

穩健會計與員工認股權

陳昭蓉*

中原大學會計學系

許崇源

國立政治大學會計學系

摘要

從 2008 年初開始，台灣企業給與員工之紅利與認股權，其會計處理改按公允價值費用化，但規範員工認股權會計處理之財務會計準則公報第 39 號，卻容許企業於該公報（含草案）對外發布到 2007 年底過渡期間所發行之員工認股權，於 2008 年後仍不需按公允價值費用化，導致企業在此期間發放之員工認股權較過去大幅增加，其決定因素與資本市場之反映為何，值得探討。本文探討公司會計穩健程度與 2007 年第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之相關性與市場反應。實證結果發現，當公司穩健程度愈高時，愈不會在 2007 年發放員工認股權。我們也發現市場投資人對於利用 2007 年過渡期間發放員工認股權且穩健程度較低的公司之評價較低，但對會計穩健程度較高的公司，即使於過渡期間發放認股權，市場仍給予較高評價，顯見資本市場對會計資訊穩健處理之公司與認股權之員工福利制度持正面評價。

關鍵詞： 穩健會計、員工認股權、會計資訊

* 通訊作者電子信箱：chjung@cycu.edu.tw。地址：中壢市中北路200號。

** 本文作者感謝國科會對本研究的財務支持（編號：NSC 100-2410-H-033-017）。我們感謝2011年會計理論與實務研討會、2011海峽兩岸學術研討會匿名審查委員、與會者，以及《會計評論》兩位匿名審查委員、編輯委員之建議。

收稿日：2011 年 9 月

接受日：2013 年 10 月

二審後接受

主審領域主編：蔡揚宗教授

Accounting Conservatism and Employee Stock Option

Chao-Jung Chen*

Department of Accounting
Chung Yuan Christian University

Chung-Yuan Hsu

Department of Accounting
National Chengchi University

Abstract

Beginning from January 1, 2008, all companies in Taiwan are required to expense employee stock compensation using the fair value approach. However, for employee stock options granted during the transition period from the publication date of the exposure draft of Taiwan FAS39 to December 31, 2007, the government exempted those options from expensing, which increases a surge of option grants during the period. It is still unclear about the factors that may drive companies to take advantage of the transition period, and how market reacts to such behaviors. This paper examines whether the level of accounting conservatism is negatively associated with such opportunistic behaviors. Empirical results show that as a firm's financial reporting gets more conservative, it is less likely that the firms took advantage of the exemption during the transition period. The results also show that among those firms issuing employee stock option during the transition period, market value is much higher for firms having higher level of accounting conservatism than lower level of conservatism. The results suggest that capital market rewards favorably to the conservative accounting policies and their employee stock option system.

Keywords: *Accounting conservatism, Stock option, Accounting information.*

* Corresponding author, email: chjung@cycu.edu.tw. Address: No. 200, Chung Pei Rd., Chung Li, Taiwan (R.O.C.).

壹、前言

為與國際財務報導準則(IFRSs)接軌，並反映企業之真實價值與經營績效，台灣於2006年5月24日修正商業會計法，將員工紅利及董監酬勞之性質與會計處理，自原來視為盈餘分配改成認列為薪酬費用，並自2008年起開始適用。此外，財務會計準則委員會亦於2007年8月23日發布財務會計準則公報第39號「股份基礎給付之會計處理準則」(後文簡稱為第39號公報)，要求企業給與員工認股權亦自2008年起應按公允價值而非按內含價值法認列為費用¹。因此，自2008年1月1日起，員工分紅及員工認股選擇權等員工福利一律按公允價值費用化處理，其中員工認股權會計處理之規定與當時之國際財務報導準則第2號「股份基礎給付」之規定(IFRS2 Share-based Payment，後文簡稱IFRS2)相同，但第39號公報之過渡期間處理規定與IFRS2之過渡期間處理不同。IFRS2要求自該公報草案發布日即應追溯適用，而第39號公報雖於2007年制定發布，但僅適用於2008年以後新給與之認股權，對於草案發布日到正式生效日間所給與之認股權，則仍可使用原內含價值法而不須依第39號公報規定按公允價值處理。

上述過渡期間之規定，給予公司進行盈餘管理之機會。事實上，許多學者亦發現公司有利用此機會調整其薪酬政策之情況，例如由發放員工認股權代替現金或股票分紅(吳清在、施坤宏與廖雁茹 2010)、超額發放員工分紅或董監酬勞(張仲岳與洪茂銓 2010)、提前申報發行員工認股權等(林祐全 2009)，亦有國外文獻發現在SFAS 123號公報實施後，發放員工認股權之公司家數增多(Carter, Lynch and Tuna 2007; Skantz 2012)，顯示新公報的實施對公司薪酬政策影響甚巨，此事實亦提供我們探討公司行為與資本市場對其反應之機會，本文即利用此事件探討穩健會計所扮演之角色，包括採穩健會計公司之行為模式與資本市場對其之反應(亦即股價之反應)²。

穩健會計指當交易對企業報導損益影響不確定時，在會計上採提早認列可能的損失，而延遲認列未實現之可能利益。Watts (2003a)認為此種遞延盈餘並產生較低淨資產的特性，可以降低道德危機的問題。實務上，經理人之薪酬通常與會計績效或公司價值連結，當公司將穩健會計所產生的會計數字用於薪酬合約時，可以防止經理人領取過多的薪酬。企業給與員工認股權具有激勵員工之效果，但該認股權之公允價值亦為企業取得員工勞務之成本。台灣過去之會計處理，對員工紅利與認股權認列偏低，例如，在2007年以前員工紅利不認列

¹ 第39號公報生效前，台灣企業採內含價值法認列員工認股權費用，因當時相關法令規定轉換價不得低於公允價值，故其費用為\$0。第39號公報則規定應按員工認股權之公允價值認列費用，如果公允價值無法估計，可採內含價值法，但此內含價值仍是公允價值概念，必須持續修正至該認股權實現時，與原內含價值僅於給與日衡量，爾後不再調整有所不同。

² 以最近三年台灣上市櫃公司申報發行員工認股權送件數統計，我們發現2007年上半年度(自2007年初財務會計準則委員會即開始制定第39號公報)員工認股權申報件數共計40件，較2005年及2006年上半年度明顯增加，2007年下半年度累積已達285件，較前二年顯著增加。

費用而視為盈餘分配，發放員工認股權亦按內含價值法處理，未認列薪資費用，企業管理當局一方面希望該認股權存續期間可產生激勵效果，另一方面則可享不必認列費用而美化盈餘之利。因此本文探討會計政策較為穩健的公司，是否會利用第39號公報過渡期間之規定，提早發放員工認股權，以享受會計處理之優惠。我們也同時探討穩健會計及過渡期間發行員工認股權之行為對投資人評估公司價值是否產生影響？

台灣的會計處理，對於2007年底以前之所有員工紅利與員工認股權給與，皆未認列為費用，但自2008年以後，兩者皆應費用化，雖然過去文獻對獎勵員工的制度所具備的激勵效果與稀釋效果有所探討（e.g., 葉疏與王瑄 2009；Aboody 1996; Chen 2003; Aboody, Barth and Kasznik 2004），但尚少對本文主題進行研究。就會計處理與影響而言，在2007年發放的員工分紅或是員工認股權，雖然都不認列費用，但兩者之影響不同。其中，員工分紅會計處理之影響僅及於當年度，亦即按2007年盈餘所發之員工紅利，僅影響2007年之員工紅利不必費用化，若按2008年以後盈餘所發之員工紅利，即必須費用化。但2007年所給與員工認股權之效果，卻可達多年（例如該認股權之既得期間為3年或4年）皆不認列為費用，故提早發放員工認股權與員工分紅之動機可能並不相同。提前在2007年發行員工認股權除了可能是因應員工分紅費用化對激勵員工措施產生衝擊的因應之道外（吳清在等 2010），也有可能是因為2008年1月1日起新發行之員工認股權須依第39號公報規定辦理，一律應費用化，因此趕在2007年底之前之過渡期間發行員工認股權，除了原始激勵效果之外，亦可讓企業在未來期間認列較少之薪資費用，以美化未來之盈餘。

當公司在2007年提前發放員工認股權，其管理當局除了享有2007年領取超額薪酬的可能性，亦因該認股權於未來亦不認列為費用，而於未來既得期間享有較多薪酬之機會(Elayan, Meyer and Li 2007)。張仲岳與洪茂銓(2010)發現在2007年過渡期間，公司有超額發放的情形，並發現董事會規模及獨立董事比例較低、董事長及總經理由同一人兼任及席次控制權及股份控制權偏離的程度愈高時，利用2007年不需費用化的過渡期間進行超額發放薪酬的情況較嚴重。在美國，針對FAS 123(R)員工認股權會計處理之過渡期間，Choudhary, Rajgopal and Venkatachalam (2009)亦發現當公司治理較好時，監督功能則較能發揮，可減緩經理人自利之動機³與行為，因而較不會宣布提早既得(accelerate vesting)。但若公司能節省未來酬勞成本的認列，及公司面臨較大之代理問題時，則公司較有可能提前其既得日。由上述文獻可發現，公司特性可能影響公司是否於2007年第39號公報過渡期間選擇提早發放員工認股權。

³ 經理人自利動機主要在於，經理人決策時可能極大化自己的利益，但不一定極大化股東之利益。而經理人為財務報表編製者，當經理人薪酬與財務績效連結時，經理人有極大誘因操弄報表以獲取本身利益，因此希望財務報表好看可能是經理人自利動機之一。在本文中，由於過渡期間宣告發放員工認股權，可使未來幾期財務報表因為不用費用化而使財務報表較好看，經理人因而可以領取超額薪酬。因此經理人希望財務報表好看可能是經理人自利動機之一。

Watts (2003a, 2003b)基於契約觀點，認為經理人有誘因利用其私有資訊操弄盈餘或是其他財務資訊，以提高其個人財富或職位，故經理人大都傾向於高估利益或低估損失。從契約觀點來看，穩健會計有助於提升契約的有效性（林美鳳、金成隆與林良楓 2009；Ahmed, Billings, Morton and Stanford-Harris 2002；Watts 2003a, 2003b；Zhang 2008；Hui, Klasa and Yeung 2012），亦可降低內部人與外部人之間的資訊不對稱(LaFond and Watts 2008)，可限制經理人投機性的自利、減緩管理當局投資決策的代理問題、提高契約的有效性、可監督合約的執行及減少訴訟成本(Watts 2003a, 2003b；Ball and Shivakumar 2005；Lara, Osma and Penalva 2009)。因此本文預期採用較穩健會計政策的公司，較不會在2007提早發放員工認股權。

市場投資人對於公司發放員工認股權具有激勵效果或是稀釋效果各有不同的見解（e.g., 葉疏與王瑄 2009；Aboody 1996；Chen 2003；Aboody et al. 2004），但文獻發現如果公司治理機制較好，市場投資人對於公司發放員工認股權的解讀也較為正面，因此股價會有正向反應(Landsman, Lang and Yeh 2007；Choudhary et al. 2009)，而文獻上也發現市場投資人將穩健會計視為減緩經理人投機行為或減緩因資訊不對稱而造成的代理問題之重要機制(e.g., Kim, Li, Pan and Zuo 2013)，本文則進一步探討，當公司之會計政策較穩健時，市場對2007年過渡期間發放員工認股權之公司，是否亦持較為正面的解讀。⁴

實證結果顯示，當公司會計穩健程度愈高時，公司本身比較不會在2007年提早發放員工認股權，代表公司經理人比較不會基於自利動機而發放員工認股權。實證結果亦發現，市場投資人對會計穩健程度較高的公司，儘管其在2007年發放員工認股權，市場仍從正面解讀其激勵效果，給予較高之評價，但對穩健程度較低之公司於39號公報過渡期間發放員工認股權則給予較差之評價。且當公司穩健程度較低時，市場投資人對於在2007年發放員工認股權公司之評價會低於平常時間發放員工認股權之公司，可知市場投資人利用公司之穩健程度區分在2007年過渡期間發放認股權之動機。

