)	(0.776)	(1.180)	(0.929)	(0.371)	(0.115)
$Big4_1$	−2.460	−3.074	−2.121	−2.809	0.020	−0.742
	(−0.924)	(−1.175)	(−0.795)	(−1.072)	(0.006)	(−0.233)
Investors	−1.939	−1.925	−2.342*	−2.314*	−2.631*	−2.611*
	(−1.492)	(−1.502)	(−1.796)	(−1.800)	(−1.700)	(−1.692)
APR	−0.046**	−0.046**	−0.037*	−0.038*	−0.041	−0.041
	(−2.098)	(−2.134)	(−1.667)	(−1.693)	(−1.565)	(−1.583)
Adj. R^2	16%	18%	17%	19%	17%	18%
Observations	197	197	195	195	193	193

註: 上表為關鍵查核事項對非公司內部人認購私募融資之多元迴歸結果, 樣本期間為 2016 年至 2022 年, 應變數折價幅度 (%) 為私募訂價除以參考價, 參考價分別為私募融資宣告日當日、次日、與 10 日後之收盤價。OI 為虛擬變數, 其值為 1 表示私募融資之應募人有非公司內部人, 否則其值為 0, KAMP 為最近期關鍵查核事項之項目數, KAMW 為最近期關鍵查核事項字數之自然對數, Size 為資產總額之自然對數, Leverage 為負債總額除以資產總額, Profitability 為稅前息前淨利除以資產總額, Growth 為營收淨額成長除以資產總額, Big4 為虛擬變數, 其值為 1 表示其簽證會計師事務所係屬市佔前四間, 否則其值為 0, Investors 為應募私募融資的投資人數取自然對數, APR (%) 為私募宣告日前 250 日至前 1 日之股價累積異常報酬率, 並控制產業與年度之固定效果。括弧內為 t 統計量, *, **, *** 分別為達 10%, 5%, 1%之顯著水準。

判斷, 認為在財務報導揭露上最為重要需傳達給使用者之查核資訊, 協助財務報導使用者瞭解依會計師之專業判斷, 對財務報導之查核最為重要之事項。

本研究以關鍵查核事項實施後的7年資料發現關鍵查核事項有逐年減少的現象, 顯示依會計師的視角認為需傳達給投資人的重大查核資訊有降

臺灣大學學術期刊資料庫

低的趨勢。本研究亦發現關鍵查核事項具資訊效應，其項目數與字數對財務報導次年度的股價異常報酬與經營績效呈顯著負向相關，顯示財務報導因關鍵查核事項之實施具有更多的資訊效應，愈多關鍵查核事項項目數與字數的公司具有愈不佳的公司未來市場股價表現與經營績效的資訊。

新式查核報告除新增關鍵查核事項段，亦新增管理階層對財務報表之責任段，依據審計準則公報第 57 號第 27 條、第 29 條及第 58 號第 49 條，公司資訊之提供係公司內部人之責任，明確管理階層與治理單位編製財務報導之責任，且第 58 號第 75 條指出查核人員與治理單位之溝通，提供治理單位於必要時做進一步釐清之機會，亦提高公司內部人與查核單位溝通之重要性。本研究以權益融資之實證結果發現愈多的關鍵查核事項會減少現金增資占權益融資之比率，以及減少非公司內部人應募私募融資之比率，且增加非內部人應募私募融資的折價，意指關鍵查核事項增加向非公司內部人募集權益資金之困難度，當公司內部人有向非公司內部人以現金增資或私募融資方式，募集權益資金的需求時，公司內部人應重視財務報導的編製與溝通的責任，避免會計師須出具複雜的關鍵查核事項而減少投資人的投資意願，增加公司內部人須自己出資以因應權益資金需求的比例，因此，新式查核報告的實施藉由會計師於查核報告溝通關鍵查核事項，提升公司內部人編製財務報導的責任，減少公司與投資人間之資訊不對稱問題。

參考文獻

王曉雯，曾雲蘭，與徐冠允 (2023)，“‘關鍵查核事項與權益資金成本 — 以台灣上市櫃公司為例，”《證券市場發展季刊》，35(2)，93–138。(Wang, Hsiao-Wen, Yun-Lan Tseng, and Kuan-Yun Hsu (2023), “Key Audit Matters and Cost of Equity Capital: Evidence from Taiwan Listed Companies,” *Review of Securities and Futures Markets*, 35(2), 93–138.)

史雅男與曾家璿 (2023)，“新式查核報告修訂對公司投資與現金流量敏感度之影響，”《證券市場發展季刊》，35(2)，43–92。(Shih, Ya-Nan and Chia-Hsuan Tseng (2023), “The Effect of the Extended Audit Report on Firms’ Investment-Cash Flow Sensitivity, *Review of Securities and Futures Markets*, 35(2), 43–92.)

臺灣大學學術期刊資料庫

翁慈青, 林書賢, 與黃靖權 (2022), “會計師關鍵查核事項之價值攸關性研究,” 《當代會計》, 23(2), 193–247。(Weng, Tzu-Ching, Shu-Hsien Lin, and Jing-Cyuan Huang (2022), “The Effect of Key Audit Matters on Value-Relevance of Accounting Information,” *Journal of Contemporary Accounting*, 23(2), 193–247.)

