

修正式無保留意見是否預告了公司不佳的 經營績效？

Does Modified Unqualified Opinion Foresee a Poor Performance?

黃旭輝¹ Hsu-Huei Huang
國立高雄大學金融管理學系

黃一祥¹ I-Hsiang Huang
國立高雄大學金融管理學系

林佳慧² Chia-Hui Lin
國立雲林科技大學管理研究所

張志向¹ Chih-Hsiang Chang
國立高雄大學金融管理學系

¹Department of Finance, National University of Kaohsiung and ²Graduate School of
Management, National Yunlin University of Science and Technology

(Received December 30, 2008; Final Version August 11, 2009)

摘要：修正式無保留意見是否預告了公司不佳的經營績效？是一個重要且尚未有人討論過的議題。本文以 2000 至 2003 年間收到此一審計意見的 535 個台灣上市公司作為研究對象。結果發現收到修正式無保留意見的公司，其未來的經營績效的確低於產業的平均水準。而且，在六種不同的修正式無保留意見原因中，被簽發對繼續經營假設存有疑慮的公司，其後續的經營績效表現最差。此外，我們還進一步發現公司治理較佳的公司，受到此一審計意見負面訊息的影響較低，本文所稱的公司治理機制較佳包括有聘任外部董事的公司、非家族企業、內部人以及法人持股比率較高的公司。

關鍵詞：修正式無保留意見、公司治理、董事會結構、股權結構。

Abstract: Does modified unqualified opinion foresee a poor performance is a central but never discussed issue. We explore this story using a sample of 535 event companies listed on Taiwan Stock Exchange during 2000-2003. Our results show that firms receiving this auditing report would

experience poor performance relative to their industry peers, furthermore, the companies would get a worst performance when this auditing opinion comes from a reason of going-concern. In addition, we find those firms with better corporate governance, including companies with outside directors, higher insider shareholdings, higher institutional shareholdings and non-family-owned business, would suffer less negative impact from this gloomy opinion.

Keywords: modified unqualified opinion, corporate governance, board structure, ownership structure.

1. 緒論

對於投資人而言，會計師的審計報告具有一定程度的重要性，如果會計師的審計報告帶有負面的訊息，則至少有二件事情值得投資人密切關注，其一是此一審計報告是否會對公司的股價造成影響？再者，此一審計報告所隱含的負面訊息，是否預告了公司未來的經營績效將會表現不佳？第一個問題已有相當多的文獻深入探討過 (Ameen *et al.*, 1994; Banks and Kinney, 1982; Baskin, 1972; Chen and Church, 1996; Chen *et al.*, 2000; Dopuch *et al.*, 1986; Elliott, 1982; Fields and Wilkins, 1991; Jones, 1996; Loudder *et al.*, 1992; Schaub and Highfield, 2003; Teoh and Wong, 1993)，但第二個問題的相關研究卻付之闕如，這是一個明顯又重要的缺口，因此，本文的主要用意即在填補此一缺口。

為什麼會計師的審計報告如此重要？因為在所有權與經營權分離的體制下，代理問題是股東不希望發生卻又無法迴避的問題 (Jensen and Meckling, 1976)。為了減緩代理問題對股東造成的傷害，會計師對財務報表進行查核即是其中的一種外部監督機制。相對於無保留意見 (unqualified opinion) 而言，如果會計師的審計報告為保留意見 (qualified opinion) 或附加解釋段的無保留意見 (unqualified opinion with explanatory notes)，意謂會計師對於該財務報表的部份內容仍存有疑慮或認為含有不確定事項。前述的研究即是探討此一帶有負面訊息的審計報告是否會對股價造成負面的影響，但是尚未有研究探討此一審計意見是否對公司未來的長期經營績效具有影響。

台灣於 1999 年公佈審計準則公報第 33 號，其中的主要內容是增加一種新的審計意見—「修正式無保留意見」，此種審計報告是將過去部分應出具保留意見之審計報告，改列為修正式無保留意見，例如對公司之繼續經營假設有疑慮、公司所採用之會計原則變動且其對財務報表有重大影響及存有重大不確定事項等，此一修正式無保留意見有些類似美國的「增加解釋段之無保留意見」，其所傳遞的訊息介於保留意見與無保留意見之間，雖然不像保留意見帶給投資人這麼重大的疑慮，卻也不像乾淨的無保留意見能讓投資人對公司的財務報表感到信任，此一審計報告所傳遞的訊息是否與公司未來不佳的經營績效有關，仍有待實證來解答。

會計師對於財務報表進行查核，原本就是降低代理問題的一種監督機制，相對於美國而言，此種監督機制對於台灣的投資人顯得更為重要，因為台灣上市公司的董事會，除了家族成員的比率偏高之外，而且又多未聘任外部董事，因此董事會的獨立性與客觀性受到更大的質疑。此外，法人持股比率仍相對偏低，也會降低機構投資人對於公司的監督力量。當其他的監督力量都相對薄弱之際，會計師的審計報告對於投資人而言就顯得格外重要，因此，修正式無保留意見是否預告了公司不佳的經營績效，值得學術界與投資人深入的了解。

我們首先針對收到修正式無保留意見的公司，探討其在收到此一帶有負面訊息的審計意見之後，未來的經營績效是否表現較差？結果發現不管是以相對權益報酬率或相對資產報酬率作為經營績效的替代指標，公司未來三年的經營績效均顯著低於產業的平均水準，而且累積的相對經營績效逐年降低，顯示此一審計報告所隱含負面訊息與公司經營績效間的關係可能高達三年或更長的時間。以審計報告後三年的累積經營績效為例，相對資產報酬率為-3.03%，相對權益報酬率為-12.62%，顯示此一審計報告所傳遞的訊息，不僅對於公司未來的經營績效具有攸關性，而且有其重要性。此外，我們進一步將樣本公司依照其收到修正式無保留意見的原因區分為六種，探討不同原因之下的修正式無保留意見，公司在後續的經營績效是否也會有所差異。實證結果顯示對繼續經營假設有疑慮、或對前期財務報表意見不同此二種原因的修正式無保留意見，公司後續的經營績效表現最差。

如果修正式無保留意見的負面訊息與公司後續不佳的經營績效有關，那麼，在這些不佳的經營績效中，不同的公司之間是否會有程度上的差別？我們認為公司治理機制的健全與否，將會影響公司在收到修正式無保留意見後的經營績效。亦即治理較佳的公司，由於其內部或外部的監督力量較大或監督機制較為健全，因此可及早發現修正式無保留意見所隱藏的問題，並解決或降低此一問題，因此，即使其經營績效仍可能表現不佳，但將優於收到此一審計意見且治理機制不佳的公司。本文所探討的公司治理機制主要包括董事會結構與股權結構，董事會結構的部份分別探討公司是否有聘任外部董事以及公司是否為家族企業，股權結構的部份則分別探討內部人持股與法人持股的影響。

Fama (1980) 以及 Williamson (1983) 都認為透過董事會對經理人的監督，可降低公司的代理問題，Jensen (1993) 更進一步指出由於外部董事比較能獨立客觀的監督經理人，因此外部董事有助於提升董事會的監督機制。根據這樣的觀點，我們認為有聘任外部董事的公司，由於其監督機制的提升，其後續的經營績效將會優於沒有聘任外部董事的公司。實證結果發現有聘任外部董事的公司雖然也會受此審計意見的負面影響，但其相對經營績效的表現的確顯著優於沒有聘任外部董事的公司。家族企業雖是台灣普遍存在的一種企業型態，但現有的文獻卻認為家族企業可能不利於公司治理，例如，La Porta *et al.* (1999) 指出，家族企業可能為了追求家族利益，因而做出有利於家族但不利於公司的決策。Lausten (2002) 與 Morck *et al.* (2000) 也認為，

由於家族企業通常由家族成員中選任公司的高階經理人，而且 CEO 比較不容易因為績效不佳而被更換，因此導致公司的經營績效較差。基於此，我們認為家族企業比較不容易主動發覺並解決修正式無保留意見所隱含的問題，因此其收到審計報告後的經營績效將表現較差。實證結果也大致支持我們的論點，以審計報告後三年的累積經營績效為例，家族企業的相對權益報酬率低於非家族企業逾 10%。

股權結構與代理問題之間的關係，一直是財務學界重視的議題之一。Jensen and Meckling (1976) 認為當所有權與經營權分離時，會有代理問題產生，但內部人的持股比率愈高，則其與外部股東的利益就愈趨於一致，因此可降低代理問題。基於這樣的觀念，我們認為董監事或經理人的持股比率愈高，由於其監督機制較為健全，因此其後續的經營績效會優於內部人持股比率較低的公司。證實結果顯示，董監事或經理人持股較低的公司，其在收到修正式無保留意見後的相對經營績效均顯著為負，但董監事或經理人持股較高的公司，此一負面的影響則明顯較小且未達顯著水準。這些結果說明了內部人持股的增加，的確有助於改善公司後續的經營績效。除了內部人持股的增加有助於減輕代理問題，現有的研究 (Agrawal and Mandelker, 1990; Brickley *et al.*, 1988; Mangel and Singh, 1993; McConnell and Servaes, 1990; Oviatt, 1988) 也大致支持法人機構的持股有助於減低代理問題，因此，我們認為法人持股較多的公司，由於其外部的監督力量較大，將有助於公司績效的提升。實證結果發現，法人持股比率較高的公司雖然也會受此審計意見的負面影響，但其經營績效的表現卻明顯優於法人持股較低的公司。