⁴ 台灣要求企業於2008年開始，發放員工分紅（包括現金及股票分紅）及員工認股權均應費用化，但在2008年之前，雖然僅視為盈餘分配而沒有費用化，但仍應於2002年起於當期財務報表附註揭露，因此文獻上均發現市場投資人對於公司揭露之員工分紅資訊有反應，若基於稀釋效果，市場投資人會有負向反應（e.g., 葉疏與王瑄 2009），但若基於激勵效果，市場投資人則有正向反應(e.g., Chen 2003)，這些文獻說明即使公司尚未費用化，市場投資人仍會依據其所揭露的資訊進行調整。因此，不論公司是否採用穩健會計，市場投資人都有可能自行調整員工認股權費用化之影響，本文假說二主要檢測穩健程度較高者若在2007年過渡期間發放員工認股權，市場投資人之看法是否有所差異，並未直接檢測公司在過渡期間是否有費用化（事實上，2007年以前，台灣之公司對員工分紅與認股權之會計處理，皆未認列該費用之金額，即使會計穩健之公司，基於可比性考量，亦未見單獨認列費用者），本文從穩健會計對薪酬契約所產生之影響，主要在於穩健會計所產生之盈餘較穩健，可避免經理人領取超額薪酬，讓投資人可利用穩健會計區分公司是否利用此過渡期間進行對公司較有利之會計政策，亦即經理人是否利用此機會進行美化未來盈餘而在未來領取超額報酬。

本文從穩健會計行為意涵的角度切入，利用財務會計準則第 39 號公報對過渡時期員工認股權會計處理較為優惠之特殊規定，探討採取穩健會計之公司是否較不會利用會計處理有利的機會，從事盈餘管理之行為。同時亦探討市場投資人對企業行為之反應，以了解公司財務報導資訊之價值攸關性，希望有助於上述議題文獻之完整，並充實穩健會計、經理人薪酬與盈餘管理的相關文獻。進而希望研究結果有助於公司管理當局之決策行為，亦可供主管機關、會計原則制定機構在制定相關規範時參考。

本文除前述緒論外，第貳節為文獻探討與假說發展；第參節為研究設計與變數衡量；第肆節為實證結果與解釋，最後一節則為結論與建議。

貳、文獻探討及假說發展

本文主要探討在財務會計準則第 39 號公報過渡期間企業給與員工認股權之決定因素與資訊之股價攸關性，研究主要著眼於企業採穩健會計與利用過渡期間發放員工認股權之攸關性及資本市場對企業行為（含員工福利制度與穩健會計）之反應。以下分別探討相關文獻及假說發展。

一、員工分紅及員工認股權發行之影響因素

員工分紅及員工認股權為企業爭取與保留優秀員工的重要工具，即使 2008 年後企業所發放之員工認股權及員工紅利一律要費用化亦然。台灣在 2007 年底以前，員工分紅及員工認股權均未認列為費用，故在 2007 年初決定自 2008 年起應認列為費用後，難免影響企業利用此過渡期間之決策行為。張仲岳與洪茂銓(2010)探討在員工分紅費用化前的過渡期公司發放員工分紅與董監酬勞的情形，及公司治理對其之影響，研究結果發現，在 2007 年過渡期間，公司存在超額發放員工分紅與董監酬勞的問題⁵。陳俊合(2010)也發現在薪酬不用費用化的期間，公司容易有超額薪酬的問題，並且利用模糊的薪酬資訊揭露之便，隱藏領取超額薪酬的問題。

根據第 39 號規定，在 2007 年底以前發放之員工認股權在未來既得期間不必認列為薪酬費用，其會計績效之美化程度比員工分紅更為有利，因此為了爭取人才計劃，也為了帳面財務績效與相關的績效紅利，企業管理當局難免自利(Watts and Zimmerman 1986)，選擇給與員工認股權以代替部分員工紅利，吳清在等(2010)即發現很多公司利用 2007 年過渡期間發放較多之員工認股權。

美國 FASB 發布 FAS 123(R)之後到正式適用也有一段不用費用化的過渡期，FAS 123(R)要求所有公開發行以上公司需將在 2005 年 6 月 15 日以後給予之員工認股權，按公平價值認列為酬勞費用，並要求在 1994 之後給予但於 2005 年 6 月 15 日仍流通在外之員工未既得所有權之員工認股權亦應費用化，在 FAS

⁵ 依據 IFRS 2 及第 39 號公報規定，董監事亦屬員工之一部分，本文探討主題為員工認股權，依公司法規定董監酬勞僅可給與現金，不可給與權益工具，故未納入。

123(R)草案公布後，為避免認列薪酬費用，很多公司將既得日提前。Balsam, Reitenga and Yin (2008)探討企業在 FAS 123(R)公報生效前，將未到既得日之認股權提前既得的影響因素及市場反應，以 2004 年 6 月 10 至 2006 年 2 月 28 日為樣本期間，依據避免認列太多費用的觀點來看，發現在 FAS 123(R)公報生效前未到既得日之認股權愈高的公司，其提早既得日的情況愈多。

張仲岳與洪茂銓(2010)除了探討在員工分紅費用化前的過渡期公司發放員工紅利與董監酬勞的情形外，亦探討公司治理對員工分紅決策之影響，結果發現，在 2007 年過渡期間，公司存在超額發放員工分紅與董監酬勞的問題，尤其在董事會規模較小、獨立董監席次比例較低、董事長兼任總經理，且公司股權偏離較嚴重時，其超額發放的情形更加嚴重。Choudhary et al. (2009)以 2004 年 3 月至 2005 年 11 月為研究期間，以宣布將既得日提前之 355 家公司為研究樣本，並配對 665 家公司為控制樣本，探討公司治理對將既得日提前是否有所影響，並進一步探討市場對既得日提前之反應，研究結果顯示當公司治理較好時（例如有較多的機構投資人監督，大股東持股及退休基金持股），較不會宣布提早既得(accelerate vesting)，但若公司能節省未來酬勞成本的認列，及公司面臨較大之代理問題時，則公司有較大可能提早既得日之決策。Elayan et al. (2007)探討公司在 FAS 123(R)公報生效前，提早員工認股權既得日的原因，研究結果發現將員工認股權既得日提前的主要目的是基於董事會及管理當局之私人利益誘因考量，而非以公司整體利益為考量。顯然公司治理情況對企業給與員工紅利及認股權之決策有所影響。惟尚少研究針對影響上述員工福利決策之另一重要直接因素（盈餘管理）進行研究，本研究因而探討穩健會計在此決策中所扮演的角色。

二、過渡期間發行員工認股權資訊之股價攸關性

員工認股權價值攸關性的相關研究發現的結論並不一致，例如 Aboody (1996)發現在員工認股權發放初期，股價與員工認股權關係為正，但後期會出現負相關，認股權流通在外期間較長，市場負向反應更強。Bell, Landsman, Miller and Yeh (2002)以電腦軟體業為樣本，則發現兩者關係為正，Aboody et al. (2004)發現股價與員工認股權關係為負。由上述文獻可知，從資訊內涵觀點來探討時發現不同的結論，其可能受到不同公司特性的影響，例如 Landsman et al. (2007)探討市場投資人對於發放認股權給一般經理人與高階經理人是否有不同的反應，實證結果發現當公司治理較好時，市場對於發放給一般經理人之認股權有較好評價，但公司治理較差時，發放給高階經理人有較好的市場評價。而文獻上亦支持穩健會計可作為公司治理的機制，降低資訊不對稱，促使公司現金流量及價值的提昇(LaFond and Watts 2008; Chi, Liu and Wang 2009; Ahmed and Duellman 2011)，然而文獻上並未探討穩健會計對此議題之影響。

前述 Balsam et al. (2008)及 Choudhary et al. (2009)除了探討企業在 FAS 123(R)公報過渡期間將未既得之認股權提前既得的影響因素外，亦探討資本市場之反應。Balsam et al. (2008)以 2004 年 6 月 10 至 2006 年 2 月 28 日為樣本期間，發現在 FAS 123(R)公報生效前未到既得日之認股權愈高的公司，其提早既得日的情況愈多，而市場對於這些公司給予正向的反應。Choudhary et al. (2009)以 2004 年 3 月至 2005 年 11 月為研究期間，以配對樣本的方式，探討市場對提前既得日之反應，發現市場投資人對於宣告提早既得的公司則給予負向異常報酬，尤其代理問題愈嚴重的公司愈明顯。公司治理機制較差時，市場給與的負向反應會更大，主要原因在於市場投資人認為公司經理人會利用公司治理較差或是代理問題較大時，進行操弄財務報導的行為，而此行為會使公司價值下降且將股東的財富移轉到員工身上，因此市場投資人對於公司將既得日提前會有負向的反應。本文以第 39 號公報過渡期間給予員工認股權為測試樣本，此樣本與過去文獻針對 FAS 123(R)過渡期間的樣本有之主要差異在於，本文樣本同時包括發放認股權本身所具備的激勵效果及公司可能進行投機性盈餘管理的特性，而 FAS 123(R)過渡期間的樣本則屬已發行之認股權是否提早，為掌握操弄盈餘之因素，本研究藉由穩健會計之程度，以區分公司的動機。

三、穩健會計之意義

Watts (2003a, 2003b)認為效率契約機制與降低預期訴訟成本是穩健原則最重要的功能。從契約觀點來看，穩健會計有助於提升契約的有效性，降低內部人與外部人之間的資訊不對稱(LaFond and Watts 2008)。Ball and Shivakumar (2005)指出，及時認列損失與公司治理及債務協議間有密切的關連。就公司治理的角度而言，愈及時地認列損失，愈可以使得經理人不去選擇淨現值為負的投資計畫；就債務協議的效率性而言，愈具穩健特性的會計盈餘，愈能促使債務契約更形嚴格，而嚴謹的債務契約對債權人而言，即有更佳的保障。部分文獻則發現當公司穩健程度愈高時，可以減少發放超額股利機會，降低將債權人財富移轉至股東的風險，因此會有較低的資金成本或較高的信用評等。例如 Ahmed et al. (2002)發現穩健會計可以減輕股東和債權人間對股利政策的利益衝突，並能降低債務成本，Francis, LaFond, Olsson and Schipper (2004)亦發現盈餘穩健程度對資金成本有影響。林美鳳等(2009)發現當公司穩健程度愈高，信用評等則愈好。

從提高契約有效性的觀點來看，穩健會計可以降低內部人與外部股東、債權人之代理問題，過去文獻發現，當公司資訊不對稱或是代理問題較嚴重時，公司會傾向較穩健的財務報導。例如 LaFond and Watts (2008)探討內部人及外部人的資訊不對稱與穩健會計間的關係，認為穩健的財務報導可以當成公司治理機制，可以降低經理人操弄數字的誘因及能力，可以降低內部人及外部人的資訊不對稱，並可提高公司的現金流量及價值，因此若採用較保守的財務報導策略，可以具有訊號效果(signaling)，所以資訊不對稱可以提高公司採用穩健

的財務報導政策。從對穩健性會計之需求角度來看，LaFond and Roychowdhury (2008)認為如果穩健會計可以扮演減緩股東與經理人代理問題的角色，則當公司代理問題愈嚴重時，對穩健性財務報導的需求愈高，其預期當公司 CEO 持股率愈高，代表其與股東之利益愈緊密，因此代理問題較低，對穩健會計之需求也較低。Hui et al. (2012)研究指出，若供應商及顧客議價能力(bargaining power)較高時，公司為維持長期契約關係，其會計穩健程度較高，Ramalingegowda and Yu (2012)則發現當機構投資人持股愈高時，為達到監督經理人的目的，會希望公司財務報導更穩健。Chi et al. (2009)亦認為穩健會計也算是公司治理機制的一種，降低資訊不對稱，促使公司現金流量及價值的提昇。高蘭芬、陳怡凱與陳美蓮(2011)發現經理人更換越頻繁、現金股利率愈低、控制股東控制權與盈餘分配權偏離程度愈大，以及長期負債比率愈高的企業，會計盈餘穩健性愈高，反映這些代理衝突引發外部投資人對盈餘品質的需求因而提高企業的盈餘穩健性。而 Lara et al. (2009)發現公司治理愈好的公司，穩健程度愈高。惟鄭哲惠、吳博欽與薛富井(2011)從評價的觀點看，卻發現穩健會計會降低盈餘持續性。因此，市場對穩健會計之反應為何仍需繼續探討。本文即探討穩健會計是否對公司管理當局選擇在第 39 號公報過渡期間給與員工認股權有所影響，及市場對公司上述行為之反應為何。

四、假說發展

1. 穩健會計與第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之相關性

發放員工認股權主要是希望透過結合公司與經理人的風險，以降低代理問題，國內第 39 號公報規定認股權應費用化，但是給與公司在公報正式適用前有一段不需費用化的空窗期，因此很多公司利用此時發放員工認股權，其雖然存在激勵員工之效果，但也可能是希望可以避免未來費用的認列，美化財務績效，進而領取更多員工紅利。Watts 和 Zimmerman (1978)提出紅利假說，認為經理人有誘因為了未來可以領取較高的薪酬而操弄公司的盈餘，例如管理當局會為取得較高紅利而進行盈餘管理(e.g., Healy 1985; Holthausen, Larcker and Sloan 1995)。所以從費用化的角度來看，若在 39 號公報正式適用後再發放認股權，則需於既得期間認列費用，因此，為了未來還能領取較多獎酬，公司管理當局會傾向提早發放員工認股權。

