

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

會計準則、投資人資訊不對稱對市場反應之影響

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC91-2416-H-002-035-

執行期間：91年08月01日至92年07月31日

執行單位：國立臺灣大學會計學系暨研究所

計畫主持人：李書行

計畫參與人員：蔡璧徽、謝惠媚

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 93 年 5 月 28 日

會計準則、資訊不對稱對市場反應的影響

計畫類別： 個別型計畫 整合型計畫

計畫編號：91-2416-H-002-035

執行期間：91年08月01日至92年07月31日

計畫主持人：李書行

共同主持人：

計畫參與人員：蔡璧徽、謝惠媚

成果報告類型(依經費核定清單規定繳交)： 精簡報告 完整報告

本成果報告包括以下應繳交之附件：

赴國外出差或研習心得報告一份

赴大陸地區出差或研習心得報告一份

出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份

國際合作研究計畫國外研究報告書一份

處理方式：除產學合作研究計畫、提升產業技術及人才培育研究計畫、列管計畫及下列情形者外，得立即公開查詢

涉及專利或其他智慧財產權，一年 二年後可公開查詢

執行單位：國立台灣大學會計學系暨研究所

中華民國 93年 03月 28日

一、研究動機

中國大陸證券法令規範外國人僅能在 B 股市場從事交易，此外，發行 A 股的公司，應依據中國會計準則 (Chinese GAAP) 編製財務報表，但發行 B 股的公司，需要依據國際會計準則 (International Accounting Standard, IAS) 為基礎編製會計報表。若公司股票同時在 A 股與 B 股市場交易，則需要同時依據中國會計準則與國際會計準則為基礎編製會計報表。中國大陸這種規範係認為國際會計準則規範較為嚴苛，因此，若原先在 A 股市場交易之後，又在 B 股市場交易的公司，除了依據中國會計準則編製財務報表，仍需要同時依據國際會計準則為基礎編製會計報表，提供外國人增額的會計資訊。

然而，有些學者提出，若市場是有效率的，不管財務報表使用者的型態為何，不同財務會計準則所編製出來的資訊，對報表使用者的行為影響無顯著的差異，這些學者強調財務報表需要重視充分揭露原則 (Full-disclosure principle)，而非會計準則的選擇。此外，Fuerbringer (1992)，Jarrell (1992)，Amir, Harris and Venuti (1993)，Chan and Seow (1996) 曾質疑非美國公司在美國上市需額外依據美國會計準則揭露財務報表的必要性，他們強調增額會計資訊若能提供投資人增額資訊內涵，這種規範才具意義；因此，強制揭露兩套會計原則的必要性實為一個重要的課題。

若不同會計準則所編製的資訊，提供給投資大眾的資訊內涵皆無重大差異，表示會計準則的選擇並不重要。反之，若特定準則編製的資訊，提供市場的資訊較多，則財務報表的編製基礎，應修訂為該特定準則。基於上述理由，本研究係以同時在上海 A 股市場與 B 股市場交易的公司為對象，比較國際會計準則、中國會計準則為基礎編製的會計盈餘分別與市場異常報酬的攸關性。

此外，過去文獻曾研究公司屬性與投資人組成不同，會影響盈餘宣告時市場的反應程度 (例如 Grant (1980)，Atiase (1985)，Barry and Brown (1984)，Channey and Jeter (1992)，Bartov, Radhakrishnan and Krinsky (2000))。這些文獻將不同公司依據屬性分組，測試盈餘宣告期間各組市場的反應，本研究亦測試投資人與公司資訊不對稱程度不同，市場反應是否會有所差異。

綜上，本文研究主題為：1. 測試盈餘宣告期間是否產生異常報酬，研究盈餘

的資訊內涵。2.探討異常報酬和以國際會計準則為基礎的盈餘變動關聯性，是否較以中國會計準則為基礎之盈餘變動的關聯性為高，比較兩者盈餘的攸關性。3.分析公司若資訊不對稱程度不同，市場反應是否會有所差異。

二、研究假說

Ball and Brown (1968)以 1957 至 1965 年美國公司月資料為研究對象，發現盈餘宣告期間，盈餘變動與異常報酬間呈現顯著正相關，後續研究相繼以盈餘與股票報酬的關聯性測試盈餘的資訊內涵(Freeman (1987), Kormendi and Lipe (1987), Collins and Kothari (1989))。由於同時在中國大陸 A 股與 B 股上市的公司，需揭露國際會計準則與中國會計準則為基礎的財務資訊，本研究以這些公司為研究對象，依據其年盈餘宣告期間建立假說一如下：