整體而言，本文發現修正式無保留意見與公司後續的不佳經營績效有關，且不同原因的修正式無保留意見其後續的績效表現也有所差異。此外，我們也發現公司治理機制提升的有利因素，有助於改善公司後續的經營績效。

本文與過去研究的主要差異和貢獻：

過去關於審計意見資訊內涵的研究，大多探討帶有負面意涵的審計意見是否會對股價造成影響。而研究的結果大致顯示當公司收到帶有負面意涵的審計意見之際，股價會有顯著負向的反應 (Davis, 1982; Dopuch *et al.*, 1986)，或雖然在宣告此負面審計意見之時，股價雖無顯著負向的反應，但其實股價早在此審計意見發佈之前已提早反應 (Ameen *et al.*, 1994; Dodd *et al.*, 1984)，這些結果大致顯示負面的審計意見對於股價具有負面的影響。而本文相對於過去的研究主要有下列的差異與貢獻：首先，過去的文獻主要探討負面的審計意見與股價的關連，而本文則是首度探討帶有負面意涵的審計意見與公司未來經營績效的關連性，實證結果大致顯示收到修正式無保留意見的公司，其後續的經營績效表現不佳。綜合過去與本文的研究可大致了解，負面的審計意見不僅會影響股價，其實也與公司未來不佳的經營績效具有高度的關連性。其次，我們探討公司治理機制在此一審計意見後經營績效中所扮演的角色，實證結果發現治理機制較佳的公司，其後續的經營績效優於治理機制較差的公司，這樣的觀念也是過去文獻尚未討論的。

再者，我們也發現修正式無保留意見的原因與後續的經營績效具有關聯性，在六種不同的原因中，對繼續經營假設存有疑慮、或對前期財務報表意見不同此二種原因的修正式無保留意見，其後續的經營績效表現最差。

2. 文獻回顧

2.1 審計報告的重要性

Chow and Rice (1982)、Simunic (1990) 及 Williams (1988) 認為，企業聘請會計師的理由可區分為四個主要原因。首先是監督假說，根據代理理論的主張，可以得知審計需求乃起源於管理者、股東與債權人間的利害衝突，當管理者並非擁有公司之全部股權時，則管理者就不一定會採取使企業價值極大化的決策。為了避免此情況的發生，企業就必須使用會產生代理成本的合約與監督系統。其中由於代理人為財務報表的編製者，因此企業就產生了聘請會計師簽證財務報表的需求，以確保財務資訊的可靠性。其次為資訊假說，此假說主要是指投資者需倚賴財務報表作為投資決策之依據，而一般認為經會計師簽證的財務報表，其可信度較高，進而使投資者在做投資決策時有較佳的依據。因此，在資訊假說下，認為會計師能提供投資人攸關且可靠的財務資訊。再者為保證假說，由於會計師為了維護其聲譽與公信力，將會善盡其專業職責，因此，當企業為籌措資金而尋求背書時，會計師自然成為此一財務資訊的保證人。最後為管制假說，管制假說係指企業受限於政府法令的規定，因而有審計需求的產生。如我國證券交易法第三十六條規定：「依證券交易法發行有價證券之公司，應於每個營業年度終了後四個月內公告並向主管機關申報，經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。」

會計師執行審計財務報表的最終成品即為查核報告。Davis (1982)、Dopuch *et al.* (1986) 的研究發現保留意見對股價具有顯著負向的影響。Fields and Wilkins (1991) 發現當保留意見被取消時，股價會有正的異常報酬，同樣支持保留意見是具有資訊內涵。Dodd *et al.* (1984) 發現具不確定性的保留意見與無法表示意見對股價具有影響性，其結果顯示許多公司在保留意見宣告之前，即有負的異常報酬產生，且不同類型的保留意見其所產生的異常報酬之大小亦不同。但是當保留意見真正公佈時，卻無顯著的資訊內涵。Ameen *et al.* (1994) 則發現，在保留意見之審計報告書公佈的最早日期之前，市場即有負的異常報酬產生，但於保留意見正式公佈的時候，市場卻無明顯的負面反應，亦即市場在審計報告書公佈之前已先行反應了。以上的實證結果支持會計師的查核意見對於公司具有重要的影響性。

國內於 1999 年公佈的審計準則公報第 33 號，將過去部分應出具保留意見之審計報告，改列為修正式無保留意見，例如對公司之繼續經營假設存有疑慮即改列為修正式無保留意見。此一轉變也可能影響會計師的審計意見。例如，劉嘉雯、王泰昌 (民 94) 發現，在 33 號審計準則

公報實施後，會計師簽發繼續經營有重大疑慮的審計意見顯著增加；但五大會計師事務所簽發此一審計意見的增加幅度，小於非五大會計師事務所的增加幅度，不過二者的差異並未達顯著水準。本文則是希望進一步探討修正式無保留意見與公司後續經營績效的關連性。

2.2 董事會結構、股權結構與公司治理

2.2.1 董事會結構與代理問題

Jensen and Meckling (1976) 指出，當所有權與經營權分離時，便會有代理問題出現，亦即經理人的決策與行為可能在追求其個人利益極大化而非追求股東財富極大化。不過，經由適當的監督機制將有助於代理問題的降低。為了解決經理人與股東之間潛在的利益衝突，良好的公司治理機制是公司不斷思考與企圖改善的重要議題。Fama and Jensen (1983) 認為董事會是影響公司治理的重要因素，而董事會的主要職責為核准管理者決策和監督管理者的績效，並擁有法定職權可以雇用和解雇經理人，另外 Fama (1980) 以及 Williamson (1983) 都認為董事會負有保護公司利益與監督管理階層的責任，並有助於降低代理問題。

Jensen (1993) 則進一步強調，以外部董事為主的董事會比較能發揮有效的監督機制。因外部董事多為其他組織的重要決策者，熟知其他專業知識，同時，因為外部董事會關注自身的聲譽，因此較內部董事更能擔任公正客觀的決策者角色 (Fama and Jensen, 1983)。Baysinger and Hoskisson (1990)、Connors (1989)及 Fama (1980) 也認為，外部董事不在公司擔任職位，又具有專業能力且地位超然獨立，決策時可以較客觀地衡量企業全面性的發展，並可發揮監督的功能。Weisbach (1988) 也指出，內部董事可能是較不具監督效率性的，因為對於兼具員工身份的內部董事而言，挑戰 CEO 必須付出相當大的成本。是以，相較於內部董事，若外部董事比率愈高，則對公司績效愈有正面的效益 (Huson *et al.*, 2001)。此外，許多研究都支持外部董事相較於內部董事的獨立性較高，因此比較能客觀的監督經理人以及提升董事會的監督機制 (Beasley, 1996; Byrd and Hickman, 1992; Huson *et al.*, 2001; Jensen, 1993; Luoma and Goodstein, 1999)。

Bacon (1973) 調查發現，有 41% 的外部董事具律師、銀行家、投資專家或顧問身份，顯示這些公司聘任他們，目的是希望他們能扮演專家及提供建議的角色。Eisenberg (1975) 認為，由於外部董事扮演客觀與專家的角色，若要使董事會成為一個有效的監控機制，應讓外部董事佔有董事會大多數的席次。Uzun *et al.* (2004) 的實證也說明了，外部董事的增加有助於降低公司的欺騙行為，Klein (2002) 則發現，董事會愈不獨立的公司，愈可能從事盈餘管理 (Earnings management)，Anderson *et al.* (2004) 表示，董事會愈獨立，其財務報表的可信度愈高，也因此可降低其負債資金成本。

La Porta *et al.* (1999) 指出，家族企業經常將家族的利益放在其他股東的利益之上，因而做出有利於家族但不利於公司的決策。Morck *et al.* (2000) 認為，由於家族企業通常由家族成員中

選任公司的高階經理人，因此，可能導致家族企業相對於非家族企業而言具有競爭劣勢，並導致公司的經營績效較差。Kesner and Dalton (1986) 指出，當董事會組成中具有關係人存在時，董事會的獨立性將受到傷害，因關係人之間存有一定的血緣或商業關係時，基於彼此互惠的動機，由關係人擔任董事將難以客觀評估高階經理人的經營績效；另外，Lausten (2002) 以丹麥公司為例，發現在家族控制的公司中，總經理比較不容易因為績效不佳而被更換。這些說法認為家族企業可能會導致公司治理機制的降低。

2.2.2 股權結構與代理問題

Berle and Means (1932) 提出股權結構對公司價值的影響，他們認為在股權分散的企業，由於經營權掌握在管理者手上，管理者可能因本身持有股權比例不高，無需承擔經營失敗的全部後果，因而濫用公司資源，導致代理問題。Jensen and Meckling (1976) 進一步將這個觀念延伸，認為當企業經營權與所有權逐漸分離時，管理者會因為自利動機，而利用個人職權進行特權消費或採用次佳的投資決策，使得公司價值降低。Berle and Means (1932) 及 Jensen and Meckling (1976)，均認為當內部人士持股比率愈高時，因特權消費、怠惰和追求非極大化公司價值行為，所造成之財富損失將由自己承擔較高的比率，故管理者濫用公司資源的誘因將降低，這也就是所謂的利益收斂假說 (convergence of interest hypothesis)。Pound (1988) 指出，機構投資人在監督功能上較一般投資人擁有完整的專業知識及監督技巧，因此可用較少的成本及較有效率的方式監督經理人，使經理人善盡職守，因而有效的減低代理問題，現有的研究也大都支持機構法人能發揮監督的機制 (Agrawal and Mandelker, 1990; Brickley *et al.*, 1988; Mangel and Singh, 1993; McConnell and Servaes, 1990; Oviatt, 1988)。