然而，當公司監督機制較好時，則可減緩經理人自利動機行為，因此從過去文獻發現，當大股東持股或是機構投資人持股較高時，代表公司治理機制較好，較不會有將認股權執行日提前的情況(Balsam et al. 2008; Choudhary et al. 2009)。採用穩健財務報導的公司，其本身可以抑止公司經理人自利動機，較穩健的公司其財務報導行為也較為嚴謹，相對的公司經理人本身的行為受到較大的約束，因此較不會有過度發放薪酬的問題。從契約的觀點來看，穩健程度愈低的公司，也提供了經理人容易基於自利動機而選擇對自己有利的會計政策

的機會。穩健會計可以降低經理人為了自利動機而進行盈餘管理的行為，因此若穩健程度較高的公司，較不會提早發放認股權。根據上述之文獻，我們發展假說 1 如下：

假說 1：穩健程度愈高的公司，愈不會在 39 號公報草案公布後至正式生效前發放員工認股權。

2. 第 39 號公報過渡期間發放認股權資訊的股價攸關性

公司發放認股權對投資人而言兼具激勵與稀釋兩種不同效果(e.g., Aboody 1996)，就激勵效果而言，公司給與員工認股權，可將員工之能力及努力與公司之財務績效結合，因此投資人會對此項公司策略給與正向反應，故從激勵觀點出發，不論公司何時發放員工認股權，市場投資人都應該有正向反應。相對的，就稀釋效果而言，公司給與員工認股權會將股東的財富部分移轉到員工身上，當公司選擇在 2007 年發放員工認股權，如是為了未來可以少認列費用而提早發放員工認股權，甚至可能是超額發放 (e.g., 陳俊合 2010；張仲岳與洪茂銓 2010)，市場投資人應該會給予負向反應。若投資人認為提早發放認股權只是基於會計方法的選擇，沒有任何的成成本，則市場上對於此事件應該沒有反應，但文獻上都發現經理人可能會基於自利動機而選擇對自己有利的會計方法，因此投資人若能看穿這種效果，市場投資人應該會給予較差或是負向的反應。

發現在 2007 年第 39 號公報過渡期間，當公司治理機制較差時，企業容易有超額發放員工分紅與董監酬勞的問題，因此投資人可以透過公司治理機制良窳判斷公司在第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之動機，而 LaFond and Watts (2008)、Chi et al. (2009)及 Ahmed and Duellman (2011)等學者都支持穩健會計可作為公司治理的機制，因此，我們預期市場投資人對第 39 號公報過渡期間之公司給與員工認股權之行為，會因該公司會計穩健程度而有不同的解讀，產生不同的評價。

不論企業公司治理機制是否良好、穩健程度高或低，都可能在 2007 年發放員工認股權，但其背後動機可能並不相同。過去文獻發現公司可以利用投機性的盈餘管理以獲取超額紅利(Healy 1985)，亦可能利用盈餘管理傳遞公司未來盈餘狀況之私有資訊的一種工具(Sankar and Subramanyam 2001; Kirschenheiter and Melumad 2002)。以第 39 號公報過渡期間(2007 年)發放員工認股選擇權為例，同樣也可能包含兩種不同的訊息，一種是公司為避免在 2007 年將員工福利正式費用化後，公司可能因而發放較少紅利而流失人才，因此為了留人計劃，可能提前到 2007 年發放員工認股權或是員工紅利(吳清在等 2010)；另一種可能性是公司可能為了避免在未來認列太多費用，而利用 2007 年過渡期發放超額薪酬(陳俊合 2010；張仲岳與洪茂銓 2010)，林宛瑩、許崇源、戚務君與潘虹華(2012)實證發現越穩健之公司，根據分紅前盈餘而給予員工分紅之比率越高，顯示會計穩健程度會影響公司對人才爭取之努力與薪

酬誘因制度之實務運作情況，第 39 號公報過渡期間發放員工認股權提供公司會計選擇的機會，但投資人可能無法看穿公司的動機，因此本文則進一步探討市場投資人是否會因為公司會計穩健程度而對公司發放認股權的動機給予不同評價。

在其它條件不變的情況下，由於穩健原則認列收益較嚴謹的特性，企業盈餘之認列受到穩健會計的影響，經理人較不會有利用會計選擇領取超額薪酬或是從事投機性盈餘管理的機會，因此發放員工認股權的公司如屬穩健程度較高，市場投資人會給予較正面的反應。本文預期當公司穩健程度較高時，可以幫助投資人判斷公司的決策行為，因而預期當公司在 2007 年第 39 號公報過渡期間發放員工認股權時，市場投資人可能因公司之會計穩健程度的不同，而對該行為不同的反應。對於穩健程度較低的公司，認為公司係藉此機會進行投機性盈餘管理，而給予負向反應或沒有反應；對公司穩健程度較高者，市場投資人會偏向認同其為獎勵員工之性質，因此對於穩健程度較高之公司，給予正向的反應。根據上述的文獻探討，我們驗證下列假說 2：

假說 2：在 39 號公報草案發布後至正式生效前發放員工認股權的公司，當其穩健程度較高時，市場會給予較好的評價。

參、研究設計

本研究探討穩健會計行為與利用第 39 號公報過渡期間發放員工認股權間的關係，並探討若投資人是否將穩健會計行為納入評價模式中，而對企業於過渡期間發放員工認股權之股價攸關性產生影響？本節主要說明檢測假說的實證模型與變數衡量。

一、實證模型及變數衡量

1. 檢測假說 1：穩健會計與第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之相關性

從契約的觀點探討公司穩健程度對於經理人行為的影響，發現穩健程度較高的公司，可抑止公司經理人自利動機，但穩健程度較低的公司，則提供了經理人容易基於自利動機而選擇對其有利的會計政策的機會。因此本文預期會計穩健程度較高的公司，較不會提早發放認股權。為驗證有關公司穩健程度愈高時，愈不會在 2007 年發放認股權之假說，本研究採用下列模式檢測假說 1：

$$OPTION96_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 C - SCORE_{i,t} + \beta_2 OPTION_pre_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 RD_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEVERAGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (1)$$

其中， $OPTION96_{i,t}$ 代表公司是否於 2007 年發行認股權，若公司在 2007 年發放員工認股權時， $OPTION96_{i,t}=1$ ，否則為 0； $C-SCORE_{i,t}$ 代表公司會計之穩健性，其值愈高代表該公司之穩健程度愈高，詳細衡量說明於後，根據假說 1，

我們預期其係數 $\beta_1 < 0$ 。控制變數中， $OPTION_pre_{i,t}$ 代表公司是否於 2007 年以前發行認股權，若公司在 2007 年以前曾發放認股權則設為 1，否則為 0； $ROA_{i,t}$ 為息前稅前淨利除以總資產； $MB_{i,t}$ 代表每股市價淨值比； $RD_{i,t}$ 代表研發支出密度； $SIZE_{i,t}$ 為總資產（取自然對數）； $LEVERAGE_{i,t}$ 為負債比率。上述變數之操作性定義說明如下：

(1) 應變數：公司在 2007 年發放認股權 ($OPTION96$)

39 號公報於 2007 年 5 月公布草案，2008 年 1 月 1 日開始正式適用，但在 2007 年底以前所發行的員工認股權全部不需要費用化，因此有很多公司在 2007 年發行員工認股權。第 39 號公報草案發布於 2007 年 5 月 24，因此參考 IFRS2 及 FAS123(R) 之規定，應採用之過渡期間為草案公布後至 2007 年 12 月 31 日之前發放認股權， $OPTION96$ 之操作性定義為公司若在第 39 號公報草案公布後到正式適用前發放員工認股權者，其 $OPTION96$ 設為 1，未發行者設為 0。

(2) 測試變數：穩健性的衡量 ($C-SCORE$)

過去文獻有關公司之會計穩健性衡量，大都使用 Basu (1997) 模式估計，但近期文獻提出該估計方式存有諸多限制 (e.g., Givoly, Hayn and Natarajan 2007; Khan and Watts 2009)。由於 Basu (1997) 模式係彙集所有公司或同產業中所有公司會計穩健性求算綜合衡量值，無法衡量個別公司分年之會計穩健程度，故 Khan and Watts (2009) 發展出衡量個別公司各年度 (firm-year specific) 之會計穩健程度之衡量值 $C-SCORE$ 。本文主要探討公司會計穩健性是否會影響公司在 2007 年第 39 號公報過渡期間發放員工認股權，因此採用 Khan and Watts (2009) 的作法。Basu (1997) 之盈餘不對稱時效性如模型 (2a)：

$$X_{i,t} = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} D_{i,t} + \beta_{3,t} R_{i,t} + \beta_{4,t} D_{i,t} R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2a)$$

其中 $X_{i,t}$ 代表會計盈餘，以非常項目前淨利除以期初普通股權益市值； $R_{i,t}$ 為 t 期之股票報酬， $D_{i,t}$ 為壞消息的虛擬變數，若 $R_{i,t} < 0$ 時， $D_{i,t} = 1$ ，否則為 0。盈餘反應好消息的速度為 (2a) 式中的 β_3 ，盈餘反應壞消息的速度為 $\beta_3 + \beta_4$ ，其中盈餘反應好消息與壞消息的不對稱速度衡量（穩健性）為 β_4 。Basu (1997) 模式係假設所有公司或同產業中所有公司會計穩健性具有同質性，並未考慮個別公司的營業特性。而穩健會計可降低資訊不對稱，提高契約的有效性 (Ahmed et al. 2002; Watts 2003a, 2003b; Qiang 2007; Wittenberg-Moerman 2008; Zhang 2008)，因此 Watts (2003a, 2003b) 認為從契約、訴訟、管制及租稅等觀點，提出外部財務報表使用者對會計穩健性有一定程度的經濟需求。因此當公司營業特性不同時，對於穩健會計之需求也會不同，例如當公司代理問題或資訊不對稱愈嚴重時 (LaFond and Roychowdhury 2008; LaFond and Watts 2008)、或是公司訴訟風險愈高時 (e.g., Holthausen and Watts 2001; Watts 2003a)，對穩健性財務報導的需求愈高。對於財務報表使用者而言，大型企業有較豐富的公開資訊，將減少對於未來計畫實踐之不確定性與資訊不對稱水準，而且面臨之資訊不對稱風險較低

(Easley, Hvidkjaer and O'Hara 2002)，因此公司規模亦會影響對會計穩健性之需求。過去文獻從實證上及理論上皆提出這些公司特性變數（例如公司規模、市價淨值比與負債比率）與穩健會計存在關聯性。Khan and Watts (2009)依據 Basu (1997)模式為基礎，加入公司規模(*SIZE*)、市價淨值比(*MB*)及負債比率(*LEV*)等公司特性，建構了跨公司與年(firm-year)之穩健衡量值 *C-SCORE*。以下說明 *C-SCORE* 之衡量方式（式 2b 及式 3）。

$$\begin{aligned} X_{i,t} = & \beta_{1,t} + \beta_{2,t}D_{i,t} + R_{i,t}(\mu_{1,t} + \mu_{2,t}SIZE_{i,t} + \mu_{3,t}MB_{i,t} + \mu_{4,t}LEV_{i,t}) \\ & + D_{i,t}R_{i,t}(\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}SIZE_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}LEV_{i,t}) + (\delta_{1,t}SIZE_{i,t} \\ & + \delta_{2,t}MB_{i,t} + \delta_{3,t}LEV_{i,t} + \delta_{4,t}D_{i,t}SIZE_{i,t} + \delta_{5,t}D_{i,t}MB_{i,t} + \delta_{6,t}D_{i,t}LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2b)$$

第(2b)式之下標 *i* 與 *t* 分別代表公司與年度。其中 $X_{i,t}$ 代表非常項目前淨利除以期初普通股權益總市值； $SIZE_{i,t}$ 是當期公司市值取自然對數； $MB_{i,t}$ 是由當期市值除以期末股東權益； $LEV_{i,t}$ 表示長期負債加流動負債除上當期期末市值；其他變數之定義則與 Basu (1997)所採變數定義相同， $R_{i,t}$ 為持有至到期賣出之股票報酬，係指以 5 月 1 日至隔年 4 月 30 日買進並持有之股票報酬 (buy-and-hold return)。當 $R_{i,t} < 0$ 則 $D_{i,t}$ 設為 1，反之則為 0， $\varepsilon_{i,t}$ 則為殘差項。接下來將第(2b)式展開並進行迴歸估計，分年蒐集 λ_1 至 λ_4 之估計係數（分別表為 $\hat{\lambda}_1$ 至 $\hat{\lambda}_4$ ），再利用第(3)式計算各公司分年之會計穩健程度，*C-SCORE* 值愈高，代表公司的財務報導愈穩健。

$$C-SCORE_{i,t} \equiv \hat{\lambda}_{1,t} + \hat{\lambda}_{2,t} SIZE_{i,t} + \hat{\lambda}_{3,t} MB_{i,t} + \hat{\lambda}_{4,t} LEV_{i,t} \quad (3)$$