H₁₁: 盈餘宣告期間，B 股市場報酬反應以國際會計準則為基礎的盈餘資訊。

H₁₂: 盈餘宣告期間，B 股市場報酬反應以中國會計準則為基礎的盈餘資訊。

H₁₃: 盈餘宣告期間，A 股市場報酬反應以國際會計準則為基礎的盈餘資訊。

H₁₄: 盈餘宣告期間，A 股市場報酬反應以中國會計準則為基礎的盈餘資訊。

中國大陸證券法令規定發行 A 股的公司，需依據中國會計準則 (Chinese GAAP) 編製財務報表，但若同時發行 B 股的公司，尚需要依據國際會計準則 (International Accounting Standard, IAS) 為基礎編製會計報表。中國大陸這種規範係認為以國際會計準則為基礎編製的會計資訊，可以提供市場較多的資訊內涵。為測試以國際會計準則是否較以中國會計準則為基礎編製的盈餘，能提供市場資訊，本文建立假說二如下：

H₂: 國際會計準則為基礎的盈餘變動與市場報酬之攸關性，較中國會計準則為基礎的盈餘變動與市場報酬之攸關性為高。

會計文獻曾研究投資人擁有公司的資訊愈多，投資人與公司間資訊不對稱的程度愈小，盈餘宣告時的市場反應程度亦會愈小(例如 Grant (1980), Atiase (1985), Barry and Brown (1984), Channey and Jeter (1992), Bartov, Radhakrishnan and

Krinsky (2000))。對於外資投資較多的公司，國際媒體會多加報導，外國投資人從媒體能獲得較多資訊，亦即外國投資人和該公司間資訊不對稱程度會較低。因此，對外國人而言，盈餘資訊對外資投資低的公司較外資投資高的公司為重要，盈餘與報酬關聯性會較高。根據上述推論，本文建立假說三如下：

H₃₁: 盈餘宣告時，外資投資比例較低的公司，B 股市場報酬與盈餘變動的關聯性會較高。

H₃₂: 盈餘宣告時，外資投資比例較高的公司，B 股市場報酬與盈餘變動的關聯性會較低。

三、資料說明

本研究以 32 家同時在上海證券交易所發行 A 股與 B 股的中國大陸公司為研究對象，測試 2001 年盈餘宣告期間 B 股市場反應，上海 B 股每日收盤價資料、2001 年底 A 股與 B 股市場價值取自台灣經濟新報社資料庫，每股盈餘、盈餘宣告日亦取自台灣經濟新報社資料庫。

四、研究設計

(一) 變數定義：

1. 異常報酬：

盈餘宣告時的異常報酬率定義為實際報酬率扣除預期報酬率，預期報酬率係分別以市場模式與 Serra (1997) 二因子市場模式估計求得，這兩個模式均以 2001 年盈餘宣告日為事件日（即第 0 日），事件日前 270 日至前 21 日（-270, -21）為估計期，盈餘宣告前 20 日至盈餘宣告後 30 日（-20, 30）為測試期，以估計期的資料估計模式的參數，再以該模式求算測試期間的預期報酬率，茲說明市場模式與二因子市場模式如下：

(1) 市場模式

$$R_{i,t}^B = \alpha_i^B + \beta_i^B R_{B,t} + e_{1i,t} \quad (1)$$

$$R_{i,t}^A = \alpha_i^A + \beta_i^A R_{A,t} + e_{1i,t} \quad (1)'$$

其中， $R_{i,t}^B$ ：i 公司 t 日 B 股市場交易的報酬率。

$R_{B,t}$ ：t 日上海 B 股市場大盤指數的報酬率。

$R_{i,t}^A$ ：i 公司 t 日 A 股市場交易的報酬率。

$R_{A,t}$ ：t 日上海 A 股市場大盤指數的報酬率。

求算模式參數 $\hat{\alpha}_i^A$ ， $\hat{\alpha}_i^B$ ， $\hat{\beta}_i^A$ ，和 $\hat{\beta}_i^B$ 後，再以測試期實際報酬率扣除預期報酬率，求算異常報酬率與累積異常報酬率如 (2)、(3) 式：