3. 樣本與資料來源

本文之研究期間為 2000 至 2003 年，研究對象為該期間財務報表被會計師出具修正式無保留意見之台灣上市公司，會計師的審計報告來自於台灣證券交易所的公開資訊觀測站，初步符合我們觀察的樣本公司共有 949 個，由於本文除了探討被出具負面審計意見（修正式無保留意見）的公司，其未來的經營績效是否表現較差之外，本文也希望能進一步了解這些公司的經營績效是否會因公司治理機制的不同而有所差異，因此本文尚須蒐集董事會結構與股權結構的資料。在這些與公司治理相關的資料中，除了家族企業與外部董事的資料無法經由次級資料取得之外，其餘所需資料均來自於台灣經濟新報資料庫，而家族企業與外部董事的資料則以問卷的方式取得。為了提升問卷回覆的正確率，本文問卷的寄發對象為各樣本公司的發言人，在二個月的期間內本研究共寄發了三次問卷，最後回收的有效問卷為 535 份，本文的所有實證即以此 535 個樣本作為分析的基礎。此處問卷內容所需的董事名單，我們依照每一個樣本的時間點，事先

從台灣經濟新報資料庫取得，然後請公司發言人針對此一名單回答。如果同一公司有二個或以上的樣本，且期間歷經過董事改選以致於董事名單變動，則我們會針對該公司製作二份或以上的董事名單，並請公司發言人針對此二份或以上的名單分別回答，這樣可讓家族企業與外部董事的資料與我們的研究時點相吻合。

樣本公司的年度與產業分佈如表 1 所示，由表中我們可看出，修正式無保留的審計意見自 1999 年公佈以來，收到此一審計意見的公司有逐年增加的趨勢，因此，此一審計意見對於公司的影響也日漸受到重視。此外，我們也可由表中看出樣本的產業分佈，電子業的樣本為 33.27% 明顯高於其他產業，這是因為台灣的上市公司中以電子業為最多，整體而言，樣本的分佈大致符合台灣上市公司的產業現狀。

如果修正式無保留意見隱含了公司未來經營的不確定或負面訊息，那麼，造成修正式無保留意見的原因愈多，可能意謂公司未來的經營績效表現愈差。因此，為了進一步探討單一原因

表 1 樣本產業年度分佈

產業別 \ 年度	2000	2001	2002	2003	合計	百分比
水泥	1			1	2	0.373%
食品	5	6	6	8	25	4.672%
塑膠	7	8	9	8	32	5.981%
紡織	11	15	11	17	54	10.093%
機電	5	7	9	13	34	6.355%
電纜	2	3	4	6	15	2.803%
化工	3	11	10	17	41	7.663%
玻璃	1	1	1	1	4	0.747%
造紙	1	2	1	1	5	0.934%
鋼鐵	8	9	9	18	44	8.224%
橡膠	3	3	4	4	14	2.616%
汽車	2	2	3	1	8	1.495%
電子	18	31	53	76	178	33.271%
營建	4	3	7	6	20	3.738%
航運	2	3	5	8	18	3.364%
觀光				1	1	0.186%
百貨	2	2	2	3	9	1.682%
綜合			1	1	2	0.373%
其他	6	6	7	10	29	5.420%
合計	81	112	142	200	535	100%
百分比	15.140%	20.934%	26.542%	37.383%	100%	

的與多重原因的修正式無保留意見其後續經營績效是否有所差異，於是我們將樣本公司進一步作區分，結果如表 2 所列，樣本中多數修正式無保留意見的形成原因來自於單一因素，包含多重原因的僅佔 21.68%。

表 3 為樣本公司的變數敘述性統計，由表中我們可看出樣本公司中家族企業 (FAMB) 的比率為 31.4%，顯示台灣的上市公司仍普遍存在家族企業。其次，我們也可由表中看出大多數的公司完全沒有聘任外部董事，樣本中有聘任外部董事的公司 (OUTDD) 僅佔 47.5%，整體而言外部董事僅佔董事會席次的 16.14%，這樣的董事會結構與美國有相當大的差異，美國不僅規範所有的上市公司均需聘任外部董事，且外部董事的人數往往超過董事會人數的一半以上。其次，董事會與監察人持股 (BHR) 的平均比率為 21.87%，前述持股最少的僅有 4.59%，若再加上經理人的持股 (經理人的平均持股比率為 0.45%)，亦即董事會、監察人與經理人持股總合的平均比率亦僅有 22.32%，顯示所有權與經營權分離的現象相當明顯。另外，法人持股比率 (INTHR) 的平均值為 34%，法人持股最低的樣本公司僅持有 0.08%，說明了台灣的股票市場仍然是以個人投資人為主的市場，再者，若是單看外國法人機構持股 (FINTR)，樣本公司的平均外資持股為 6.57%。最後，我們可由表中看出樣本公司的平均負債比率為 41.64%，但最高的樣本公司高達

表 2 單一原因與多重原因

	2000	2001	2002	2003	合計	百分比
單一原因	67	96	122	134	419	78.317%
多重原因	14	16	20	66	116	21.683%

表 3 變數敘述性統計

變數	平均數	中間值	標準差	最小值	最大值
FAMB	0.314	0	0.465	0	1
OUTDD	0.475	0	0.500	0	1
BHR	21.875	18.620	13.326	4.590	76.530
MHR	0.452	0.010	1.383	0	9.260
INTHR	34.006	30.830	19.829	0.080	94.260
FINTR	6.578	2.260	9.733	0	64.850
DR	41.641	41.040	14.121	5.750	84.650

說明：FAMB 衡量公司是否為家族企業，係一虛擬變數，若公司為家族企業，其值為 1，否則為 0；OUTDD 衡量公司是否有聘任外部董事，為一虛擬變數，若公司董事會中有外部董事，其值為 1，否則為 0；BHR 為董監事持股比率，以審計報告前一個月月底，董監事持有公司流通在外股數比率衡量；MHR 為經理人持股比率，以審計報告前一個月月底，經理人持有公司流通在外股數比率衡量；INTHR 為法人持股比率，以審計報告前一個月月底，法人持有公司流通在外股數比率衡量；FINTR 為外資持股比率，以審計報告前一個月月底，外資法人持有公司流通在外股數比率衡量；DR 為負債比率，以審計報告公佈前一年底公司的負債除以資產作為衡量的基礎。

84.65%，此處的負債比率，主要係作為控制變數。根據 Jensen (1986) 的說法，舉債可降低自由現金流量 (free cash flow)，因此可降低過度投資的代理問題。Easterbrook (1984) 也指出，如果公司定期接受資本市場的檢驗與評估，有助於降低其代理問題，根據這樣的觀點，負債的發行有助於代理問題的降低。此外，若公司的資產報酬率高於負債的資金成本，舉債的槓桿作用可提昇公司的經營績效；但若公司的資產報酬率小於負債的資金成本，則舉債反而會降低公司的績效。由於舉債對於公司的經營績效可能出現上述的影響，因此我們將其納入控制變數。

4. 研究方法與變數定義

本文首先針對被會計師出具修正式無保留意見的全體樣本公司，探討其未來三年的經營績效是否相對於同產業的公司表現較差，此處，我們分別以平均數檢定和中位數檢定，驗證其經營績效是否低於產業的平均水準。其次，我們依照樣本公司被出具修正式無保留意見的原因是來自於單一原因或多重原因，將樣本區分為二群，觀察多重原因的修正式無保留意見，其未來三年的經營績效是否低於單一原因的修正式無保留意見。再者，我們依照修正式無保留意見的六種原因將樣本區分為六群，並分針對這六組樣本，驗證公司是否收到這六種不同原因的修正式無保留意見之後，其未來三年的經營績效都會低於產業的平均水準，此外，也可進一步觀察公司在收到哪些原因的修正式無保留意見後，其經營績效會有較差的表現。最後，我們進一步針對這些公司，依照其公司治理機制將樣本區分為公司治理機制較佳或公司治理機制較差二群，探討公司治理機制較佳，是否有助於提升其在收到修正式無保留意見後的經營績效。本文探討的公司治理機制主要包括公司的董事會結構與股權結構，其中董事會結構的探討議題包括公司是否為家族企業以及公司是否有聘任外部董事，股權結構則探討公司的內部人持股以及機構法人持股。

以上的經營績效，我們分別以相對權益報酬率 (RROE) 和相對資產報酬率 (RROA) 作為代理變數，此處所稱的相對係以個別公司的報酬率減產業的平均報酬率得出，藉以觀察樣本公司在被出具修正式無保留意見之後，其經營績效是否相對於同產業的其他公司表現較差。觀察的對象包括審計報告出具後一年的相對權益報酬率與相對資產報酬率 (RROE1 與 RROA1)、後二年的相對權益報酬率與相對資產報酬率 (RROE2 與 RROA2) 及後三年的相對權益報酬率與相對資產報酬率 (RROE3 與 RROA3)。其中 RROE2 係以審計報告出具後二年，個別公司累積二年的權益報酬率減產業累積二年平均權益報酬率得出；RROE3 係以審計報告出具後三年，個別公司累積三年的權益報酬率減產業累積三年平均權益報酬率得出。RROA 的計算亦與此相同。