(3)控制變數

A. 以前曾發放員工認股權(*OPTION_pre*)

若公司在 2007 年以前曾經發放認股權，則 *OPINION_pre* 設為 1，其他則設為 0。

B. 會計績效(*ROA*)

會計績效為決定經理人獎酬之重要因素（洪玉舜與王泰昌 2005），本研究以資產報酬率作為會計績效之代理變數，並預期其與 2007 年發放員工認股選擇權成正相關。會計績效(*ROA*)之定義為稅前息前淨利除以平均資產總額。⁶

⁶ 在探討經理人薪酬相關文獻上，常使用 *ROE* 或 *ROA* 衡量公司財務或營運績效(e.g., Minnick, Unal and Yang 2011; Shalev, Zhang and Zhang 2013)，Tezel and McManus (2003)將 *ROE* 拆解成淨利率*資產週轉率*權益乘數，其中 *ROE* 中所包括之權益乘數可視為公司財務結構之衡量指標（或稱財務槓桿），*ROA* 則可拆解成淨利率*資產週轉率，Vennet (1996)亦將 *ROE* 拆解為 *ROA***LEVERAGE*，本文之控制變數中已使用 *LEVERAGE*（負債比率）控制財務槓桿對是否發放員工認股權之影響，因此在績效控制變數方面應使用 *ROA* 較為適合。為與過去文獻比較，本文另外以 *ROE* 取代 *ROA* 進行迴歸，未列表結果顯示結果不變。

C. 公司成長機會(*RD* 及 *MB*)

本研究以研發支出密度(*RD*)及每股市價淨值比(*MB*)作為公司未來成長機會的代理變數,其衡量方式分別為研發支出除以銷貨淨額(*RD*)以及期末每股市價除以期末每股淨值(*MB*)。公司的成長機會較多,所面臨的風險也較高,因此公司會透過獎酬吸引經理人以促使其制定對公司有利的決策。Baber, Janakiraman and Kang (1996)發現,成長機會高之公司,其高階主管薪酬與績效間呈現顯著正向關聯性。Smith and Watts (1992)指出,相較於非成長型的公司,成長型公司會較高比率採用以股價為基礎之薪酬獎勵計劃,故本研究預期成長機會較多之公司,較會在 2007 年發放員工認股選擇權。

D. 公司資產規模(*SIZE*)

Clinch (1991)發現,公司規模影響薪酬與績效之關聯性,因此本研究將公司資產規模(*SIZE*)納入作為控制變數,並以期末資產總額取自然對數衡量。

E. 負債比率(*LEVERAGE*)

負債比率影響高階主管薪酬之決定(Finkelstein and Hambrick 1989; Smith and Watts 1992),因此本研究將之納入作為控制變數,並以期末總負債金額對期末總資產之比率衡量公司負債比率(*LEVERAGE*)。

2. 檢測假說 2: 第 39 號公報過渡期間發放認股權資訊的價值攸關性

本文採用 Ohlson (1995)模式來檢測公司於 2007 年發放認股權的價值攸關性,過去探討認股權的價值攸關性的文獻並未獲得一致的結論,主要是因為認股權本身具有的激勵效果或是稀釋效果市場上的投資人各有不同的解讀,在 2007 年發放認股權之動機與過去發放認股權可能有所不同,其可能有明顯的盈餘管理行為,因此市場投資人若可以看穿公司的行為,預期會比較一般正常情況下發放員工認股權之評價為低。本文並以公司會計穩健程度分組,探討在不同的穩健程度下,投資人對於公司在 2007 年發放認股權是否有不同的反應。

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 BVA_{i,t} + \beta_2 BVL_{i,t} + \beta_3 NI_{i,t} + \beta_4 OPTION96_{i,t} + \beta_5 RD_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

上列各式中, $P_{i,t}$ 為 t 年年底每股價格, $BVA_{i,t}$ 為 t 年年底第 i 家公司帳列每股資產, $BVL_{i,t}$ 為 t 年年底第 i 家公司帳列每股負債, $NI_{i,t}$ 為 t 年年底第 i 家公司帳列每股稅後淨利, $OPTION96_{i,t}$ 、 $RD_{i,t}$ 及 $SIZE_{i,t}$ 之定義同前。假說 2 是探討公司在 2007 年發放員工認股權的價值攸關性。預期在公司採用較保守的會計政策時,資本市場對於 2007 年發放員工認股權公司之評價會高於穩健程度較低的公司。在穩健程度較高時,預期 β_4 之係數會高於穩健程度較低者。將各項變數之操作性定義彙整於表 1。

表 1 變數定義表

變數名稱		預期符號	操作性定義
<i>OPTION96</i>	公司在 2007 年發放認股權		公司若在 39 號公報草案公布後到正式適用前發放員工認股權者，其 <i>OPTION96</i> 設為 1，未發行者設為 0。
<i>C-SCORE</i>	會計穩健程度	-	請見模式(2a)及(2b)及(3)
<i>OPTION_pre</i>	以前曾發放員工認股權	+	若公司在 2007 年以前曾經發放認股權，則 <i>OPTION_pre</i> 設為 1，其他則設為 0。
<i>ROA</i>	會計績效	+	稅前息前淨利除以平均資產總額。
<i>RD</i>	研發支出密度	+	研發支出除以銷貨淨額。
<i>MB</i>	每股市價淨值比	+	期末每股市價除以期末每股淨值。
<i>SIZE</i>	公司資產規模	+	期末資產總額取自然對數。
<i>LEVERAGE</i>	負債比率	+	期末總負債金額對期末總資產比。
<i>P</i>			<i>t</i> 年年底 <i>i</i> 公司每股價格。
<i>BVA</i>			<i>t</i> 年年底 <i>i</i> 公司帳列每股資產帳面值。
<i>BVL</i>			<i>t</i> 年年底 <i>i</i> 公司帳列每股負債帳面值。
<i>NI</i>			<i>t</i> 年年底 <i>i</i> 公司帳列每股稅後淨利。

肆、實證結果分析

1. 樣本篩選及資料來源

有關公司是否發行員工認股權的資料，係自公開資訊觀測站資料庫蒐集，其他財務資料則取自台灣經濟新報社財務及股價模組資料庫，本研究將性質較為特殊之金融業（銀行、保險業與證券業）排除，並移除其他產業遺漏股價及財務資料之公司。2001 年至 2010 年台灣上市櫃公司（扣除金融業）有發放員工認股權之樣本數共有 1,077 筆觀察值，扣除計算 *C-SCORE* 變數資料缺漏者 351 筆觀察值，估計 *C-SCORE* 之樣本數（表 5 之樣本數）為 726 筆觀察值，再扣除為檢測假說 1 及假說 2（即模式(1)及(4)）之變數資料缺漏者 16 筆觀察值，發放員工認股權且有完整變數資料之樣本數共有 710 筆觀察值，其中在 2007 年發放員工認股權者有 217 筆，樣本篩選過程列示於表 2。為避免極端值之影響，將資料變數前後之 1% 數值經過溫賽化(Winsorize)處理，將大於 99% 和小於 1% 者，分別以 99% 和 1% 之數值取代⁷。

⁷ 每個連續變數前後 1% 被溫賽化(Winsorize)之樣本平均大約各有 11 個樣本，以 99% 和 1% 之數值取代。

表 2 樣本篩選過程

	有發放 員工認股權	未發放 員工認股權	全部 樣本
2001年至2010年台灣上市櫃公司（扣除金融業）	1,077	11,603	12,680
減:計算C-SCORE變數資料缺漏者	<u>(351)</u>	<u>(2,640)</u>	<u>(2,991)</u>
估計C-SCORE之樣本數（表5之樣本數）	726	8,963	9,689
減:模式(1)及(4)變數資料缺漏者	<u>(16)</u>	<u>(183)</u>	<u>(199)</u>
模式(1)及(4)樣本數（表7及表8之樣本數）	710	8,780	9,490
2007年之樣本數	217	856	1,073

2. 發行員工認股權資料統計

表 3 彙整申請發行員工認股權的公司年度及產業分布狀況，依照產業別來看，電子業發放員工認股權最多，占發放家數之 91% (978 家/1,077 家)，此結果與員工分紅之發放情況相符。依照申請發放年度來看，員工認股權開始之 2001 年共有 31 家發放，2002 年至 2004 年也有 100 家以上，2005 年與 2006 年下降為 66 家至 88 家，但在 2007 年則增加到 285 家，大約占當年度樣本之 22% (285/1289)⁸，之後在 2008 年至 2010 年又下降為約 54 至 70 家，顯示有很多公司利用第 39 號公報在 2007 年過渡期員工認股權不用費用化的機會，選擇在此時發放員工認股權，其可能動機除了認股權本身所包含的激勵效果之外，也隱含很多公司利用 2007 年公報過渡期間多發員工認股權，以獲取在未來期間少認列費用之動機。

我們進一步整理 2007 年發放員工認股權的公司中，在 2007 年以前及之後發放認股權的情況，結果列示於表 4。在 2007 年發放員工認股權的 285 家樣本公司中，其中有 101 家（占發放樣本的 35%，101/285）以前從未發放過員工認股權，有 184 家在 2007 年之前曾經發放員工認股權，而樣本公司在 2008 年至 2010 年間總共只有 99 家（占發放樣本的 35%）在後續年度仍繼續發放員工認股權，其中 2008 年有 21 家，2009 有 36 家，2010 有 42 家。在 2007 年發放員工認股權的 285 家樣本公司中，其中有 85 家是以前從沒發放過，且在 2007 年之後也未繼續發行，顯示部分公司係利用過渡期間享受會計寬容之利，但部分公司可能僅為其正常之獎酬行為。綜合表 3 及表 4 的結果可以看出許多公司利用 2007 年第 39 號公報過渡期間發放員工認股權。

⁸ 若未扣除變數資料缺失之樣本，2007 年發放員工認股權比例為 22%，若以發放員工認股權且有完整變數資料之樣本數共有 710 筆觀察值，其中在 2007 年發放員工認股權者有 217 筆，占發行員工認股權總樣本之 31% (217/710)。

表 3 發行員工認股權公司年度別及產業別統計表

產業代號	產業名稱	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		合計	
		發行	未發行	發行	未發行																		
11	水泥	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	70
12	食品	1	21	0	22	1	21	0	22	0	22	0	22	1	22	0	23	0	23	0	22	3	220
13	石化	1	26	0	27	1	26	0	27	1	26	1	26	1	26	1	26	1	26	0	27	6	264
14	紡織	0	54	0	55	0	55	0	56	0	56	0	56	0	56	0	55	0	56	1	55	1	554
15	機械	0	61	2	59	3	59	1	61	0	62	0	62	4	58	0	62	1	61	0	62	11	607
16	電器電纜	0	15	0	15	0	15	0	15	0	15	0	15	0	15	0	16	0	16	0	16	0	153
17	化學	0	81	8	74	6	81	4	85	1	87	3	85	9	79	3	85	1	87	2	86	37	830
18	玻璃陶瓷	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	0	5	0	50
19	造紙	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	7	0	70
20	鋼鐵	0	35	1	37	0	40	0	40	0	40	1	39	0	40	0	40	1	39	1	39	4	389
21	橡膠	0	11	0	11	0	11	0	11	0	11	0	11	0	11	0	11	0	11	0	11	0	110
22	汽車	0	4	0	5	0	5	0	5	0	5	0	6	0	6	0	7	0	6	0	5	0	54
23	電子	29	652	144	564	148	576	97	639	63	683	78	671	259	493	49	704	48	705	63	689	978	6,376
25	營建	0	56	2	57	1	59	0	60	0	60	1	59	2	58	0	60	0	60	0	61	6	590
26	運輸	0	23	0	23	0	23	0	23	0	23	0	23	1	22	0	23	0	23	0	23	1	229
27	觀光	0	12	0	12	0	12	0	12	0	12	0	12	0	12	0	12	0	12	0	12	0	120
29	百貨	0	18	0	18	1	17	0	18	0	18	0	18	1	17	0	18	0	18	0	18	2	178
99	其他	0	73	3	73	2	75	5	73	2	75	2	76	7	70	2	75	2	75	3	74	28	739
	合計	31	1,161	160	1,071	163	1,094	107	1,166	66	1,215	86	1,200	285	1,004	55	1,236	54	1,237	70	1,219	1,077	11,603