$$AR_{i,t}^{MB} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i^B + \hat{\beta}_i^B R_{B,t}) \quad (2)$$

$$AR_{i,t}^{MA} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i^A + \hat{\beta}_i^A R_{A,t}) \quad (2)'$$

$$CAR_{i,\tau}^{MB} = \sum_{\tau=0}^T AR_{i,t}^B \quad (3)$$

$$CAR_{i,\tau}^{MA} = \sum_{\tau=0}^T AR_{i,t}^A \quad (3)'$$

其中， $R_{i,t}^B$ ：i 公司 t 日 B 股市場交易的報酬率 (%)。

$R_{B,t}$ ：t 日上海 B 股市場大盤指數的報酬率 (%)。

$R_{i,t}^A$ ：i 公司 t 日 A 股市場交易的報酬率 (%)。

$R_{A,t}$ ：t 日上海 A 股市場大盤指數的報酬率 (%)。

(2) 二因子模式：

$$R_{i,t}^B = \lambda_i^B + \gamma_i^B R_{B,t} + \lambda_i^A R_{A,t} + e_{2i,t} \quad (4)$$

$$R_{i,t}^A = \lambda_i^A + \gamma_i^A R_{B,t} + \lambda_i^B R_{A,t} + e_{2i,t} \quad (4)'$$

其中， $R_{i,t}$ ：i 公司 t 日 B 股市場交易的報酬率 (%)。

$R_{A,t}$ ：t 日上海 A 股市場大盤指數的報酬率 (%)。

$R_{B,t}$: t 日上海 B 股市場大盤指數的報酬率 (%)。

求算模式參數 $\hat{\lambda}_i^A$, $\hat{\gamma}_i^A$, $\hat{\lambda}_i^B$, $\hat{\gamma}_i^B$, 和 $\hat{\lambda}_i^B$ 後, 再以測試期實際報酬率扣除預期報酬率, 求算異常報酬率與累積異常報酬率如 (5) 與 (6) 式:

$$AR_{i,t}^{TWB} = R_{i,t} - (\hat{\lambda}_i^B + \hat{\gamma}_i^B R_{B,t} + \hat{\lambda}_i^A R_{A,t}) \quad (5)$$

$$AR_{i,t}^{TWA} = R_{i,t} - (\hat{\lambda}_i^A + \hat{\gamma}_i^A R_{B,t} + \hat{\lambda}_i^B R_{A,t}) \quad (5)'$$

$$CAR_{i,\tau}^{TWB} = \sum_{\tau=0}^T AR_{i,t}^{TWB} \quad (6)$$

$$CAR_{i,\tau}^{TWA} = \sum_{\tau=0}^T AR_{i,t}^{TWA} \quad (6)'$$

其中, $AR_{i,t}^{TWB}$ 為以二因子模式計算 i 公司 t 日上海 B 股股市交易的異常報酬率 (%)

$CAR_{i,t}^{TWB}$ 為以二因子模式計算 i 公司 t 日上海 B 股股市交易的累積異常報酬率 (%)。

$AR_{i,t}^{TWA}$ 為以二因子模式計算 i 公司 t 日上海 A 股股市交易的異常報酬率 (%)

$CAR_{i,t}^{TWA}$ 為以二因子模式計算 i 公司 t 日上海 A 股股市交易的累積異常報酬率 (%)。

2. 未預期盈餘 :

i 公司 2001 年的未預期盈餘 $UE_{i,k}$ 係以實際盈餘扣除盈餘的期望值求得, 而盈餘的期望值係以 k-1 期盈餘為準如 (7) 式:

$$UE_{i,k} = EPS_{i,2001} - E(EPS_{i,2001}) \quad (7)$$

其中, $E(EPS_{i,2001}) = EPS_{i,2000}$

3. 外資投資的市場價值 :

大陸證券交易法規定外國人僅能在 B 股市場交易, 個股的 B 股市場價值即是外資投資個股的市場價值, 2001 年底个股外資投資的市場價值為 2001 年底股價與流通在 B 股市場的股數相乘積。