除了針對上述個別變數，探討其對修正式無保留意見公司的經營績效影響之外，我們也以複迴歸分析探討上述變數對經營績效的影響，在迴歸分析中，除了前述的公司治理變數之外，

我們也加入了公司的負債比率作為控制變數。迴歸模式如下所示：

$$FP1 = \alpha + \beta_1 FAMB + \beta_2 OUTDD + \beta_3 INSH + \beta_4 INTH + \beta_5 DR + \beta_6 NSECD + \beta_7 MULD + \beta_8 REA2 + \beta_9 REA3 + \beta_{10} REA4 + \beta_{11} REA5 + \beta_{12} REA6 + \varepsilon \quad (1)$$

上式中，*FP1* 表示公司在收到修正式無保留意見後的一年的經營績效，我們分別以後一年的相對權益報酬率 (*RROE1*) 以及後一年的相對資產報酬率 (*RROA1*) 衡量，其中後一年相對權益報酬率 (*RROE1*) 係以個別公司的後一年權益報酬率減去產業後一年平均的權益報酬率；後一年相對資產報酬率 (*RROA1*) 則是以個別公司的後一年資產報酬率減去產業後一年平均的資產報酬率衡量。*FAMB* 為家族企業的虛擬變數，若公司屬於家族企業則 *FAMB* 設為 1，否則為 0，此處，本文所定義的家族企業係指董事長與總經理具有親屬關係，或由其自身兼任總經理，且董事會中的董事與董事長具有親屬關係的成員超過 1/3 以上者，以此作為家族企業的評判標準。*OUTDD* 為公司是否有聘任外部董事的虛擬變數，若公司有聘任外部董事，將其設為 1，否則為 0，本文所定義的外部董事為該董事及其親屬未在公司任職，且亦非關係企業的代表。本文所稱的親屬關係，已於問卷中事先定義：「此處的親屬關係包含直系血親、旁係血親和姻親的關係」。*INSH* 為公司內部人持股比率的代理變數，我們分別以董監事持股比率 (*BHR*) 和經理人持股比率 (*MHR*) 衡量之，持股比率的衡量時間點為審計報告公佈前一個月月底的持股資料。*INTH*，為機構法人持股的代理變數，本文分別以所有法人持股 (*INTHR*) 以及外資法人持股 (*FINTR*) 衡量之，衡量時間點亦為審計報告公佈前一個月月底的持股資料。*DR* 為負債比率，我們以審計報告公佈前一年底公司的負債除以資產作為衡量的基礎。

除了公司治理的變數之外，我們也在迴歸模式中，加入了與修正式無保留意見相關的三個變數，首先，*NSECD* 為修正式無保留意見是否連續出現的虛擬變數，若未連續出現設為 1。此處的未連續出現修正式無保留意見，係指樣本公司在樣本期間內未曾在間隔三年以內出現一次以上的修正式無保留意見，藉由此一變數，我們想要觀察連續或非連續的修正式無保留意見樣本公司，其後續的經營績效是否有顯著的差異。樣本中屬於非連續修正式無保留意見的共有 72 個，其餘則在間隔三年以內出現一次以上的修正式無保留意見，亦即屬於連續的樣本。其次，*MULD* 為多重原因的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因超過一個以上將其設為 1。藉由此一變數，我們想要觀察多重原因的修正式無保留意見公司，其經營績效是否顯著低於單一原因的樣本公司。再者 *REA2*、*REA3*、*REA4*、*REA5* 與 *REA6* 為修正式無保留意見原因的虛擬變數，由於原因的類別有 6 種，因此我們設立 5 個虛擬變數，藉由這 5 個虛擬變數，我們可觀察是否哪些原因的修正式無保留意見會有相對較差或較佳的經營績效。其中，*REA2* 為對繼續經營假設存有疑慮的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為對繼續經營假設存有疑慮，或

包含此一原因將其設為 1；REA3 是會計原則變動的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為會計原則變動將其設為 1；REA4 是對前期財務報表意見不同的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為對前期財務報表意見不同，或包含此一原因將其設為 1；REA5 是前期財務報表由其他會計師查核的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為前期財務報表由其他會計師查核，或包含此一原因將其設為 1；REA6 是欲強調某一重大事項的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為欲強調某一重大事項，或包含此一原因將其設為 1。

5. 實證結果分析

5.1 修正式無保留意見與經營績效

修正式無保留意見是 1999 年台灣新增的審計意見，主要是將部份過去應出具保留意見的查核報告改列為修正式無保留意見，雖然其被歸屬於無保留意見，但相較於乾淨的無保留意見 (clean unqualified opinion)，修正式無保留意見仍然多了一份不確定性，根據審計準則公報第三十三號之規定，修正式無保留意見可能傳遞了公司的繼續經營假設出現疑慮、重大的期後事項或重大的不確定事項等負面訊息，這樣的負面訊息是否預告了公司未來的經營績效將會表現較差，亦或是此一審計意見對於公司未來的經營績效並不攸關，是投資人深表關切卻尚未被探索的一個重要議題。

表 4 我們針對被出具修正式無保留意見的樣本公司，探討其在被出具此一帶有負面訊息審計報告後的公司經營績效是否真的表現較差，我們分別以相對權益報酬率 (RROE) 和相對資產報酬率 (RROA) 衡量公司的經營績效。其中，RROE1 表樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 表樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 表樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率。RROA1、2、3 的定義與此相似。表 4 我們分別以平均數和中位數驗證被出具修正式無保留意見的公司，其經營績效是否低於產業的平均水準，實證結果顯示，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率，其平均數和中位數都呈現負數，且均達顯著水準，說明了被出具修正式無保留意見的公司，其未來的經營績效的確相較於同業表現較差，而且表 4 的結果顯示，觀察的期間越長，樣本公司的經營績效相較於產業平均水準的表現差距越大，意謂修正式無保留意見與公司未來不佳的經營績效之間具有具有一程度的相關性。以 RROE3 的平均數高達-12.62% 而言，意謂樣本公司在被出具修正式無保留意見後三年的累積權益報酬率低於產業的平均水準 12%。此一結果支持修正式無保留意見與公司未來不佳的經營績效具有顯著的關連性。

如果修正式無保留意見的確會傳遞公司未來經營績效的負面訊息，那麼，我們想進一步了解是否形成修正式無保留意見的原因越多，其所傳遞的負面訊息就越強烈？因此，接下來我們

表 4 修正式無保留意見公司的經營績效

經營績效	平均數	t 值	中位數	Mann-Whitney U 檢定 P 值
RROE1	-3.239	-4.293***	-0.25	0.000***
RROE2	-7.843	-3.926***	-0.56	0.000***
RROE3	-12.629	-3.500***	-2.36	0.002***
RROA1	-0.889	-2.454**	-0.25	0.007***
RROA2	-1.711	-2.141**	-0.65	0.001***
RROA3	-3.035	-2.167**	-1.62	0.002***

說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 $P < 0.10$ **表示顯著水準 $P < 0.05$ ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

將樣本公司依照其形成修正式無保留意見的原因多寡，區分為單一原因與多重原因的二群樣本，其中，屬於單一原因的樣本為 419 個，多重原因的樣本為 116 個。實證結果如表 5 所列，由表中我們可看出不管是單一原因或多重原因的修正式無保留意見，其相對權益報酬率與相對資產報酬率均呈現負值，顯示公司的經營績效低於產業的平均水準。其次，我們也由表中看出被出具多重原因修正式無保留意見的公司，其未來三年的經營績效，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率，均低於單一原因的公司，但只有後一年與後二年的差距達到顯著水準。以審計報告出具後二年的累積相對權益報酬率而言，單一原因的公司為 -5.15%，多重原因的公司為

表 5 多重與單一原因修正式無保留意見的經營績效

經營績效	多重原因	單一原因	績效差距	t 值
RROE1	-6.671	-2.290	-4.381	-2.403**
RROE2	-23.147	-5.158	-17.988	-2.029**
RROE3	-22.611	-10.792	-11.818	-1.188
RROA1	-2.299	-0.499	-1.799	-2.051**
RROA2	-5.964	-0.964	-4.999	-2.242**
RROA3	-6.524	-2.393	-4.131	-1.069

說明：說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 $P < 0.10$ **表示顯著水準 $P < 0.05$ ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

-23.14%，二者的差距高達 17.98%。此一結果大致顯示，被出具修正式無保留意見的公司，其未來的經營績效將低於產業的平均水準，若形成修正式無保留意見的原因不只一個，則其未來的經營績效將表現更差。

根據審計準則公報第三十三號，出具修正式無保留意見的原因共有六種，分別是 (1)會計師所表示的意見，部分係採用其他會計師的查核報告；(2)對受查者的繼續經營假設存有重大疑慮；(3)受查者的會計原則變動且對財務報表有重大影響；(4)對前期財務報表所表示的意見與原來所表示者不同；(5)前期財務報表由其他會計師查核；(6)欲強調某一重大事項，如重大關係人交易、重大期後事項或重大未確定事項等。由於這六種不同的原因傳遞出不同的訊息，因此這些原因與未來經營績效的關連性是否有所差異，值得我們進一步探討。因此，我們在表 6 分別探討公司在收到這些原因的修正式無保留意見後，其經營績效是否顯著低於產業的平均水準。