註：表 3 列示 2001 年~2010 年，除了金融業以外，台灣上市櫃公司之已發行及未發行員工認股權之樣本，尚未扣除資料缺漏之樣本。

表 4 2007 年以前及以後員工認股權發放狀況

產業別 代號	產業 名稱	2007 年 發放員工 認股權的 公司	2007 年 之前 未曾發放	2007 年 之前 曾經發放	2008 年 未發放	2008 年 繼續發放	2009 年 未發放	2009 年 繼續發放	2010 年 未發放	2010 年 繼續發放
12	食品	1	0	1	1	0	1	0	1	0
13	石化	1	0	1	0	1	0	1	1	0
15	機械	4	3	1	4	0	4	0	4	0
17	化學	9	6	3	9	0	9	0	8	1
23	電子	259	87	172	240	19	225	34	219	40
25	營建	2	1	1	2	0	2	0	2	0
26	運輸	1	1	0	1	0	1	0	1	0
29	百貨	1	1	0	1	0	1	0	1	0
99	其他	7	2	5	6	1	6	1	6	1
合計		285	101	184	264	21	249	36	243	42

表 5 列示是否發放員工認股權公司之會計穩健程度(*C-SCORE*)比較表，第(1)欄列示有發放認股權公司之 *C-SCORE* 平均值，第(2)欄列示沒有發放認股權公司之 *C-SCORE* 平均值，就整體平均來說，有發放認股權之公司，*C-SCORE* 平均值為 0.150，未發放認股權之公司 *C-SCORE* 之平均值為 0.200，表示有發放認股權公司之會計穩健程度低於未發放認股權之公司，兩組樣本之差異達 1% 顯著水準。分成各年度來看，在 2007 年 39 號公報過渡期間，有發放員工認股權的公司 *C-SCORE* 平均數為 0.119，未發放員工認股權之公司平均數為 0.121，顯示在 2007 年發放員工認股權公司之穩健程度低於未發放之公司，但兩組樣本之差異未達顯著水準。從單變量檢定結果顯示，當公司會計政策愈保守，代表財務愈穩健，因此愈不會在 2007 年發放員工認股權，符合假說 1 之預期。

3.敘述統計量

表 6 Panel A 列示 2007 年全部樣本公司所有變數之敘述統計量，共計 1,073 筆觀察值。在第 39 號公報過渡期間發放員工認股權(*OPTION96*)之公司約占樣本之 20%，由式(3)所估計盈餘組成的穩健性指標(*C-SCORE*)平均值為 0.119，在 2007 年以前有發放認股權公司(*OPTION_pre*)大約有 32.5%，資產報酬率(*ROA*)平均數為 0.075，本文用市值帳面值比(*MB*)及研發密度(*RD*)衡量公司成長機會，市值帳面值比(*MB*)平均數為 1.775，研發密度(*RD*)平均數為 0.041，公司規模(*SIZE*)是總資產取自然對數，平均值為 15.166。平均股價(*PRICE*)為 27.856，平均每股資產帳面值(*BVA*)為 27.268，每股負債帳面值(*BVL*)為 10.491，每股稅後淨利(*NI*)為 1.954。

表 5 C-SCORE 比較表

年度	發放認股權	未發放認股權	差異數比較
	(n=726)	(n=8,963)	
	平均數	平均數	
2001	0.179	0.341	-0.162 ***
2002	0.142	0.177	-0.035 **
2003	0.150	0.214	-0.064 **
2004	0.009	0.113	-0.104 ***
2005	0.220	0.202	0.018 *
2006	0.142	0.194	-0.052 **
2007	0.119	0.121	-0.002
2008	0.020	0.031	-0.011
2009	0.366	0.356	0.010
2010	0.280	0.311	-0.031 *
平均數	0.150	0.200	-0.050 ***

註：原發行員工認股權之樣本有 1,077 筆觀察值，扣除計算 C-SCORE 變數資料缺漏者 351 筆觀察值後，剩餘 726 筆觀察值，樣本篩選過程請見表 2。

表 6 Panel B 以 2007 年是否有發放員工認股權分組，發行員工認股權 217 筆觀察值，未發行者有 856 筆觀察值，其資料顯示，在 2007 年發放員工認股權的公司 C-SCORE 平均數為 0.119，略低於在 2007 年未曾發放員工認股權的公司 C-SCORE (平均數為 0.121)，表示在 2007 年有發放員工認股權的公司其保守程度略低於未發放的公司，符合假說 1 的預期。該表亦顯示，在 2007 年發放員工認股權的公司，其過去發放的比率較高 (*OPTION_pre* 平均數分別為 0.724 及 0.224)，*ROA* 與成長機會 (市值及帳面價值比及研發密度) 亦較高、公司規模也較大、負債比率較低，且股價也較高。表 6 Panel C 列示 Pearson 及 Spearman 相關係數表。在模式(1)之變數，自變數間相關係數除了 C-SCORE 與 *LEVERAGE* 之 Pearson (Spearman) 相關係數為 0.627 (0.668) 以外，模式(4)的自變數中除了 *BVA* 與 *SIZE* 之 Pearson(Spearman) 相關係數為 0.516 (0.523) 以外，其餘自變數間之相關係數均小於 0.5，顯示自變數間共線性問題不嚴重。

4. 實證結果：穩健會計對第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之影響

假說 1 主要測試公司之會計穩健程度對公司於過渡期間發放員工認股權的影響，表 7 第(1)欄顯示公司會計穩健程度與於過渡期間是否發放認股權的關係，實證結果發現，C-SCORE 係數顯著為負 (係數=-4.991, t 值為-2.072)，顯示當公司穩健程度較高時，比較不會在 2007 年第 39 號公報過渡期間提早發放員工認股權。第(2)欄主要顯示會計穩健程度與在 2001 年~2010 年(不包括 2007) 發放認股權之關係，C-SCORE 係數仍顯著為負 (係數=-0.509, t 值為-4.432)，代表當公司會計穩健程度愈高時，該公司平常發放員工認股權的可能性也較低。比較欄(1)及欄(2)之結果可發現，平均而言，公司穩健程度較高者，發放員工認股權的可能性較低，尤其在 2007 年第 39 號公報過渡期間，公司穩健程

度愈高者，發放員工認股權的可能性更低，代表當公司會計穩健程度愈高時，公司經理人比較不會基於自利動機而發放員工認股權，支持假說 1 的結果，也支持穩健程度較高者可作為監督經理人之機制的論點⁹。

表 6 敘述統計量

Panel A：2007 年全部樣本之敘述統計量(n=1,073)							
變數名稱	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
<i>OPTION96</i>	0.202	0.402	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>C-SCORE</i>	0.119	0.104	-0.036	0.052	0.097	0.156	0.932
<i>OPTION_pre</i>	0.325	0.469	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>ROA</i>	0.075	0.109	-0.321	0.022	0.071	0.132	0.391
<i>MB</i>	1.775	1.223	0.371	0.967	1.411	2.138	7.098
<i>RD</i>	0.041	0.216	0.000	0.001	0.012	0.036	5.676
<i>SIZE</i>	15.166	1.35	11.715	14.251	15.015	15.88	20.247
<i>LEVERAGE</i>	0.367	0.171	0.048	0.235	0.357	0.476	0.845
<i>PRICE</i>	27.856	29.346	2.34	11.53	18.62	30.21	188.07
<i>BVA</i>	27.268	13.525	6.692	18.598	24.097	32.441	79.26
<i>BVL</i>	10.491	8.175	0.775	4.838	8.367	13.763	44.84
<i>NI</i>	1.954	3.002	-5.720	0.300	1.460	3.140	13.02

Panel B：2007 年分組樣本之敘述統計量				
變數名稱	2007 年有發放員工認股權(n=217)		2007 年未發放員工認股權(n=856)	
	平均數	中位數	平均數	中位數
<i>C-SCORE</i>	0.119	0.102	0.121	0.096
<i>OPTION_pre</i>	0.724	1.000	0.224	0.000
<i>ROA</i>	0.095	0.095	0.070	0.066
<i>MB</i>	2.268	1.754	1.650	1.307
<i>RD</i>	0.060	0.029	0.036	0.009
<i>SIZE</i>	15.411	15.241	15.104	14.972
<i>LEVERAGE</i>	0.338	0.323	0.374	0.366
<i>PRICE</i>	37.347	25.800	25.451	16.910
<i>BVA</i>	29.841	25.676	26.616	23.615
<i>BVL</i>	10.800	8.281	10.413	8.377
<i>NI</i>	2.541	2.120	1.805	1.230

註：變數說明請見表 1。2007 年有發放員工認股權之公司家數原為 285 筆觀察值，扣除計算 *C-SCORE*、模式(1)及(4)變數資料缺漏者後，樣本數減少為 217 筆觀察值。

⁹ 台灣之第 39 號公報雖在 2007 年 5 月 24 日才公布草案，但實際上國內員工費用化之規定在 2007 年初即已確定，且參考 IFRS2 制定第 39 號公報在 2007 年初亦已開始，因此公司可能在 2007 年初即開始發放員工認股權，以避免未來費用化的問題，因此本研究亦將第 39 號公報發放認股權的過渡期間提前至 2007 年初至 2007 年底。*OPTION96* 之操作性定義修改為發放認股權期間在 2007 年 1 月 1 日至 2007 年底者，其 *OPTION96* 設為 1，未發行者設為 0。未列表結果顯示，*C-SCORE* 係數仍顯著為負，代表當公司穩健程度越高的時候，愈不會在 2007 年發行員工認股權。與前面結果一致。

表 6 敘述統計量 (續)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) <i>OPTION96</i>	1.000 (0.000)	0.003 (0.928)	0.428 (0.000)	0.091 (0.003)	0.203 (0.000)	0.045 (0.139)	0.091 (0.003)	-0.093 (0.002)	0.163 (0.000)	0.096 (0.002)	0.019 (0.533)	0.099 (0.001)
(2) <i>C-SCORE</i>	0.038 (0.208)	1.000	-0.067 (0.029)	0.113 (0.000)	0.305 (0.000)	-0.050 (0.099)	0.076 (0.013)	0.627 (0.000)	0.156 (0.000)	0.362 (0.000)	0.601 (0.000)	0.179 (0.000)
(3) <i>OPTION_pre</i>	0.428 (0.000)	-0.056 (0.068)	1.000	0.057 (0.064)	0.211 (0.000)	0.081 (0.008)	-0.004 (0.895)	-0.169 (0.000)	0.187 (0.000)	0.020 (0.521)	-0.054 (0.076)	0.075 (0.014)
(4) <i>ROA</i>	0.113 (0.000)	0.142 (0.000)	0.103 (0.001)	1.000	0.448 (0.000)	-0.155 (0.000)	0.242 (0.000)	-0.111 (0.000)	0.460 (0.000)	0.416 (0.000)	0.089 (0.003)	0.872 (0.000)
(5) <i>MB</i>	0.216 (0.000)	0.249 (0.000)	0.217 (0.000)	0.565 (0.000)	1.000	0.113 (0.000)	-0.028 (0.359)	-0.277 (0.000)	0.798 (0.000)	0.223 (0.000)	0.058 (0.058)	0.544 (0.000)
(6) <i>RD</i>	0.310 (0.000)	-0.210 (0.000)	0.387 (0.000)	0.077 (0.012)	0.239 (0.000)	1.000	-0.134 (0.000)	-0.118 (0.000)	0.057 (0.063)	-0.110 (0.000)	-0.112 (0.000)	-0.090 (0.003)
(7) <i>SIZE</i>	0.081 (0.008)	0.137 (0.000)	-0.016 (0.599)	0.218 (0.000)	-0.019 (0.542)	-0.188 (0.000)	1.000	0.105 (0.001)	0.173 (0.000)	0.523 (0.000)	0.390 (0.000)	0.326 (0.000)
(8) <i>LEVERAGE</i>	-0.099 (0.001)	0.668 (0.000)	-0.213 (0.000)	-0.179 (0.000)	-0.352 (0.000)	-0.394 (0.000)	0.185 (0.000)	1.000	-0.298 (0.000)	0.280 (0.000)	0.607 (0.000)	-0.095 (0.002)
(9) <i>PRICE</i>	0.246 (0.000)	0.084 (0.006)	0.233 (0.000)	0.578 (0.000)	0.851 (0.000)	0.259 (0.000)	0.180 (0.000)	-0.429 (0.000)	1.000	0.485 (0.000)	0.167 (0.000)	0.669 (0.000)
(10) <i>BVA</i>	0.104 (0.001)	0.450 (0.000)	0.011 (0.732)	0.451 (0.000)	0.216 (0.000)	-0.124 (0.000)	0.516 (0.000)	0.333 (0.000)	0.441 (0.000)	1.000	0.801 (0.000)	0.646 (0.000)
(11) <i>BVL</i>	0.009 (0.782)	0.682 (0.000)	-0.079 (0.010)	0.086 (0.005)	0.066 (0.030)	-0.271 (0.000)	0.393 (0.000)	0.679 (0.000)	0.146 (0.000)	0.782 (0.000)	1.000	0.262 (0.000)
(12) <i>NI</i>	0.134 (0.000)	0.210 (0.000)	0.092 (0.003)	0.950 (0.000)	0.551 (0.000)	0.042 (0.171)	0.328 (0.000)	-0.091 (0.003)	0.615 (0.000)	0.620 (0.000)	0.244 (0.000)	1.000 (0.000)