(二) 測試方法：

1. 盈餘資訊攸關性測試

為驗證國際會計準則與中國會計準則為基礎編製的會計盈餘分別與公司股價的攸關性，本文係採用 Pearson 相關係數與回歸式檢定方法，測試盈餘宣告時期，不同會計準則所設算的未預期盈餘，與股票異常報酬的關聯性，判定國際會計準則與中國會計準則為基礎編製的盈餘資訊，何者有較佳的解釋能力。

2. 迴歸式

$$AR_{i,0}^{MB} = a_0^B + a_1^B UER_{i,k}^I + \varepsilon_{1i} \quad (8)$$

$$AR_{i,0}^{MB} = b_0^B + b_1^B UER_{i,k}^C + \varepsilon_{2i} \quad (9)$$

$$AR_{i,0}^{TWB} = c_0^B + c_1^B UER_{i,k}^I + \varepsilon_{3i} \quad (10)$$

$$AR_{i,0}^{TWB} = d_0^B + d_1^B UER_{i,k}^C + \varepsilon_{4i} \quad (11)$$

$$AR_{i,0}^{MA} = a_0^A + a_1^A UER_{i,k}^I + \varepsilon_{5i} \quad (8)'$$

$$AR_{i,0}^{MA} = b_0^A + b_1^A UER_{i,k}^C + \varepsilon_{6i} \quad (9)'$$

$$AR_{i,0}^{TWA} = c_0^A + c_1^A UER_{i,k}^I + \varepsilon_{7i} \quad (10)'$$

$$AR_{i,0}^{TWA} = d_0^A + d_1^A UER_{i,k}^C + \varepsilon_{8i} \quad (11)'$$

其中， $UER_{i,k} = \frac{UE_{i,k}}{P_{i,k-1}}$ ， $UER_{i,k}^I$ 、 $UER_{i,k}^C$ 分別有以國際會計準則與中國會計準則為基礎編製的會計盈餘，本文比較同一公司兩市場盈餘反應係數(earnings response coefficient)的大小，驗證國際與中國會計制度為基礎的會計資訊，是否存在攸關性差異。