樣本中不管是單一原因的樣本或多重原因的樣本，都是以採用其他會計師的查核報告與會計原則變動二者所佔的比率最高。其中單一原因中屬於採用其他會計師的查核報告者 365 個，屬於會計原則變動者為 38 個，其餘的單一原因的樣本數均小於 10 個。因此，表 6 中，有關採用其他會計師的查核報告、以及會計原則變動的部份，由於樣本數足夠，我們係以單一原因的樣本做為分析的基礎。另外，其餘的四種原因，由於單一原因的樣本數不足，因此，這四種原因的分析樣本包含了單一原因與多重原因的總和。其中，單一原因中屬於對繼續經營假設存有重大疑慮或多重原因中包括此一原因的樣本數總和為 14 個；單一原因中屬於對前期財務報表所表示之意見與原來不同或多重原因中包括此一原因的樣本數總和為 17 個；單一原因中屬於前期財務報表由其他會計師查核或多重原因中包括此一原因的樣本數總和為 5 個；單一原因中屬於欲強調某一重大事項或多重原因中包括此一原因的樣本數總和為 26 個。

由表 6 的實證結果，我們發現不管是因為何種原因造成的修正式無保留意見，公司在收到此種審計意見之後的三年，其經營績效均低於產業的平均水準，意即相對 ROE 和相對 ROA 都小於零。其中前期財務報表由其他會計師查核的樣本數僅有 5 個，因而其績效檢定未達顯著水準，其餘的 5 種原因，則都至少有一個以上的績效檢定達到顯著水準。這些結果大致顯示：公司在收到此種審計意見之後的三年，其經營績效比較可能低於同業的平均水準。此外，我們也發現公司在收到修正式無保留意見之後的經營績效，會因為修正式無保留意見的原因不同而有很大的差異。其中，因為對繼續經營假設存有重大疑慮和對前期財務報表所表示之意見與原來不同二者，公司在收到此二類原因的意見後其經營績效表現最差。例如，對繼續經營假設存有重大疑慮的修正式無保留意見，公司在之後一年的相對 ROE 為-41%；對前期財務報表所表示之意見與原來不同的修正式無保留意見，公司在之後一年的相對 ROA 為-16%，且均達顯著水準。

表 6 修正式無保留意見原因與經營績效

部分採用其他會計師的查核報告			會計原則變動		
經營績效	平均數	t 值	經營績效	平均數	t 值
RROE1	-1.859	-2.270**	RROE1	-2.934	-0.906
RROE2	-3.707	-2.332**	RROE2	-6.021	-1.384
RROE3	-8.604	-2.736***	RROE3	-13.032	-2.035**
RROA1	-0.277	-0.643	RROA1	-1.585	-0.767
RROA2	-0.614	-0.734	RROA2	-3.258	-1.055
RROA3	-2.357	-1.598	RROA3	-6.041	-1.609
對繼續經營假設存有疑慮			對前期財務報表所表示之意見與原來不同		
經營績效	平均數	t 值	經營績效	平均數	t 值
RROE1	-41.789	-3.759***	RROE1	-16.271	-2.681**
RROE2	-106.506	-3.187***	RROE2	-30.268	-1.462
RROE3	-145.326	-2.453**	RROE3	-49.991	-2.557**
RROA1	-12.866	-4.830***	RROA1	-5.868	-3.179***
RROA2	-23.295	-5.467***	RROA2	-8.153	-2.746**
RROA3	-34.838	-5.594***	RROA3	-9.101	-2.442**
前期財務報表由其他會計師查核			欲強調某一重大事項		
經營績效	平均數	t 值	經營績效	平均數	t 值
RROE1	-3.628	-1.141	RROE1	-4.760	-1.697
RROE2	-6.010	-1.703	RROE2	-7.493	-2.229**
RROE3	-3.342	-0.845	RROE3	-12.185	-2.456**
RROA1	-1.694	-0.888	RROA1	-1.280	-0.911
RROA2	-2.706	-1.464	RROA2	-2.459	-1.658
RROA3	-1.654	-0.705	RROA3	-4.572	-2.046*

說明：說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 $P < 0.10$ ，**表示顯著水準 $P < 0.05$ ，***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

5.2 公司治理的影響

儘管前面的實證結果已經告訴我們，整體而言，公司收到修正式無保留意見後，其經營績效會低於產業的平均水準，顯示修正式無保留意見的確能傳遞攸關而且負面的訊息。然而，我們希望能進一步探討，是否此一不利的審計意見，會因為不同公司的治理機制不同，因而其後續的負向經營績效也會有所差異？我們認為治理較佳的公司，由於其內部的監督機制較為健

全，因此可降低經理人作出錯誤決策對於公司造成的傷害。亦即，在收到修正式無保留意見後，其經營績效會優於治理機制較差的公司。

本文所探討的公司治理機制主要包括公司的董事會結構以及股權結構，董事會結構的部份，包括探討公司是否有聘任外部董事以及公司是否為家族企業對修正式無保留意見公司經營績效的影響，股權結構的部份，則探討公司的內部人持股與法人持股對經營績效的影響。

從文獻回顧中，我們知道有聘任獨立董事的公司，其董事會比較能獨立客觀的審核公司的重要決策。因此，我們推論其後續的績效將會優於沒有聘任獨立董事的公司。表 7 的實證，我們首先將樣本依照其是否有聘任外部董事區分為二群，其中有聘任外部董事的樣本為 254 個，沒有聘任外部董事的樣本為 281 個。對於沒有聘任外部董事公司而言，我們發現公司在被出具修正式無保留意見之後，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率均顯著為負，然而，對於有聘任外部董事的公司而言，其相對資產報酬率並未顯著為負，而股東權益報酬率雖然顯著為負，但也都優於沒有聘任外部董事的公司。進一步檢定二群樣本經營績效的差距，我們也可由表中發現，有聘任外部董事的公司在被出具修正式無保留意見之後，其未來的經營績效，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率均優於沒有聘任外部董事的公司，其中後一年的相對權益報酬率與相對資產報酬率的差距達到顯著水準。此一結果大致支持我們的論點，亦即外部董事的聘任可改善公司收到修正式無保留意見後的經營績效。

前述的文獻指出家族企業經常將家族的利益放在其他股東的利益之上，因而做出有利於家族但不利於公司的決策，以致於公司的經營績效較差。如果家族企業可能將家族的利益放在股東的利益之上，我們認為家族企業對於公司被簽發修正式無保留意見之後的經營績效具有負面

表 7 外部董事對修正式無保留意見公司經營績效的影響

經營績效	無外部董事		有外部董事		平均數差之 t 檢定	
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
RROE1	-5.048	-4.443***	-1.238	-1.290	-3.810	-2.533**
RROE2	-10.911	-3.480***	-4.059	-1.847*	-6.852	-1.710*
RROE3	-16.002	-2.952***	-8.344	-1.883*	-7.657	-1.053
RROA1	-1.772	-3.663***	0.086	0.160	-1.858	-2.573**
RROA2	-2.629	-2.405**	-0.578	-0.496	-2.050	-1.277
RROA3	-4.302	-2.329**	-1.425	-0.664	-2.877	-1.020

說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 $P < 0.10$ **表示顯著水準 $P < 0.05$ ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

的影響。

表 8 的部份，我們將樣本公司依照其是否為家族企業區分為二群，其中，家族企業的樣本有 168 個，非家族企業為 367 個。由表中，我們可看出家族企業在被出具修正式無保留意見之後的經營績效，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率均顯著為負，然而，非家族企業的相對權益報酬率與相對資產報酬率雖然呈現負值，但下跌幅度卻小於家族企業，以修正式無保留意見之後三年的累積相對權益報酬率而言，非家族企業優於家族企業逾 10%。進一步檢定二群樣本的差距，表中的數字大致顯示不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率，非家族企業均優於家族企業，其中後一年與後二年的差距均達到顯著水準。整體而言，此一部份的實證大致顯示，被出具修正式無保留意見的公司，其未來的經營績效較差，若此一公司為家族企業，則因其公司治理機制較弱，因而導致公司經營績效進一步的下滑。

Jensen and Meckling (1976) 認為當經營權與所有權分離時，代理問題也隨之而來，不過，他們指出當內部人持股比率愈高時，因特權消費、怠惰和追求非極大化公司價值行為所造成的財富損失，將由自己承擔較高的比率，故管理者濫用公司資源的誘因將降低，這也就是所謂的利益收斂假說。根據這樣的說法，我們認為內部人持股比率較高的公司，公司的重要決策將會比較符合股東的利益，因此，公司在收到修正式無保留意見後的經營績效會優於內部人持股比率較低的公司。表 9 中，我們分別以董監事持股比率以及經理人持股比率作為內部人持股的代理變數，並將所有的樣本公司分別依照其董監事以及經理人持股比率排序，凡是董監事或經理人持股比率在樣本公司的前三分之一，我們將其定義為內部人持股比率高的公司，而董監事或經理人持股比率在樣本公司的末三分之一，我們將其定義為內部人持股比率低的公司。

表 8 家族企業對修正式無保留意見公司經營績效的影響

經營績效	家族企業		非家族企業		平均數差之 t 檢定	
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
RROE1	-5.519	-4.453***	-2.196	-2.340**	-3.323	-2.049**
RROE2	-13.186	-4.315***	-5.569	-2.208**	-7.616	-1.750*
RROE3	-19.740	-3.304***	-9.722	-2.186**	-10.017	-1.261
RROA1	-2.226	-4.130***	-0.278	-0.598	-1.947	-2.505**
RROA2	-4.899	-4.287***	-0.354	-0.347	-4.545	-2.969***
RROA3	-7.330	-3.279***	-1.279	-0.739	-6.050	-1.976**

說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 $P < 0.10$ **表示顯著水準 $P < 0.05$ ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