註：變數說明請見表1。括弧內為雙尾p值。上標星號分別代表 * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$ 。右上與左下分別列示Pearson 及Spearman相關係數。

表 7 穩健會計對第 39 號公報過渡期間發行員工認股權之影響

		(1) a 2007年發放員工 認股權	(2)b 全部公司 (扣除2007年樣本)
截距項		-3.934 ^{***} (-6.455)	-3.811 ^{***} (-14.212)
<i>C-SCORE</i>	—	-4.991 [*] (-2.072)	-0.509 ^{***} (-4.432)
<i>OPTION_pre</i>	+	1.185 ^{***} (11.931)	0.681 ^{***} (14.074)
<i>ROA</i>	+	-0.376 (-0.769)	-0.737 ^{***} (-3.331)
<i>MB</i>	+	0.401 ^{***} (3.338)	0.117 ^{***} (6.224)
<i>RD</i>	+	0.044 (0.200)	0.225 [*] (1.636)
<i>SIZE</i>	+	0.128 ^{***} (3.436)	0.127 ^{***} (7.408)
<i>LEVERAGE</i>	—	0.465 [*] (2.053)	-0.037 [*] (-2.423)
N		1,073	8,417
Wald χ^2		192.19	396.83
(p值)		(0.000)	(0.000)
pseudo R^2		0.202	0.101

註：

1. *OPTION96*為虛擬變數，在第(1)欄之樣本為，公司在2007年發放員工認股權*OPTION96*設為1，未發行者則設為0；在第(2)欄為當公司在2001~2010（不包括2007）年發放員工認股權*OPTION96*設為1，未發行者則設為0。其餘變數之定義相同。變數定義請見表1。
2. 括弧內為雙尾t值。上標星號分別代表^{*} $p < 0.05$, ^{**} $p < 0.01$, ^{***} $p < 0.001$ 。
3. a：代表樣本中只包括 2007年39號公報過渡期間的樣本；b：代表從2001年~2010年，扣除2007年之樣本。

在控制變數方面，*OPTION_pre* 係數在兩個模式中均顯著為正，顯示當公司過去有發放員工認股權的經驗時，再發放的可能性也愈高。*ROA* 變數在在第(1)欄 2007 年樣本中不顯著，即並未發現公司績效與在 2007 年過渡時間發放員工認股權存在顯著關係，也間接說明，當公司在 2007 年發放員工認股權時，其主要目的在規避未來費用化的規定，與激勵效果較無關係。在公司成長性中也可以發現類似的結果，在第(2)欄全部樣本的結果中，發現 *MB* 及 *RD* 均顯著為正，代表當公司成長機會愈高時，公司愈有可能發放認股權以激勵員工，然而在第(1)欄中，只有 *MB* 顯著，說明在本研究的樣本中，公司成長機會對於公司是否在 2007 年發放員工認股權之影響程度較小，公司規模係數顯著為正，代表公司規模愈大愈有可能發放員工認股權。*LEVERAGE* 在欄(2)顯著為負，

與過去文獻相似，當公司負債愈高時，債權人監督誘因較強，公司較會放較少薪酬，與過去文獻一致(Ortiz-Molina 2007)，但欄(1)卻顯著為正，顯示在 2007 年發放員工認股權較考慮的是享受會計處理之利益，以享降低負債之利。

綜合表 7 的結果可以發現，公司在 2007 年發放員工認股權，屬於規避費用認列的動機較為明顯。雖然第 39 號公報過渡期間會計處理之規定，給與所有公司美化未來盈餘的可能性，但當公司會計穩健程度愈高時，其在 2007 年發放員工認股權的可能性愈低，顯示穩健會計具有抑止公司操弄盈餘的特性。

5. 第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之價值攸關性

本研究進一步檢測資本市場對於公司發放員工認股權之反應及其反應是否受到公司會計穩健程度之影響。表 8 第(1)欄列示市場對於在 2007 年發放員工認股權的股價反應，*OPTION96* 係數值顯著為正，第(4)欄列示市場投資人對於 2001 年~2010 年（扣除 2007 年）之全部樣本公司有發放認股權的反應，係數也顯著為正。實證結果顯示，在不考慮會計穩健程度的情況下，市場投資人認為不論是否在第 39 號過渡期間發放員工認股權均具有激勵效果，與 Chen (2003)對台灣過去研究結果一致。

再進一步看檢測公司的會計穩健程度是否影響投資人對於公司發放認股權的看法。本文以模式(3)估計出之 *C-SCORE* 中位數進行分組¹⁰，*C-SCORE* 高於中位數者歸類為穩健程度較高之樣本，低於中位數者則歸類為穩健程度較低之樣本。以 2007 年為樣本，第(2)欄代表公司會計穩健程度較低，第(3)欄代表公司會計穩健程度較高。實證結果發現，在第(2)欄中，當公司會計穩健程度較低時，公司在 2007 年發放員工認股權(*OPTION96*)之係數不顯著（係數=0.954，*t* 值=0.546），而在第(3)欄中，當會計穩健程度較高時，*OPTION96* 係數為 7.705，*t* 值為 3.234，顯示相較於穩健程度較低者，當會計穩健程度較高時，即使公司在 2007 年發放員工認股權，市場仍會給與較高的評價。比較會計穩健程度是否影響投資人對於在平常時間（亦即不是在第 39 號過渡期間）發放員工認股權之評價，以 2001 至 2010 年（但扣除 2007）之公司為樣本，第(5)欄代表公司會計穩健程度較低，第(6)欄代表公司會計穩健程度較高，結果發現不論穩健程度高或低，發放員工認股權者均顯著為正，顯示市場投資人對於公司平常發放員工認股權之評價均持正面看待，但對較不穩健之公司利用過渡期間發放員工認股權者並未予以肯定。

¹⁰ 計量上，當主要研究變數（是否發放員工認股權）與因變數（股價）之關聯性須視另一調節變數（穩健程度）而定時，分群樣本的研究設計會優於整體樣本設交乘項的研究設計方式(Hardy 1993; Gul, Fung and Jaggi 2009; Jaggi, Leung and Gul 2009)。本研究亦進一步在模式(4)中加入交乘項 *C-SCORE*OPTION96* 檢測假說 2，未列表結果顯示該交乘項係數顯著為正，代表當公司穩健程度愈高時，對於有發放員工認股權之公司持較正面之評價，與分組之結果相似。

表 8 第 39 號公報過渡期間發行員工認股權資訊之股價攸關性

	2007 年發放員工認股權 ^a			全部公司(扣除 2007 年樣本) ^b		
	(1)	(2) 穩健 程度低	(3) 穩健 程度高	(4)	(5) 穩健 程度低	(6) 穩健 程度高
截距項	26.789*** (3.374)	14.727 (1.783)	44.962*** (3.752)	20.434*** (6.927)	26.239*** (5.396)	1.690 (0.509)
BVA	1.190*** (8.854)	0.801*** (5.860)	1.135*** (5.439)	1.420*** (28.790)	1.142*** (14.587)	1.517*** (26.752)
BVL	-1.551*** (-7.774)	0.018 (0.078)	-1.601*** (-6.091)	-1.304*** (-20.562)	-0.426*** (-3.847)	-1.619*** (-23.367)
NI	4.224*** (11.964)	1.403*** (3.384)	6.219*** (12.044)	1.880*** (14.467)	1.699*** (8.136)	2.426*** (16.625)
OPTION96	5.806*** (3.659)	0.954 (0.546)	7.705** (3.234)	4.636*** (4.434)	3.270* (2.083)	2.638* (2.074)
RD	13.467*** (4.551)	7.272** (2.723)	24.728*** (4.031)	12.520*** (8.240)	45.323*** (10.151)	6.794*** (5.269)
SIZE	-1.990*** (-3.578)	-0.829 (-1.392)	-2.862*** (-3.370)	-1.562*** (-7.480)	-1.938*** (-5.611)	-0.485* (-2.097)
C-SCORE	42.740*** (5.097)			-2.562* (-2.276)		
N	1,073	538	535	8,417	4,213	4,204
F 值	158.08	39.51	157.38	512.58	207.87	606.31
(p 值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
adj. R ²	0.506	0.301	0.637	0.298	0.228	0.464

註：

1. *OPTION96* 為虛擬變數，在欄(1)~(3)，當公司在 2007 年發放員工認股權 *OPTION96* 設為 1，未發行者則設為 0；在欄(4)~(6)，當公司在 2001~2010(不包括 2007)年發放員工認股權 *OPTION96* 設為 1，未發行者則設為 0。其餘變數之定義相同。變數定義請見表 1。
2. 括弧內為雙尾 t 值。上標星號分別代表 * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$ 。
3. a: 代表樣本中只包括 2007 年 39 號公報過渡期間的樣本；b: 代表從 2001 年~2010 年，扣除 2007 年之樣本。
4. 本文以模式(3)估計之 *C-SCORE* 中位數區分穩健程度之高低。*C-SCORE* 高於中位數歸為穩健程度高之樣本，低於中位數則歸為穩健程度低之樣本。

綜合表 8 的結果，市場投資人對於公司發放員工認股權時，大多認為激勵效果大於稀釋效果，但若進一步考慮公司會計穩健程度時，則可發現，市場對於在平常而不是在第 39 號公報過渡期間期間發放員工認股權之評價較不受到會計穩健程度之影響，但只有在會計穩健程度較高時，市場投資人才會對於在 2007 年利用 39 號公報過渡期間發放認股權之公司有正面的評價，而當公司會計穩健程度較低時，公司若在 2007 年利用 39 號公報過渡期間發放認股權時，市場投資人可能會解讀為公司主要是為了避免未來費用化而發放，因此對此事事件沒有反應，甚至激勵效果會低於一般正常發放認股權(非過渡期間)的公司，亦即，若公司之會計穩健程度較高，在 2007 年發放認股權，市場上的評價會

高於穩健程度較低的公司，顯然公司會計穩健程度會影響市場對公司決策行為之解讀，尤其在 2007 年 39 號公報過渡期間發放認股權。

6. 敏感性分析

(1) 控制內生性問題

本文採用 Heckman (1979) 之兩階段模型來控制公司是否在 2007 年發放認股權之內生性問題後（含公司穩健程度對其影響），再檢測會計穩健程度是否會影響投資人對於公司發放認股權的看法。本文以模式(1) Probit model 跑出第一階段之結果，並算出 inverse Mill's ratio (*IMR*)¹¹，再將 inverse Mill's ratio 代入模式(4)，實證結果彙整於表 9。加入 *IMR* 後，*OPTION96* 係數仍顯著為正，且在穩健程度較高的公司，其正向效果顯著高於穩健程度較低的公司，與前面實證結果一致。其實證結果說明，控制內生性問題之後，會計穩健程度仍會影響投資人對於公司發放認股權的看法，支持假說 2。