3. 資訊不對稱對市場反應的影響

本文以個股外資投資的市場價值比例(即各公司 B 股的市場價值除以 A 股與 B 股市場總值)，作為區分資訊不對稱程度的標準，區分外資投資比例高與低兩組，

比較兩組報酬與盈餘的 Pearson 相關係數。

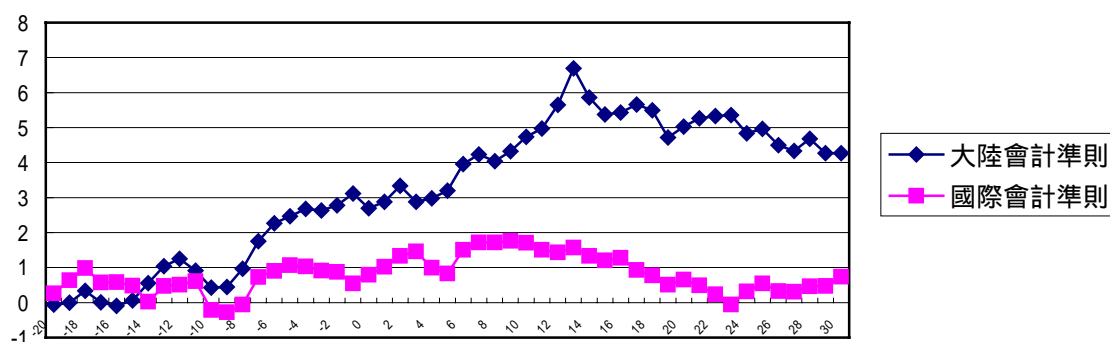
五、實證結果

(一) 盈餘宣告期間累積異常報酬

1. 市場模式估計的累積異常報酬率

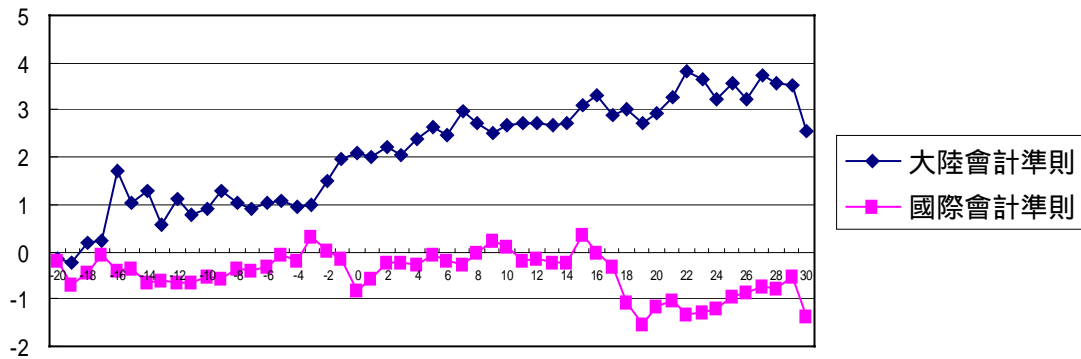
好消息組（未預期盈餘為正者）盈餘宣告期間，市場模式估計的累積異常報酬率列於圖一，以國際會計準則設算的未預期盈餘為正 ($UER_{i,k}^I > 0$) 的公司，盈餘宣告日平均 B 股異常報酬率為 0.2433，研究發現 B 股市場反應好消息的資訊。此外盈餘宣告日後第 1,2 日異常報酬率皆為正，即有盈餘宣告日後反應 (post-earning announcement reaction) 的現象；但是，以中國會計準則設算未預期盈餘為正 ($UER_{i,k}^C > 0$) 的公司，盈餘宣告日平均 A 股異常報酬率卻為 -0.4210，A 股市場並無反應好消息的資訊。

圖一 好消息組盈餘宣告期間累積異常報酬率-市場模式



壞消息組（未預期盈餘為負者）盈餘宣告期間，市場模式估計的異常報酬率列於圖二，若以國際會計準則設算未預期盈餘為負 ($UER_{i,k}^I < 0$) 的公司，盈餘宣告日 B 股平均異常報酬率為 -0.6966，顯示市場對於壞消息會產生負的異常報酬反應；但是，若以中國會計準則設算未預期盈餘為負 ($UER_{i,k}^C < 0$) 的公司，盈餘宣告日平均 A 股異常報酬率為 0.1434，顯示市場無反應壞消息的資訊。

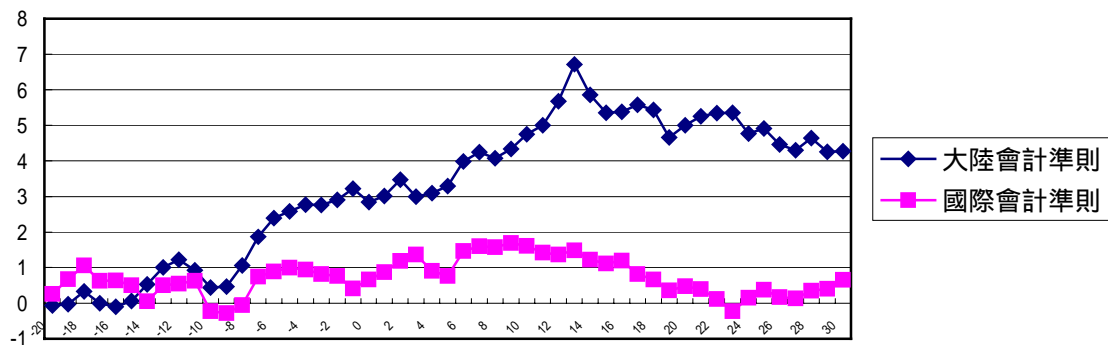
圖二 壞消息組盈餘宣告期間累積異常報酬率-市場模式



2. 二因子模式估計的異常報酬與盈餘變動的關聯性

好消息組（未預期盈餘為正者）盈餘宣告期間，二因子模式估計的異常報酬率列於圖三，若以國際會計準則設算未預期盈餘為正 ($UER_{i,k}^I > 0$) 的公司，盈餘宣告日 B 股平均異常報酬率為 0.2455，市場反應好消息的狀況，此外盈餘宣告日後第 1,2 日異常報酬率皆為正，顯示有盈餘宣告日後反應(post-earning announcement reaction)的現象；但是，若以中國會計準則設算未預期盈餘為正 ($UER_{i,k}^C > 0$) 的公司，盈餘宣告日 A 股平均異常報酬率卻為 -0.3829。