表 9 的上半部係以董監事持股作為內部人持股的代理變數，對於董監事持股較低的公司而言，由表中我們可看出公司在被出具修正式無保留意見之後的經營績效，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率均顯著為負，而且觀察的時間越長，相對經營績效的表現越差，以累積三年的經營績效而言，相對權益報酬率為-17.63%，相對資產報酬率為-7%，顯示出修正式無保留意見對此一類公司經營績效的重大不利影響。然而，董監事持股較高的公司，其經營績效則呈現不顯著為正或不顯著為負，顯示董監事持股比率的增加有助於改善修正式無保留意見後的經營績效。進一步觀察二群樣本經營績效的差異，實證結果大致顯示，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率，董監事持股較高的公司都優於董監事持股較低的公司，其中後一年與後二年的差距則達到顯著水準。

表 9 的下半部係以經理人持股作為內部人持股的代理變數，實證結果顯示修正式無保留意見對於公司經營績效的影響，與經理人的持股比率有密切的關係，對於經理人持股較低的公司

表 9 內部人持股比率對修正式無保留意見公司經營績效的影響

經營績效	董監事持股低		董監事持股高		平均數差之 t 檢定	
	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數差	t 值
RROE1	-5.967	-4.890***	-0.862	-0.764	-5.104	-3.070***
RROE2	-9.650	-4.081***	-0.864	-0.307	-8.786	-2.402**
RROE3	-17.639	-3.832***	-6.047	-0.961	-11.591	-1.517
RROA1	-2.452	-3.870***	0.253	0.388	-2.705	-2.976***
RROA2	-3.465	-2.837***	1.057	0.665	-4.523	-2.271**
RROA3	-7.004	-2.981***	-0.287	-0.094	-6.716	-1.773*
經營績效	經理人持股低		經理人持股高		平均數差之 t 檢定	
	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數差	t 值
RROE1	-4.549	-2.917***	0.527	0.586	-5.077	-2.819***
RROE2	-12.333	-2.335**	2.041	0.942	-14.375	-2.518**
RROE3	-19.323	-0.703	0.661	0.153	-19.984	-0.718
RROA1	-1.273	-1.771*	0.644	1.190	-1.918	-2.131**
RROA2	-2.349	-1.282	2.193	1.720*	-4.542	-2.035**
RROA3	1.682	0.236	2.425	1.002	-0.742	-0.098

說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 P<0.10 **表示顯著水準 P<0.05 ***表示顯著水準 P<0.01。

而言，修正式無保留意見之後的經營績效，不管是相對權益報酬率或相對資產報酬率均顯著為負。然而，經理人持股較高的公司，其相對經營績效卻呈現正向的反應，以修正式無保留意見之後三年的相對權益報酬率而言，二者的差距將近 20%，以上結果大致顯示經理人持股比率的增加有助於改善修正式無保留意見後的經營績效。綜合表 9 的結果，大致顯示修正式無保留意見後續的不佳經營績效，會因為內部人持股比率的增加而減緩。

Pound (1988) 指出，由於機構投資人相對於個人投資人擁有較佳的監督能力與監督意願，因此法人機構的持股有助於減低代理問題，相關的研究也支持這樣的論點。根據這個觀點，我們認為法人持股比率較高的公司，其所受的監督力量較大，經理人傷害股東利益的可能性也因此降低，亦即，法人持股較高的公司由於其監督機制的提升，可改善公司收到修正式無保留意見後續的經營績效。表 10 的上半部，我們將樣本公司依照其所有法人持股比率的多寡排序，法人持股比率居於前三分之一的公司，我們將其稱為法人持股比率高的公司，法人持股比率居於末三分之一的公司，我們將其稱為法人持股比率低的公司。由表中的經營績效指標我們可大致看出，法人持股比率較低的公司相對於法人持股高的公司，其相對經營績效表現全部較差，且二者的差距多數達到顯著水準，以累積三年的相對權益報酬率而言，法人持股高的公司為 -6.93%，法人持股低的公司為 -20.61%，這個現象大致說明了，雖然修正式無保留意見所隱含的負面訊息會與公司後續不佳的經營績效有關，但法人持股比率增加所帶來的監督力量有助於改善其後續的績效。

表 10 的下半部，我們特別將外資法人獨立出來討論，以本文的樣本而言，雖然外資法人的平均持股比率僅佔 6.5%，然而，長久以來外資法人在台灣的股票市場卻具有指標性的意義，我們認為此一現象不僅反應投資人相信外資法人的選股能力，也認為外資法人能夠發揮監督機制，因而提升公司的價值。實證結果顯示，外資法人持股較低的公司，在收到修正式無保留意見之後三年的相對經營績效指標都顯著為負，且累積相對經營績效隨時間增加而逐漸降低。反觀外資法人持股較高的樣本，在收到修正式無保留意見之後，其相對經營績效指標大多呈現正向反應，其中，一年期的相對資產報酬率更呈現顯著正向的反應。進一步比較二群樣本經營績效的差異，可大致看出外資法人持股較高的公司，其經營績效優於外資法人持股較低的公司。

綜合表 10 的實證結果，我們認為修正式無保留意見的負面資訊的確與公司後續的不佳績效有關，但是法人持股增加所帶來的監督機制將有助於改善公司在收到此一審計意見後的經營績效。

前述的實證，我們係以董事會結構和股權結構的個別變數將樣本公司區分為公司治理較佳（有聘任外部董事、非家族企業、內部人或法人持股比率較高）以及公司治理較差（未聘任外部董事、家族企業、內部人或法人持股比率較低）的二群樣本，實證結果大致顯示，公司治理較佳的公司，在收到修正式無保留意見之後，其相對經營績效雖然也大多呈現負向反應，但相對於

表 10 法人持股比率對修正式無保留意見公司經營績效的影響

經營績效	所有法人持股低		所有法人持股高		平均數差之 t 檢定	
	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數差	t 值
RROE1	-6.682	-4.929***	-2.633	-1.803*	-4.048	-2.031**
RROE2	-13.561	-4.054***	-6.060	-1.381	-7.500	-1.361
RROE3	-20.615	-3.171***	-6.936	-0.947	-13.678	-1.400
RROA1	-2.677	-4.337***	-0.386	-0.647	-2.291	-2.668***
RROA2	-4.446	-3.374***	0.005	0.003	-4.451	-2.374**
RROA3	-6.593	-2.871***	0.891	0.374	-7.485	-2.264**
經營績效	外資法人持股低		外資法人持股高		平均數差之 t 檢定	
	平均數	t 值	平均數	t 值	平均數差	t 值
RROE1	-7.339	-4.864***	0.511	0.439	-7.850	-4.120***
RROE2	-16.857	-3.682***	0.818	0.351	-17.675	-3.440***
RROE3	-21.918	-2.790***	-1.881	-0.443	-20.036	-2.243**
RROA1	-2.970	-5.050***	1.244	1.796*	-4.214	-4.638***
RROA2	-5.280	-4.324***	1.913	1.343	-7.194	-3.773***
RROA3	-6.419	-2.897***	0.949	0.382	-7.368	-2.192**

說明：RROE1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率；RROE2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對權益報酬率；RROE3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對權益報酬率；RROA1 係樣本公司被出具修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率；RROA2 係樣本公司被出具修正式無保留意見後二年的累積相對資產報酬率；RROA3 係樣本公司被出具修正式無保留意見後三年的累積相對資產報酬率；*表示顯著水準 $P < 0.10$ **表示顯著水準 $P < 0.05$ ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

治理較差的公司而言，其經營績效仍明顯較佳，顯示公司治理較佳的有利因素，對於修正式無保留意見之後的經營績效具有正向的影響。接下來，我們以迴歸分析同時納入董事會結構與股權結構的變數，驗證公司治理機制對於公司收到修正式無保留意見後經營績效的影響是否達到顯著水準。除了公司治理的變數之外，我們也在迴歸模式中，加入了與修正式無保留意見相關的三個變數，包括修正式無保留意見是否連續出現的虛擬變數 (NSECD)、修正式無保留意見的形成原因是否為多重原因 (MULD)、以及修正式無保留意見形成原因的虛擬變數 (REA2、REA3、REA4、REA5 與 REA6)，這些虛擬變數所代表的原因依序為對繼續經營假設有疑慮、會計原則變動、對前期財務報表意見不同、前期財務報表由其他會計師查核、與欲強調某一重大事項。最後，模式中也加入公司的負債比率作為控制變數。

表 11 的迴歸分析，我們以公司收到修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率作為公司經營績效的代理變數，實證結果顯示家族企業 (FAMB) 的迴歸係數顯著為負，說明了家族企業由於其董事會的監督機制與獨立性較低，因此在收到修正式無保留意見之後，公司的經營績效不

表 11 公司治理對修正式無保留意見公司經營績效 (RROA1) 的影響

$$RROA1 = \alpha + \beta_1 FAMB + \beta_2 OUTDD + \beta_3 INSH + \beta_4 INTH + \beta_5 DR + \beta_6 NSECD + \beta_7 MULDD + \beta_8 REA2 + \beta_9 REA3 + \beta_{10} REA4 + \beta_{11} REA5 + \beta_{12} REA6 + \varepsilon$$