表 9 第 39 號公報過渡期間發行員工認股權資訊之股價攸關性: 控制內生性問題

	2007年發放員工認股權			全部公司（扣除2007年樣本）		
	(1)	(2) 穩健 程度低	(3) 穩健 程度高	(4)	(5) 穩健 程度低	(6) 穩健 程度高
截距項	-84.053*** (-3.855)	-26.040 (-0.814)	-82.527** (-2.935)	47.170** (2.626)	-46.202 (-1.267)	-58.672** (-3.176)
<i>BVA</i>	1.167*** (9.260)	0.821*** (6.104)	1.158*** (6.083)	1.202*** (25.508)	1.055*** (13.920)	1.327*** (24.643)
<i>BVL</i>	-1.372*** (-7.298)	0.018 (0.077)	-1.550*** (-6.469)	-1.011*** (-16.590)	-0.295** (-2.754)	-1.347*** (-20.098)
<i>NI</i>	3.687*** (11.017)	1.275** (3.131)	5.274** (10.915)	2.000*** (16.317)	1.829*** (9.082)	2.322*** (16.979)
<i>OPTION96</i>	1.428*** (7.136)	0.599* (1.939)	1.567*** (6.443)	0.752** (3.289)	1.966*** (4.367)	1.666*** (6.887)
<i>RD</i>	9.228** (3.288)	6.430* (2.446)	10.822 (1.860)	-2.978 (-1.665)	14.582** (3.175)	-8.370*** (-4.725)
<i>SIZE</i>	-2.830*** (-5.351)	-1.466* (-2.454)	-3.349*** (-4.260)	-3.612*** (-17.534)	-4.268*** (-11.957)	-1.884*** (-8.428)
<i>C-SCORE</i>	32.363*** (4.024)			10.547*** (9.018)		
<i>IMR</i>	1.730*** (6.629)	0.710 (1.773)	1.894*** (5.949)	0.628* (2.348)	2.090*** (3.933)	1.744*** (6.225)
<i>N</i>	1,073	538	535	8,417	4,213	4,204
F值	174.32	38.72	173.26	643.61	240.42	681.36
(p值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
adj. <i>R</i> ²	0.564	0.330	0.693	0.379	0.285	0.531

註：

1. *IMR* 係以模式(1)之 probit model 計算出之 inverse Mill's ratio。其餘變數定義請見表 1。

2. 括弧內為雙尾 t 值。上標星號分別代表 * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$ 。

¹¹ 作者感謝匿名審查委員之建議。

(2) *C-SCORE* 改以變動數衡量

本文進一步採用當期 *C-SCORE* 扣除前一期 *C-SCORE* 之變動數 ($\Delta C-SCORE$) 捕捉公司穩健程度變動是否影響在 2007 年第 39 號公報過渡期間發放員工認股權之可能性, 實證結果列示於表 10, 表 10 第(1)欄列示 2007 年發放員工認股權之結果, 結果顯示, $\Delta C-SCORE$ 係數顯著為負, 代表當公司穩健程度變高的時候, 愈不會在 2007 年發行員工認股權, 符合假說 1 之預期。第(2)欄也列示全部公司(扣除 2007 年樣本)發放員工認股權之結果, $\Delta C-SCORE$ 係數亦顯著為負, 且第(1)欄 $\Delta C-SCORE$ 係數之負向效果顯著大於第(2)欄, 代表公司穩健程度顯著影響公司是否發行員工認股權之行為, 且在 2007 年第 39 號公報過渡期間之負向影響更為顯著, 支持假說 1, 也進一步驗證公司穩健程度可替代公司治理機制之效果。

表 10 穩健會計變動數對第 39 號公報過渡期間發行員工認股權之影響

	預期 符號	(1) 2007 年發放 員工認股權	(2) 全部公司 (扣除 2007 年樣本)
截距項		-3.771 *** (-6.375)	-3.991 *** (-14.584)
$\Delta C-SCORE$	-	-1.143 ** (-2.784)	-0.183 * (-2.184)
<i>OPTION_pre</i>	+	1.192 *** (12.016)	0.726 *** (13.896)
<i>ROA</i>	+	-0.873 (-1.567)	-0.882 *** (-3.693)
<i>MB</i>	+	0.094 * (2.011)	0.115 *** (5.613)
<i>RD</i>	+	0.020 (0.095)	0.231 (1.366)
<i>SIZE</i>	+	0.121 *** (3.339)	0.133 *** (7.669)
<i>LEVERAGE</i>	-	0.135 * (2.165)	-0.071 *** (-3.940)
N		1,034	7,725
Wald χ^2 (p 值)		192.19 (0.000)	365.93 (0.000)
pseudo R^2		0.205	0.116

註：

1. $\Delta C-SCORE$ 係當期 *C-SCORE* 扣除前一期 *C-SCORE* 之變動數, 其餘變數定義請見表 1。
2. 括弧內為雙尾 t 值。上標星號分別代表 * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$ 。
3. 由於計算 $\Delta C-SCORE$ 需要兩期之變動數, 因此會讓樣本少於原表 7 之樣本。

(3)以報酬模式(Return model)檢測假說 2

由於報酬模式設定所產生的遺漏變數之問題較小，因此本文參考Aboody et al. (2004)、Chen (2003)，以及范宏書與陳慶隆(2006)等人之作法，以報酬模式（模式(5)）代替Ohlson (1995)模式，以報酬模式檢測市場投資人對於在2007年第39號公報過渡期間發放員工認股權之評價，並參考過去文獻加入公司每股盈餘(*EPS*)、盈餘變動數(ΔEPS)、公司規模(*SIZE*)及公司成長性(*MB*)等控制變數，實證結果彙整於表11。

$$RETURN_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 \Delta EPS_{i,t} + \beta_3 OPTION96_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 C - SCORE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (5)$$

模式(5)中， $RETURN_{i,t}$ 為股票報酬率， $EPS_{i,t}$ 為每股盈餘， $\Delta EPS_{i,t}$ 為每股盈餘變動數， $SIZE_{i,t}$ 為權益市值取自然對數， $MB_{i,t}$ 為市值帳面值比， $OPTION96_{i,t}$ 之定義同前。表11第(1)欄列示市場對於公司在2007年發放員工認股權之評價，發現 $OPTION96$ 顯著為正，代表市場投資人對於公司發放員工認股權給予較正面之評價，進一步將樣本利用*C-SCORE*之中位數分組，第(2)欄代表穩健程度低，第(3)欄代表穩健程度高，結果發現，在穩健程度較高的樣本中，市場對於公司在2007年發放員工認股權給與正面之評價，但對於穩健程度較低者，則無此反應，結果與前面利用Ohlson (1995)模式之結果一致¹²。

(4)加入公司治理變數

文獻上探討公司治理與高階經理人薪酬的關係時，通常發現公司治理機制良好的公司，監督功能也比較好，因此不會有超額發放的問題(Dicks 2012)，例如董監席次愈高、獨立董事席次較高、機構投資人持股愈多、及薪酬委員會持股較高時，則較不會有過度發放薪酬的問題(Black 1992; O'Barr, Conley and Brancato 1992; Elson 1993; Davidson, Pilger and Szakmary 1998; Chhaochharia and Grinstein 2009)。Landsman et al. (2007)以 G-index 衡量公司治理，發現公司治理較好的公司，較不會發放認股權給高階經理人。Ryan and Wiggins (2001)則發現經理人持股率及大股東持愈高的公司，基於監督的功能，會發放較少股票選擇權，外部事席次比、機構投資人持股率及董事長兼任總經理，則未發現有顯著效果。Hanlon, Rajgopal and Shevlin (2003)則發現若董事長兼任總經理則傾向發放認股權。Choudhary et al. (2009)研究結果亦顯示當公司有較多的機構投資人監督，大股東持股及退休基金持股時，較不會宣布提早既得(accelerate vesting)，張仲岳與洪茂銓(2010)亦發現在 2007 年過渡期間，公司存在超額發放員工分紅與董監酬勞的問題，尤其在董事會規模較小、獨立董監席次比例較低、董事長兼任總經理、且公司股權偏離較嚴重時，其超額發放的情形更加嚴重。基於過去文獻之發現，本文除了考慮公司穩健程度之外，亦加入公司治理

¹² 作者感謝匿名審查委員之建議。

相關變數，檢測公司治理結構愈強的公司，是否會影響在第 39 號過渡期間發放員工認股權之行為¹³？

表 11 第 39 號公報過渡期間發行員工認股權資訊之股價攸關性：報酬模式

	2007年發放員工認股權			全部公司（扣除2007年樣本）		
	(1)	(2) 穩健 程度低	(3) 穩健 程度高	(4)	(5) 穩健 程度低	(6) 穩健 程度高
截距項	21.551* (2.431)	15.249 (1.725)	69.634*** (4.711)	114.039*** (22.521)	165.865*** (21.875)	101.049*** (17.129)
EPS	5.398*** (9.006)	6.017*** (9.679)	4.425*** (4.119)	11.181*** (26.350)	13.218*** (20.259)	11.023*** (19.336)
ΔEPS	4.390*** (5.493)	2.678*** (4.064)	5.995*** (4.335)	5.155*** (11.114)	5.185*** (7.301)	6.218*** (9.539)
OPTION96	12.563*** (3.667)	4.908 (1.660)	18.583** (3.096)	11.381*** (3.853)	14.073*** (3.490)	4.715 (1.011)
SIZE	-2.767* (-2.561)	-0.852 (-0.815)	-6.288*** (-3.360)	-10.093*** (-17.288)	-14.380*** (-15.438)	-5.935*** (-8.018)
MB	-10.412*** (-8.536)	-13.945*** (-12.588)	-6.815** (-3.085)	-23.458*** (-23.977)	-27.379*** (-20.055)	-27.338*** (-17.887)
C-SCORE	121.381*** (6.855)			67.650*** (16.064)		
N	1073	538	535	8417	4213	4204
F值	41.99	46.75	12.31	418.37	189.18	165.35
(p值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
adj. R ²	0.268	0.321	0.143	0.298	0.279	0.247

註：

1. RETURN=年股票報酬率；EPS=每股盈餘；ΔEPS=當期 EPS 扣除前一期 EPS 之變動數；SIZE=ln（權益市值）

MB=市值帳面值比，C-SCORE=模式(3)估計之穩健程度，OPTION96 之定義請見表 1。

2. 括弧內為雙尾 t 值。上標星號分別代表 * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001。

本文加入董事會規模(BDST)、董監事持股率(DSSH)、大股東持股率(BDSH)、家族持股(FSH)、獨立董監席次比率(INDDST)及股份盈餘偏離差(VMSCF)及董事長兼任總經理(DUAL)等公司治理變數，實證結果彙整於表 12，除了公司穩健程度愈高，愈不會在第 39 號公報過渡期間發放員工認股權以外，亦可發現董監事持股率(DSSH)、大股東持股率(BDSH)及家族持股(FSH)愈高時，基於監督效果，公司愈不會在第 39 號公報過渡期間發放員工認股權，但當公司偏離程度(VMSCF)愈高及董事長兼任總經理(DUAL)時，公司較會在過渡其間發放員工認股權。該結果顯示當公司治理機制愈強時，愈不會在第 39 號公報過渡期間發放員工認股權，符合公司治理機制愈好，監督效果愈好之論點。

¹³ 作者感謝匿名審查委員之建議。

表 12 穩健會計、公司治理對第 39 號公報過渡期間發行員工認股權之影響

	(1) 2007 年發放員工認股權	(2) 全部公司(扣除 2007 年樣本)
截距項	-3.223 *** (-4.590)	-3.020 *** (-9.613)
<i>C-SCORE</i>	-4.960 * (-1.951)	-0.468 *** (-3.969)
<i>OPTION_pre</i>	0.971 *** (8.692)	0.526 *** (9.596)
<i>ROA</i>	-0.649 (-1.250)	-0.686 ** (-3.016)
<i>MB</i>	0.402 ** (3.121)	0.118 *** (5.965)
<i>RD</i>	-0.075 (-0.249)	0.186 (1.422)
<i>SIZE</i>	0.117 ** (2.611)	0.119 *** (5.987)
<i>LEVERAGE</i>	0.477 * (1.983)	-0.033 * (-2.112)
<i>BDST</i>	-0.014 (-0.618)	-0.032 ** (-3.275)
<i>DSSH</i>	-0.007 (-1.111)	-0.001 (-0.416)
<i>BDSH</i>	-0.012 * (-1.679)	-0.008 ** (-2.630)
<i>FSH</i>	-0.010 (-1.785)	-0.014 *** (-5.461)
<i>INDDST</i>	0.120 ** (3.161)	0.027 (1.438)
<i>VMSCF</i>	1.849 ** (3.147)	1.715 *** (5.918)
<i>DUAL</i>	-0.023 (-0.207)	0.096 * (1.850)
N	1,073	8,417
Wald χ^2	225.94	471.31
(p 值)	(0.000)	(0.000)
pseudo R^2	0.241	0.131

註：

1. *CGVAR* 代表公司治理相關變數，包括，*BDST*=董事會規模；*DSSH*=董監事持股率；*BDSH*=大股東持股率；*FSH*=家族持股；*INDDST*=獨立董監席次比率；*VMSCF*=股份盈餘偏離差；*DUAL*=董事長兼任總經理，其餘變數定義請見表 1。