圖三 好消息組盈餘宣告期間累積異常報酬率-二因子模式

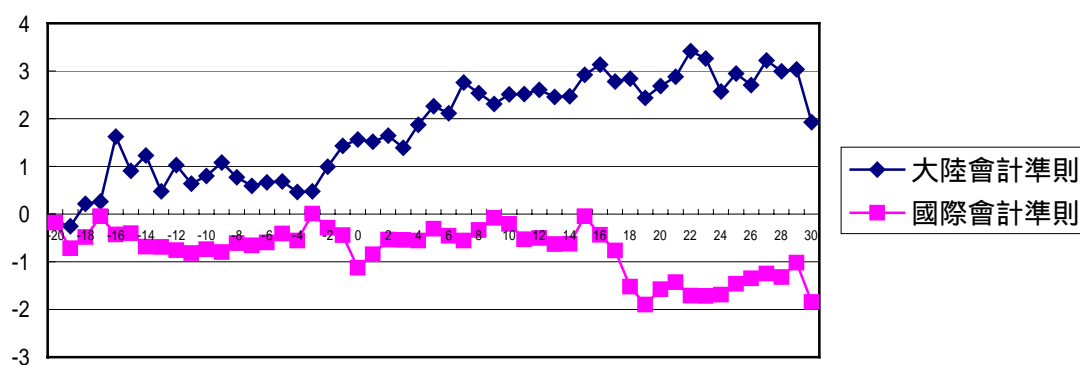


壞消息組（未預期盈餘為負者）盈餘宣告期間，二因子市場模式估計的異常報酬率列於圖四，若以國際會計準則設算未預期盈餘為負 ($UER_{i,k}^I < 0$) 的公司，盈餘宣告日平均異常報酬率為 -0.6839，顯示市場對於壞消息會產生負的異常報酬反

應；但是，若以中國會計準則設算未預期盈餘為負 ($UER_{i,k}^C < 0$) 的公司，盈餘宣告日平均異常報酬率為 0.1378，顯示市場並無反應壞消息的資訊。

上述結果顯示市場反應國際會計準則為基礎編製的盈餘資訊；然而，市場並未反應中國會計準則為基礎編製的盈餘資訊。

圖四 壞消息組盈餘宣告期間累積異常報酬率-二因子模式



(二) 未預期盈餘與盈餘宣告日異常報酬率的關聯性

1. Pearson 相關係數檢定結果

本研究變數的敘述統計量列於表 1-1，表 1-2 顯示盈餘宣告期間異常報酬率與未預期盈餘的 Pearson 相關係數，就 B 股市場而言，以市場模式、二因子市場模式估計的盈餘宣告日異常報酬率，與以國際會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^I$) 的 Pearson 相關係數分別為 0.4073 和 0.4003，5% 顯著水準下，t 統計量檢定顯著，顯示 B 股市場投資人會參酌國際會計準則為基礎的財務報表進行投資，對好消息會產生正的異常報酬率，對壞消息會產生負的異常報酬率。但是，市場模式、二因子市場模式估計的盈餘宣告日異常報酬率與以中國會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^C$) 的 Pearson 相關係數分別為 -0.0210 和 -0.0295，兩者並無呈現正相關。顯示外國投資人會以國際會計準則揭露的盈餘作投資決策，但是並無以中國會計準則揭露的盈餘作投資決策。

就 A 股市場而言，以市場模式、二因子市場模式估計的盈餘宣告日異常報酬

率，與以國際會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^I$) 的 Pearson 相關係數分別為 0.0607 和 0.0664。市場模式、二因子市場模式估計的盈餘宣告日異常報酬率與以中國會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^C$) 的 Pearson 相關係數分別為-0.0210 和 -0.0295，兩者並無呈現正相關。研究結果顯示不管是 A 股或 B 股市場，均無以中國會計準則揭露的盈餘作投資決策。

表 1-1 本研究變數之敘述性統計量

	$AR_{i,t}^{MB}$	$AR_{i,t}^{TWB}$	$AR_{i,t}^{MA}$	$AR_{i,t}^{TWA}$	$UER_{i,k}^C$	$UER_{i,k}^I$
平均數	-0.3030	-0.2947	-0.1846	-0.1655	0.0078	-0.0384
中位數	-0.1574	-0.1604	-0.5016	-0.4413	0.0000	-0.0200
最大值	2.7918	2.7101	6.3805	6.3751	0.8600	0.2600
最小值	-4.2073	-4.2835	-3.1109	-3.1680	-0.3400	-0.5300
標準差	1.2512	1.2489	1.8990	1.8858	0.2342	0.1646