RROA1 為修正式無保留意見後一年的相對資產報酬率，以公司的資產報酬率減產業平均資產報酬率衡量；FAMB 為家族企業的虛擬變數，若公司為家族企業，其值為 1，否則為 0；OUTDD 為外部董事的虛擬變數，若公司有聘任外部董事，其值為 1，否則為 0；INSH 為內部人持股，本文分別以公司的董監事持股比率 (BHR) 和經理人持股比率 (MHR) 作為代理變數；INTH 為機構法人持股，本文分別以所有法人持股比率 (INTHR) 和外資法人持股比率 (FINTR) 作為代理變數；DR 為負債比率，本文以審計報告公佈前一年年底的負債除以資產作為衡量的基礎。NSECD 為修正式無保留意見是否連續出現的虛擬變數，若未連續出現設為 1。MULD 為多重原因的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因超過一個以上將其設為 1。REA2 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為對繼續經營假設存有疑慮，或包含此一原因將其設為 1；REA3 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為會計原則變動將其設為 1；REA4 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為對前期財務報表意見不同，或包含此一原因將其設為 1；REA5 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為前期財務報表由其他會計師審核，或包含此一原因將其設為 1；REA6 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為欲強調某一重大事項，或包含此一原因將其設為 1。

迴歸	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6
RROA1	係數	係數	係數	係數	係數	係數
	(t-值)	(t-值)	(t-值)	(t-值)	(t-值)	(t-值)
常數	4.514*** (3.414)	4.814*** (3.780)	4.371*** (3.248)	5.367*** (4.315)	3.799*** (2.870)	3.706*** (2.798)
FAMB	-1.375* (-1.850)	-1.415* (-1.891)	-1.498** (-2.031)	-1.612** (-2.167)	-1.754** (-2.313)	-1.845** (-2.464)
OUTDD	1.266* (1.833)	1.389** (2.029)	1.118 (1.616)	1.330* (1.932)	1.403** (2.021)	1.309* (1.883)
BHR	0.029 (1.059)		0.052** (2.007)		0.019*** (2.641)	0.020*** (2.922)
MHR		0.168 (0.677)		0.161 (0.647)		
INTHR	0.043** (2.291)	0.051*** (2.907)			0.033* (0.791)	
FINTR			0.077** (2.161)	0.079** (2.213)		0.072** (1.998)
DR	-0.184*** (-7.541)	-0.185*** (-7.585)	-0.167*** (-6.800)	-0.1676*** (-6.768)	-0.158*** (-6.064)	-0.142*** (-5.446)
NSECD					0.852 (0.720)	1.019 (0.862)
MULD					0.222 (0.199)	0.313 (0.281)
REA2					-6.170*** (-2.918)	-6.374*** (-3.024)
REA3					-2.704* (-1.904)	-2.585* (-1.825)
REA4					-4.070* (-1.947)	-4.535** (-2.186)
REA5					1.222 (0.369)	0.836 (0.252)
REA6					-0.436 (-0.252)	-0.248 (-0.144)
F 值	15.609	15.457	15.477	14.656	8.600	8.676
(p-值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
調整後 R ²	0.120	0.119	0.119	0.113	0.149	0.150

說明：*表示顯著水準 P<0.10 **表示顯著水準 P<0.05 ***表示顯著水準 P<0.01

但會低於產業的平均水準，而且也會顯著低於非家族企業。由於家族企業的迴歸係數介於-1.3和-1.8之間，意謂家族企業對於此類公司資產報酬率的額外負面影響至少高達-1.3%。此外，我們也看到外部董事 (OUTDD) 的迴歸係數顯著為正，說明了如果公司有聘任外部董事，則公司在收到修正式無保留意見之後的經營績效相對較佳，因為外部董事比較獨立與客觀，因此能提升董事會的監督機制，進而提升公司的經營績效，由於外部董事的迴歸係數介於+1.1和+1.4之間，意謂外部董事的存在可緩和修正式無保留意見之後的負向資產報酬率至少達+1.1%。

接下來，我們也由表中看出董監事持股比率 (BHR) 的迴歸係數顯著為正，意謂內部人持股比率較高的公司，受到修正式無保留意見的負面影響較小，因為內部人持股比率愈高，則其與外部投資人的利益愈趨於一致，潛在的代理問題也將因此而降低，因此其經營績效較佳。再者，我們可由表中看出法人持股比率 (INTHR) 以及外資法人持股比率 (FINTR) 的迴歸係數均顯著為正，說明了不管是國內或外國法人，透過其對公司監督力量的發揮，均可緩和修正式無保留意見之後的負向經營績效。再者，我們可看出負債比率 (DR) 的迴歸係數顯著為負，說明了負債比率增加所帶來的槓桿作用，對於績效不佳的修正式無保留意見公司而言，反而會進一步降低其經營績效。

其次，NSECD 與 MULD 的迴歸係數都不顯著，顯示不管修正式無保留意見是否連續出現；以及是否為多重或單一原因，均對修正式無保留意見之後的經營績效沒有顯著影響。但在不同原因的虛擬變數中，我們發現 REA2、REA3 與 REA4 的迴歸係數顯著為負，意謂若修正式無保留意見的原因為對繼續經營假設有疑慮、為會計原則變動、或為對前期財務報表意見不同，則公司在收到此一意見之後的經營績效會表現相對較差。其中又以對繼續經營假設有疑慮之後的績效表現最差。

相對於前面單變數的檢定發現多重原因的修正式無保留意見，公司在之後會有較差的經營績效，而此處的複迴歸分析，在加入其他變數之後，我們發現修正式無保留意見的原因，與後續的經營績效有較為顯著的關連性，意即形成修正式無保留意見的原因類別比其原因多寡和公司的經營績效有更大的關連性。

表 12 的迴歸分析，我們以公司收到修正式無保留意見後一年的相對權益報酬率作為公司經營績效的代理變數，實證結果與表 11 相似。整體而言，迴歸分析的結果顯示，修正式無保留意見之後的負向經營績效，會因公司治理機制的不同以及修正式無保留意見形成原因的不同而有所差異。其中公司治理的部份，不管是董事會結構或股權結構的變數均對修正式無保留意見之後經營績效具有顯著的影響。亦即，治理機制較佳的公司相對於治理機制較差的公司而言，在收到修正式無保留意見之後會有相對較佳的績效表現。而在 6 種不同的原因中，對繼續經營假設有疑慮、或對前期財務報表意見不同此二種原因，公司在收到其修正式無保留意見之後的經營績效表現最差。

表 12 公司治理對修正式無保留意見公司經營績效 (RROE1) 的影響

$$RROE1 = \alpha + \beta_1 FAMB + \beta_2 OUTDD + \beta_3 INSH + \beta_4 INTH + \beta_5 DR + \beta_6 NSECD + \beta_7 MULDD + \beta_8 REA2 + \beta_9 REA3 + \beta_{10} REA4 + \beta_{11} REA5 + \beta_{12} REA6 + \varepsilon$$

RROE1 為修正式無保留意見後一年的相對股東權益報酬率，以公司的股東權益報酬率減產業平均股東權益報酬率衡量；FAMB 為家族企業的虛擬變數，若公司為家族企業，其值為 1，否則為 0；OUTDD 為外部董事的虛擬變數，若公司有聘任外部董事，其值為 1，否則為 0；INSH 為內部人持股，本文分別以公司的董監事持股比率 (BHR) 和經理人持股比率 (MHR) 作為代理變數；INTH 為機構法人持股，本文分別以所有法人持股比率 (INTHR) 和外資法人持股比率 (FINTR) 作為代理變數；DR 為負債比率，本文以審計報告公佈前一年年底的負債除以資產作為衡量的基礎。NSECD 為修正式無保留意見是否連續出現的虛擬變數，若未連續出現設為 1。MULD 為多重原因的虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因超過一個以上將其設為 1。REA2 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為對繼續經營假設存有疑慮，或包含此一原因將其設為 1；REA3 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為會計原則變動將其設為 1；REA4 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為對前期財務報表意見不同，或包含此一原因將其設為 1；REA5 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為前期財務報表由其他會計師查核，或包含此一原因將其設為 1；REA6 是虛擬變數，若修正式無保留意見的形成原因為欲強調某一重大事項，或包含此一原因將其設為 1。

迴歸	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6
RROA1	係數	係數	係數	係數	係數	係數
	(t-值)	(t-值)	(t-值)	(t-值)	(t-值)	(t-值)
常數	8.246*** (2.994)	8.686*** (3.277)	8.224*** (2.931)	10.088*** (3.894)	5.753** (2.140)	5.627** (2.092)
FAMB	-2.159 (-1.394)	-2.332 (-1.498)	-2.441 (-1.587)	-2.773* (-1.789)	-3.343** (-2.171)	-3.497** (-2.299)
OUTDD	2.561* (1.780)	2.864** (2.010)	2.304 (1.596)	2.780* (1.938)	2.887** (2.049)	2.737* (1.938)
BHR	0.064 (1.115)		0.108** (2.015)		0.033** (2.237)	0.035** (2.465)
MHR		0.639 (1.233)		0.619 (1.189)		
INTHR	0.084** (2.142)	0.101*** (2.792)			0.053 (1.447)	
FINTR			0.127* (1.711)	0.133* (1.786)		0.115 (1.576)
DR	-0.391*** (-7.677)	-0.391*** (-7.692)	-0.360*** (-7.027)	-0.358*** (-6.954)	-0.290*** (-5.463)	-0.264*** (-4.970)
NSECD					0.885 (0.369)	1.155 (0.481)
MULD					2.495 (1.101)	2.643 (1.167)
REA2					-26.304*** (-6.126)	-26.639*** (-6.222)
REA3					-3.201 (-1.110)	-3.007 (-1.045)
REA4					-11.650*** (-2.745)	-12.409*** (-2.945)
REA5					1.884 (0.274)	1.223 (0.182)
REA6					-0.702 (-0.200)	-0.398 (-0.113)
F 值	15.449	15.513	15.071	14.471	11.351	11.392
(p-值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
調整後 R ²	0.119	0.119	0.116	0.112	0.193	0.193