2. 括弧內為雙尾 t 值。上標星號分別代表 * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$ 。

伍、結論

公司會計穩健者，在交易對損益影響不確定時，會提早認列損失，但會延遲認列未實現利益，其遞延盈餘並產生較低淨資產的特性，可以降低管理當局道德危機的問題(Watts 2003a, 2003b)。經理人薪酬通常與績效或公司價值連結，當公司薪酬合約採用較穩健的會計政策時，可以防止經理人領取過多薪酬

的問題。發放員工認股權通常期待其具有激勵員工的效果，但在 2007 年第 39 號公報過渡期間發放，則除了激勵效果之外，更隱含美化未來盈餘而領取過多報酬的可能性。因此本研究探討會計穩健性，是否會影響公司於過渡期間發放員工認股權之決策，同時探討投資人對員工認股權資訊納入股價評量模式及會計穩健性之影響。

台灣企業自 2008 年 1 月 1 日開始，員工分紅、員工認股權及董監酬勞一律應按公允價值費用化，但第 39 號公報過渡期間之規定，卻允許企業於 2007 年 12 月 31 日以前所發行之員工認股權不需費用化，即使 2008 年 1 月 1 日後尚未既得者亦然，因此在這段期間發放員工認股權的公司大幅增加。本研究探討公司會計穩健程度對公司在 2007 年第 39 號公報過渡期間發放員工認股權的影響及會計穩健對上述資訊之股價攸關性。實證結果發現，當公司穩健程度愈高時，愈不會在 2007 年發放員工認股權。實證結果亦顯示，公司穩健程度較高時，市場對公司於 2007 年過渡期間發放認股權之評價高於穩健程度較低之公司，且當公司穩健程度較低時，市場投資人對於在 2007 年發放員工認股權公司之評價會低於平常時間發放員工認股權之公司，可知市場投資人利用公司之穩健程度區分在 2007 年過渡期間發放認股權之動機。

參考文獻

- 吳清在、施坤宏與廖雁茹，2010，員工分紅費用化對企業員工獎酬制度之影響，2010 會計理論與實務研討會論文集，淡江大學會計系。(Wu, T., K. Shih, and Y. Liao. 2010. The effect of expensing employee bonus on reward system in business. Paper presented at 2010 Accounting Theory and Practice Conference, Tamkang University.)
- 林宛瑩、許崇源、戚務君與潘虹華，2012，穩健會計對員工分紅之影響，會計評論，第 55 期(7 月):37-75。(Lin, W. Y., C. Y. Hsu, W. C. Chi, and H. H. Pan. 2012. The effect of accounting conservatism on bonus to employees. *Journal of Accounting Review* 55 (July): 37-75.)
- 林祐全，2009，第 39 號財會準則公報生效日前夕企業發行員工認股選擇權證決策動機之探討，國立中正大學會計與資訊科技研究所碩士論文。(Lin, Y. 2009. Study on the motivation of granting early Employee Stock Options in Anticipation of SFAS No. 39 in Taiwan. Master Thesis, Department of Accounting and Information Technology, National Chung Cheng University.)
- 林美鳳、金成隆與林良楓，2009，股權結構，會計保守性與信用評等關係之研究，臺大管理論叢，第 20 卷第 1 期(12 月):289-329。(Lin, M., C. Chin, and L. Lin. 2009. Ownership structures, accounting conservatism and firm's credit ratings. *NTU Management Review* 20 (December): 289-329.)

- 洪玉舜與王泰昌，2005，績效衡量指標在高階主管現金薪酬契約中之相對重要性，證券市場發展季刊，第 17 卷第 2 期（8 月）：35-100。(Hung, Y., and T. Wang. 2005. An analysis of the relative importance of performance measures in executive cash compensation contracts. *Review of Securities and Futures Markets* 17 (August): 35-100.)
- 范宏書與陳慶隆，2006，強制揭露員工紅利對盈餘影響資訊之政策效果評估，會計評論，第 42 期（1 月）：115-150。(Fan, H., and C. Chen. 2006. Evaluating the mandatory disclosure effect of pro forma EPS deducted by employee bonus in Taiwan. *Journal of Accounting Review* 42 (January): 115-150.)
- 高蘭芬、陳怡凱與陳美蓮，2011，代理問題與盈餘穩健性，會計評論，第 52 期（1 月）：103-136。(Kao, L., Y. Chen, and M. Chen. 2010. Agency problems and accounting conservatism. *Journal of Accounting Review* 52 (January): 103-136.)
- 張仲岳與洪茂銓，2010，未費用化下末代員工紅利及董監酬勞超額發放狀況及其決定因素，2010 會計理論與實務研討會論文集，淡江大學會計系。(Chang, C. C., and M. C. Hung. 2010. The research of excess distribution of last un-expensed employee bonus and director compensation and its determinants. Paper presented at 2010 Accounting Theory and Practice Conference.)
- 陳俊合，2010，未費用化薪酬與超額薪酬對高階管理當局薪酬揭露之影響，會計評論，第 50 卷（1 月）：89-113。(Chen, C. 2010. The effect of unexpensed compensation and abnormal compensation on the disclosures of top management's compensation. *Journal of Accounting Review* 50 (January): 89-113.)
- 葉疏與王瑄，2009，員工分紅配股會計處理之價值攸關性探討，證券市場發展季刊，第 21 卷第 1 期（4 月）：163-194。(Yeh, S., and C. Wang. 2009. The value relevance of alternative methods of accounting for stock-based compensation. *Review of Securities and Futures Markets* 21 (April): 163-194.)
- 鄭哲惠、吳博欽與薛富井，2011，穩健會計與盈餘持續性—考慮不同組成的穩健性指標，會計評論，第 52 期（1 月）：77-101。(Cheng, C., B. Wu, and F. Shiue. 2011. Accounting Conservatism and Earnings Persistence: A consideration of conservatism index components. *Journal of Accounting Review* 52 (January): 77-101.)

- Aboody, D. 1996. Market valuation of employee stock options. *Journal of Accounting and Economics* 22 (August-December): 357-391.
- Aboody, D., M. E. Barth, and R. Kasznik. 2004. SFAS 123 stock-based compensation expense and equity market values. *The Accounting Review* 79 (April): 251-275.
- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, and M. Stanford-Harris. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77 (October): 867-890.
- Ahmed, A. S., and S. Duellman. 2011. Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting & Finance* 51 (September): 609-633.
- Baber, W. R., S. N. Janakiraman, and S. H. Kang. 1996. Investment opportunities and the structure of executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 21 (June): 297-318.
- Ball, R., and L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 (February): 83-128.
- Balsam, S., A. Reitenga, and J. Yin. 2008. Option acceleration in response to SFAS 123(R). *Accounting Horizons* 22 (March): 23-45.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (December): 3-37.
- Bell, T. B., W. R. Landsman, B. L. Miller, and S. Yeh. 2002. The valuation implications of employee stock option accounting for profitable computer software firms. *The Accounting Review* 77 (October): 971-996.
- Black, B. S. 1992. Agents watching agents: The promise of institutional investor voice. *UCLA Law Review* 39: 811-893.
- Carter, M., L. Lynch, and I. Tuna. 2007. The role of accounting in the design of CEO equity compensation. *The Accounting Review* 82 (March): 327-357.
- Chen, C. Y. 2003. Investment opportunities and the relation between equity value and employees' bonus. *Journal of Business Finance and Accounting* 30 (September-October): 941-973.
- Chhaochharia, V., and Y. Grinstein. 2009. CEO compensation and board structure. *Journal of Finance* 64 (February): 231-261.

- Chi, W., C. Liu, and T. Wang. 2009. What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 5 (June): 47-59.
- Choudhary, P., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2009. Accelerated vesting of employee stock options in anticipation of FAS 123-R. *Journal of Accounting Research* 47 (March): 105-146.
- Clinch, G. 1991. Employee compensation and firms research and development activity. *Journal of Accounting Research* 29: 59-78.
- Davidson, W. N. III, T. Pilger, and A. Szakmary. 1998. Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth. *The Financial Review* 33 (November): 17-32.
- Dicks, D. L. 2012. Executive compensation and the role for corporate governance regulation. *Review of Financial Studies* 25 (June): 1971-2004.
- Easley, D., S. Hvidkjaer, and M. O'Hara. 2002. Is information risk a determinant of Asset returns? *Journal of Finance* 57 (October): 2185-2221.
- Elayan, F. A., T. O. Meyer, and J. Li. 2007. Accelerating vesting of employee stock options to avoid expense recognition. Paper presented at the Canadian Academic Accounting Association (CAAA), Halifax, Nova Scotia.
- Elson, C. 1993. Executive overcompensation: A board-based solution. *Boston College Law Review* 34 (September): 937-996.
- Finkelstein, S., and D. C. Hambrick. 1989. Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal* 10 (March-April): 121-134.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (October): 967-1010.
- Givoly, D., C. Hayn, and A. Natarajan. 2007. Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review* 82 (January): 65-106.
- Gul, F. A., S. Y. K. Fung, and B. Jaggi. 2009. Earnings quality: Some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise. *Journal of Accounting and Economics* 47 (June): 265-287.
- Hanlon, M., S. Rajgopal, and T. Shevlin. 2003. Are executive stock options associated with future earnings? *Journal of Accounting and Economics* 36 (December): 3-43.

- Hardy, M. A. 1993. *Regression with Dummy Variables*. Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 85-107.
- Heckman, J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* 47 (January): 153-161.
- Holthausen, R., D. Larcker, and R. Sloan. 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19 (February): 29-74.
- Holthausen, R. W., and R. L. Watts. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (September): 3-75.
- Hui, K. W., S. Klasa, and P. E. Yeung. 2012. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 53 (February-April): 115-135.
- Jaggi, B., S. Leung, and F. A. Gul. 2009. Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy* 28 (July-August): 281-300.
- Khan, M., and R. L. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48 (December): 132-150.
- Kim, Y., S. Li, C. Pan, and L. Zuo. 2013. The role of accounting conservatism in the equity market: Evidence from seasoned equity offerings. *The Accounting Review* 88 (July): 1327-1356.
- Kirschenheiter, M., and N. Melumad. 2002. Can “Big Bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research* 40 (June): 761-796.
- LaFond, R., and S. Roychowdhury. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 46 (March): 101-135.
- LaFond, R., and R. L. Watts. 2008. The information role of conservatism. *The Accounting Review* 83 (March): 447-478.
- Landsman, W., M. Lang, and S. Yeh. 2007. Governance and the split of options between executive and nonexecutive employees. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22 (April): 109-138.

- Lara, J. M. G., B. G. Osma, and F. Penalva. 2009. Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies* 14 (March): 161-201.
- Minnick, K., H. Unal, and L. Yang. 2011. Pay for performance? CEO compensation and acquirer returns in BHCs. *Review of Financial Studies* 24 (February): 439-472.
- O'Barr, W. M., J. M. Conley, and C. K. Brancato. 1992. *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*. Homewood, IL: Business One Irwin.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.
- Qiang, X. 2007. The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross-sectional evidence at the firm level. *The Accounting Review* 82 (May): 759-796.
- Ortiz-Molina, H. 2007. Executive compensation and capital structure: The effects of convertible debt and straight debt on CEO pay. *Journal of Accounting and Economics* 43 (March): 69-93.
- Ramalingegowda, S., and Y. Yu. 2012. Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 53 (February-April): 98-114.
- Ryan Jr., H. E., and R. A. Wiggins III. 2001. The influence of firm-and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation. *Journal of Corporate Finance* 7 (June): 101-123.
- Sankar, M., and K. R. Subramanyam. 2001. Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research* 39 (September): 365-386.
- Shalev, R., I. X. Zhang, and Y. Zhang. 2013. CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research* 51 (September): 819-854.
- Skantz, T. R. 2012. CEO pay, managerial power, and SFAS 123 (R). *The Accounting Review* 87 (November): 2151-2179.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The Investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policy. *Journal of Financial Economics* 32 (December): 263-292.
- Tezel, A., and G. M. McManus. 2003. Disaggregating the return on equity: An expanded leverage approach. *Journal of Applied Finance* 13 (1): 66-71.

- Vennet, R. V. 1996. The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking & Finance* 20 (November): 1531-1558.
- Watts, R. L. 2003a. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (September): 207-221.
- Watts, R. L. 2003b. Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities. *Accounting Horizons* 17 (December): 287-301.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53 (January): 112-134.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey, NJ: Prentice Hall.
- Wittenberg-Moerman, R. 2008. The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: Evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics* 46 (December): 240-260.
- Zhang, J. 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics* 45 (March): 27-45.