表 1-2 未預期盈餘與盈餘宣告日異常報酬率的 Pearson 相關係數

	$UER_{i,k}^C$	$UER_{i,k}^I$	$AR_{i,0}^{MA}$	$AR_{i,0}^{TWA}$	$AR_{i,0}^{MB}$	$AR_{i,0}^{TWB}$
$UER_{i,k}^C$	1.0000					
$UER_{i,k}^I$	0.6659	1.0000				
$AR_{i,0}^{MA}$	-0.2448	0.0607	1.0000			
$AR_{i,0}^{TWA}$	-0.2351	0.0664	0.9984	1.0000		
$AR_{i,0}^{MB}$	-0.0210	0.4073**	0.0766	0.0831	1.0000	
$AR_{i,0}^{TWB}$	-0.0295	0.4003**	0.0682	0.0750	0.9985	1.0000

**5%的顯著水準

2.迴歸式

表 2-1 與 2-3 顯示，若以市場模式與二因子模式估算盈餘宣告日異常報酬，國際會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^I$) 之盈餘反應係數(earnings response coefficient)分別為 3.0970 和 3.0380，在 5%的顯著水準下，t 統計量檢定顯著，研究發現國際會計準則設算的盈餘資訊不能提供 A 股市場的中國大陸投資人投資決策的參考，研究結果不支持 H_{13} 。此外，表 3-2 與 3-4 顯示以中國會計準則設算的未預期盈餘($UER_{i,k}^C$)的盈餘反應係數分別為-1.9854 和-0.1124，t 統計量均未顯著，

無法證實中國會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^I$) 具有資訊攸關性，不支持假說 H_{12} 。

表 3-1 與 3-3 顯示，若以市場模式與二因子模式估算盈餘宣告日異常報酬，國際會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^I$) 之盈餘反應係數(earnings response coefficient)分別為 0.7002 和 0.7610，t 統計量檢定不顯著。研究發現國際會計準則設算的盈餘資訊有資訊內涵，能提供 B 股市場的外國投資人投資決策的參考，研究結果不支持 H_{13} 。然而，以中國會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^C$) 的盈餘反應係數分別為-0.1124 和-0.1574，t 統計量均未顯著，無法證實中國會計準則設算的未預期盈餘 ($UER_{i,k}^I$) 具有資訊攸關性，不支持假說 H_{14} 。

比較 B 股市場報酬率與兩種會計制度盈餘的關係，B 股市場報酬與國際會計準則設算的盈餘有顯著相關，但是，B 股市場報酬與中國會計準則設算的盈餘不相關，研究結果顯示外國人會參酌國際會計準則為基礎的資訊，但不會參酌中國會計準則為基礎的資訊，對外國人而言，國際會計準則為基礎的會計資訊較具資訊攸關性，實證結果支持假說二。然而，比較 A 股市場報酬率與兩種會計制度盈餘的關係，A 股市場報酬與國際、中國會計準則設算的盈餘均不相關，研究結果顯示中國大陸人民不會參酌國際或中國會計準則為基礎的資訊。

表4 未預期盈餘與B股市場異常報酬率迴歸式結果

$$2-1 \quad AR_{i,0}^{MB} = a_0^B + a_1^B UER_{i,k}^I + \varepsilon_{li} \quad (8)$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^I$	3.097032	2.442797	0.0207
Constant	-0.183932	-0.871537	0.3904
R-squared	0.165908		
Adjusted R-squared	0.138105		

$$2-2 \quad AR_{i,0}^{MB} = b_0^B + b_1^B UER_{i,k}^C + \varepsilon_{2i} \quad (9)$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^C$	-0.112378	-0.115227	0.9090
Constant	-0.302096	-1.343154	0.1893
R-squared	0.000442		=
Adjusted R-squared	-0.032876		

$$2-3 \quad AR_{i,0}^{TWB} = c_0^B + c_1^B UER_{i,k}^I + \varepsilon_{3i} \quad (10)$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^I$	3.038070	2.392583	0.0232
Constant	-0.177949	-0.841885	0.4065
R-squared	0.160239		=
Adjusted R-squared	0.132247		

$$AR_{i,0}^{TWB} = d_0^B + d_1^B UER_{i,k}^C + \varepsilon_{4i} \quad (11)$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^C$	-0.157375	-0.161696	0.8726
Constant	-0.293496	-1.307596	0.2009
R-squared	0.000871		=
Adjusted R-squared	-0.032434		