說明：*表示顯著水準 P<0.10 **表示顯著水準 P<0.05 ***表示顯著水準 P<0.01

6. 結論

當公司收到帶有負面意涵（例如，保留意見或修正式無保留意見）的審計意見之後，至少有二件事情是投資人深感關切的，首先，投資人關心此一審計報告的公佈是否會造成公司股價的下跌，其次，此一審計報告所傳遞的負面訊息是否會對公司未來的經營績效造成不利的影響。現有的文獻中，已有相當多的研究探討第一個議題，卻尚未有研究回答第二個問題，因此，本文希望可以填補這個研究的缺口。

修正式無保留意見是 1999 年台灣根據審計準則公報第三十三號所新增的審計意見，雖然其被歸屬於無保留意見，但相較於乾淨的無保留意見，修正式無保留意見仍然帶有一些負面的訊息，例如，修正式無保留意見可能傳遞了公司的繼續經營假設出現疑慮、重大的期後事項或重大的不確定事項等負面訊息，這樣的負面訊息是否與公司後續的不良經營績效有關？是投資人深表關切卻尚未被探索的一個重要議題。

本文首先針對收到修正式無保留意見的台灣上市公司，探討其在收到此一審計意見之後三年的經營績效是否低於產業的平均水準。結果發現不管是以相對權益報酬率或相對資產報酬率作為績效的衡量指標，這些公司在這三年的經營績效均顯著低於產業的平均水準，以收到審計報告後三年的相對權益報酬率而言，樣本公司的累計權益報酬率低於產業平均水準逾-12%，顯示修正式無保留意見所傳遞的訊息對於公司經營績效的影響，不僅攸關而且重大。其次，我們進一步將樣本公司依照其收到修正式無保留意見的原因作分類，發現對繼續經營假設存有疑慮、或對前期財務報表意見不同此二種原因的修正式無保留意見，其後續的經營績效表現最差。

如果修正式無保留意見與公司後續的負向經營績效有關，是否不同的公司在收到此一審計意見後，其經營績效仍會有所差異？我們認為修正式無保留意見只是預告了公司將來的經營績效，可能會低於產業的平均水準，但不同的公司卻因為其公司治理機制的不同，而會有不同程度的表現。我們認為治理較佳的公司，因為擁有比較獨立與健全的監督機制，因此可以及早發現公司面臨的問題，並改善公司後續的經營績效。亦即，雖然同樣收到修正式無保留意見，公司治理機制較不健全的公司，其未來的經營績效將會低於治理機制較佳的公司。實證結果發現沒有聘任外部董事的公司、家族企業、內部人持股或法人持股較低的公司，由於這些公司的內部監督機制或外部監督機制較為薄弱，因此其後續的經營績效表現較差。整體而言，實證結果支持本文的論點，亦即修正式無保留意見後的負向經營績效，會因公司治理機制的提升而減緩。

參考文獻

劉嘉雯、王泰昌，「繼續經營有重大疑慮審計意見：第 33 號審計準則公報之影響」，管理學報，第二十二卷第四期，民國 94 年，525-548 頁。

- Agrawal, A. and Mandelker, G. N., "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2, 1990, pp. 143-161.
- Ameen, E. C., Chan, K., and Guffey, D. M., "Information Content of Qualified Audit Opinions for Over-the-counter Firms," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 7, 1994, pp. 997-1011.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., and Reeb, D. M., "Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, No. 3, 2004, pp. 315-342.
- Bacon, J., *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board*, New York : The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries, 1973.
- Banks, D. W. and Kinney Jr., W. R., "Loss Contingency Reports and Stock Prices: An Empirical Study," *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, No. 1, 1982, pp. 240-254.
- Baskin, E. F., "The Communicative Effectiveness of Consistency Exceptions," *The Accounting Review*, Vol. 47, No. 1, 1972, pp. 38-51.
- Baysinger, B. and Hoskisson, R. E., "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy," *The Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 1, 1990, pp. 72-87.
- Beasley, M. S., "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, 1996, pp. 443-465
- Berle, A. and Means, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., and Smith Jr., C. W., "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1, 1988, pp. 267-291.
- Byrd, J. W. and Hickman, K. A., "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 2, 1992, pp. 195-221.
- Chen, K. C. W. and Church, B. K., "Going Concern Opinions and the Market's Reaction to Bankruptcy Filings" *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 1, 1996, pp. 117-128.
- Chen, C. J. P., Su, X., and Zhao, R., "An Emerging Market's Reaction to Initial Modified Audit Opinions: Evidence from the Shanghai Stock Exchange," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17, No. 3, 2000, pp. 429-455.
- Chow, C. W. and Rice, S. J., "Qualified Audit Opinion and Auditor Switching," *The Accounting Review*, Vol. 57, No. 2, 1982, pp. 326-335.

- Connors, N., "Outside Board Members: A Breath of Fresh Air CFO," *The Magazine for Chief Financial Officers*, Vol. 5, No. 1, 1989, pp. 48-52.
- Davis, R. R., "An Empirical Evaluation of Auditor's Subject-to Opinions," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 2, No. 1, 1982, pp. 13-32.
- Dodd, P., Dopuch, N., Holthausen, R., and Leftwich, R., "Qualified Audit Opinions and Stock Price : Information Content, Announcement Dates, and Concurrent Disclosures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 6, No. 1, 1984, pp. 3-36.
- Dopuch, N., Holthausen, R. W., and Leftwich, R. W., "Abnormal Stock returns Associated with Media Disclosures of 'Subject to' Qualified Audit Opinions," *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 8, No. 2, 1986, pp. 93-117.
- Easterbrook, F., "Two Agency-cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, 1984, pp. 650-660
- Eisenberg, M. A., "Legal Models of Management Structure in Modern Corporations: Officers, Directors, and Accountants," *California Law Review*, Vol. 63, No. 2, 1975, pp. 375-439.
- Elliott, J. A., "Subject to Audit Opinions and Abnormal Security Returns -- Outcomes and Ambiguities," *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, 1982, pp. 617-638.
- Fama, E. F., "Agency Problem and Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980, pp. 288-307.
- Fama, E. F., and Jensen, M. C., "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp. 301-325.
- Fields, L. P. and Wilkins, M. S., "The Information Content of Withdraw Audit Qualification: New Evidence on the Value of 'Subject to' Opinion". *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 10, No. 2, 1991, pp. 62-70.
- Huson, M. R., Parrino, R., and Starks, L. T., "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-term Perspective," *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6, 2001, pp. 2265-2297.
- Jensen, M. C., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 323-329.
- Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, 1993, pp. 831-880.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360.
- Jones, F. L., "The Information Content of the Auditor's Going Concern Evaluation," *Journal of*

- Accounting & Public Policy*, Vol. 15, No. 1, 1996, pp. 1-27.
- Kesner, I. F. and Dalton, D. R., "Boards of Directors and the Checks and (Im) Balances of Corporate Governance," *Business Horizons*, Vol. 29, No. 5, 1986, pp. 17-23.
- Klein, A., "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, 2002, pp. 375-400.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., "The Quality of Government," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 15, No. 1, 1999, pp. 222-279.
- Lausten, M., "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms," *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 20, No. 3, 2002, pp. 391-414.
- Loudder, M. L., Khurana, I. K., Sawyers, R. B., and Cordery, C., "The Information Content of Audit Qualifications," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 11, No. 1, 1992, pp. 69-82.
- Luoma, P. and Goodstein, J., "Stakeholders and Corporate Boards: Institutional Influences on Board Composition and Structure," *Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 5, 1999, pp. 553-563.
- Mangel, R. and Singh, H., "Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large U.S. Corporations," *Accounting and Business Research*, Vol. 23, No. 91A, 1993, pp. 339-350.
- McConnell, J. J. and Servaes, H., "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, 1990, pp. 595-612.
- Morck, R., David, S., and Yeung, B., "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease," In Randall K. Morck (Eds.): *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: University of Chicago Press, 2000, pp. 319-369.
- Oviatt, B. M., "Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-shareholder Relationship: Incentive for Congruent interests," *The Academy of Management Review*, Vol. 13, No. 2, 1988, pp. 214-225.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholders Oversight," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1/2, 1988, pp. 237-265.
- Schaub, M. and Highfield, J. M., "On the Information Content of Going Concern Opinions: The Effects of SAS Numbers 58 and 59," *Journal of Asset Management*, Vol. 4, No. 1, 2003, pp. 22-31.
- Simunic, D. A., "Discussion of External Audit and Asymmetric Information," *Auditing : A Journal of Practice and Theory*, Vol. 9, No. Suppl., 1990, pp. 243-248.
- Teoh, S. H. and Wong, T. J., "Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 2, 1993, pp. 346-366.
- Uzun, H., Szewczyk, S. H., and Varma, R., "Board Composition and Corporate Fraud", *Financial*

Analysts Journal, Vol. 60, No. 3, 2004, pp. 33-43.

Weisbach, M. S., "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1, 1988, pp. 431-460.

Williams, D. D., "The Potential Determinants of Auditor Changes," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 15, No. 2, 1988, pp. 243-261.

Williamson, O. E., "Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp. 351-366.