張祐慈, 謝安軒, 陳美惠, 與戚務君 (2021), “關鍵查核事項複雜度與股價崩跌風險,” 《會計審計論叢》, 11(1), 1–32。(Chang, Yu-Tzu, Anxuan Xie, Mei-Hui Chen, and Wuchun Chi (2021), “Textual Complexity of Key Audit Matters (KAM) and Future Stock Price Crash Risk,” *Review of Accounting and Auditing Studies*, 11(1), 1–32.)

黃劭彥, 林琦珍, 黃郁婷, 與陳皓宇 (2023), “財務報表品質與關鍵查核事項之關聯性,” 《台灣管理學刊》, 23(1), 25–49。(Huang, Shaio-Yan, Chi-Chen Lin, Yu-Ting Huang, and Hao-Yu Chen (2023), “The Relationship Between Quality of Financial Statement and Key Audit Matters,” *Taiwan Academy of Management Journal*, 23(1), 25–49.)

蘇裕惠與李冠儒 (2020), “關鍵查核事項的揭露數量對盈餘資訊內涵的影響,” 《會計審計論叢》, 10(1), 1–38。(Su, Yu-Hui and Kuan-Ju Li (2020), “The Impact of Number of Key Audit Matters to Earnings Informativeness,” *Review of Accounting and Auditing Studies*, 10(1), 1–38.)

Brophy, David J., Paige P. Ouimet, and Clemens Sialm (2009), “Hedge Funds as Investors of Last Resort?” *Review of Financial Studies*, 22(2), 541–574.

Chemmanur, Thomas J. and Paolo Fulghieri (1999), “A Theory of the Going-Public Decision,” *Review of Financial Studies*, 12(2), 249–279.

Cheng, Lee-Young, Ming-Chang Wang, and Kung-Chi Chen (2014), “Institutional Investment Horizons and the Stock Performance of Private Equity Placements: Evidence from the Taiwanese Listed Firms,” *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 17(2), 1450009.

Christensen, Brant E., Steven M. Glover, and Christopher J. Wolfe (2014), “Do Critical Audit Matter Paragraphs in the Audit Report Change Nonprofessional Investors’ Decision to Invest?” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33(4), 71–93.

臺灣大學學術期刊資料庫

Gutierrez, Elizabeth, Miguel Minutti-Meza, Kay W. Tatum, and Maria Vulcheva (2018), "Consequences of Adopting an Expanded Auditor's Report in the United Kingdom," *Review of Accounting Studies*, 23(4), 1543–1587.

Hertzel, Michael and Richard L. Smith (1993), "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately," *Journal of Finance*, 48(2), 459–485.

Kohler, Annette, Nicole Ratzinger-Sakel, and Jochen Theis (2020), "The Effects of Key Audit Matters on the Auditor's Report's Communicative Value: Experimental Evidence from Investment Professionals and Non-Professional Investors," *Accounting in Europe*, 17(2), 105–128.

Lennox, Clive S., Jaime J. Schmidt, and Anne M. Thompson (2023), "Why Are Expanded Audit Reports Not Informative to Investors? Evidence from the United Kingdom," *Review of Accounting Studies*, 28(2), 497–532.

Rapley, Eric T., Jesse C. Robertson, and Jason L. Smith (2021), "The Effects of Disclosing Critical Audit Matters and Auditor Tenure on Nonprofessional Investors' Judgments," *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(5), 106847.

Reid, Lauren C., Joseph V. Carcello, Chan Li, and Terry L. Neal (2019), "Impact of Auditor Report Changes on Financial Reporting Quality and Audit Costs: Evidence from the United Kingdom," *Contemporary Accounting Research*, 36(3), 1501–1539.

Sirois, Louis-Philippe, Jean Bédard, and Palash Bera (2018), "The Informational Value of Key Audit Matters in the Auditor's Report: Evidence from an Eye-Tracking Study," *Accounting Horizons*, 32(2), 141–162.

Wruck, Karen H. (1989), "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings," *Journal of Financial Economics*, 23(1), 3–28.

Wu, YiLin (2004), "The Choice of Equity-Selling Mechanisms," *Journal of Financial Economics*, 74(1), 93–119.

Zhai, Huayun, Meiting Lu, Yaowen Shan, Qingzhuo Liu, and Ying Zhao (2021), "Key Audit Matters and Stock Price Synchronicity: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China," *International Review of Financial Analysis*, 75, 101747.

投稿日期: 2024年2月23日, 接受日期: 2024年9月5日

臺灣大學學術期刊資料庫

The Effect of Key Audit Matters on Equity Financing

Kung-Chi Chen

Department of Accounting, Ming Chuan University

Key audit matters (KAM) were adopted in 2016. KAM convey to investors what CPAs judge to be the most important information in financial statements. I examine the relationship of KAM to performance, SEO and PE, and have found that KAM contain information concerning lower stock and management performance. In addition, I have found that KAM increase the difficulty of fund raising from the public and outsiders. When a firm needs external financing through equity, the insiders should put out financial statements with less KAM so that the public and outsiders will not be reluctant to invest. Overall, KAM increases the responsibility of the insiders to provide financial statements and improves information asymmetry.

Keywords: key audit matters, seasoned equity offering, private equity, stock performance

JEL classification: G32, M42

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