表3 未預期盈餘與A股市場異常報酬率迴歸式結果

$$3-1 \quad AR_{i,0}^{MA} = a_0^A + a_1^A UER_{i,k}^I + \varepsilon_{5i} \quad (8)'$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^I$	0.700185	0.332932	0.7415
Constant	-0.157687	-0.450427	0.6556
R-squared	0.003681		=
Adjusted R-squared	-0.029529		

$$3-2 \quad AR_{i,0}^{MA} = b_0^A + b_1^A UER_{i,k}^C + \varepsilon_{6i} \quad (9)'$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^C$	-1.985411	-1.383063	0.1769
Constant	-0.169089	-0.510758	0.6133
R-squared	0.059940		=
Adjusted R-squared	0.028605		

$$3-3 \quad AR_{i,0}^{TWA} = c_0^A + c_1^A UER_{i,k}^I + \varepsilon_{7i} \quad (10)'$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^I$	0.761034	0.364540	0.7180
Constant	-0.136226	-0.392001	0.6978
R-squared	0.004410		=
Adjusted R-squared	-0.028776		

$$3-4 \quad AR_{i,0}^{TWA} = d_0^A + d_1^A UER_{i,k}^C + \varepsilon_{8i} \quad (11)'$$

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
$UER_{i,k}^C$	-0.112378	-0.115227	0.9090
Constant	-0.302096	-1.343154	0.1893
R-squared	0.000442		=
Adjusted R-squared	-0.032876		

3. 資訊不對稱對盈餘反應的影響

表 4-1 與 4-2 顯示外資投資比例高與低兩組，盈餘宣告日異常報酬率與未預期盈餘 Pearson 相關係數，若以市場模式估計 B 股異常報酬率，以國際會計準則設算未預期盈餘，外資投資比例低、高組盈餘的 Pearson 相關係數分別為 0.5004 和 0.2057。若以二因子模式估計 B 股異常報酬率，外資投資比例高與低組的 Pearson 相關係數分別為 0.5039 和 0.1897，研究結果顯示外資投資比例低組，盈餘宣告日異常報酬率與未預期盈餘相關性較高。表示外資投資低組，外國投資人和該公司間資訊不對稱程度較高，亦即盈餘資訊對外國投資人較為重要，實證結果支持假說 H₃₁。

若以市場模式估計 B 股異常報酬率，以中國會計準則設算未預期盈餘，外資投資比例低、高組盈餘的 Pearson 相關係數分別為 0.0097 和 -0.1574。若以二因子模式估計 B 股異常報酬率，外資投資比例高與低組的 Pearson 相關係數分別為 0.0045 和 -0.1872，研究結果顯示 B 股異常報酬率均無以中國會計準則設算的未預期盈餘有關。外國投資人和該公司間資訊不對稱程度較高，亦即盈餘資訊對外國投資人較為重要，實證結果不支持假說 H₃₂。

表 4 外資投資比例高低組異常報酬率與未預期盈餘的 Pearson 相關係數
4-1 外資投資比例低組

	$UER_{i,k}^C$	$UER_{i,k}^I$	$AR_{i,0}^{MA}$	$AR_{i,0}^{TWA}$	$AR_{i,0}^{MB}$	$AR_{i,0}^{TWB}$
$UER_{i,k}^C$	1.0000					
$UER_{i,k}^I$	0.6994	1.0000				
$AR_{i,0}^{MA}$	-0.3615	0.1145	1.0000			
$AR_{i,0}^{TWA}$	-0.3485	0.1369	0.9988	1.0000		
$AR_{i,0}^{MB}$	0.0097	0.5004**	0.3400	0.3630	1.0000	
$AR_{i,0}^{TWB}$	0.0045	0.5039**	0.3295	0.3526	0.9989	1.0000

4-2 外資投資比例高組

	$UER_{i,k}^C$	$UER_{i,k}^I$	$AR_{i,0}^{MA}$	$AR_{i,0}^{TWA}$	$AR_{i,0}^{MB}$	$AR_{i,0}^{TWB}$
$UER_{i,k}^C$	1.0000					
$UER_{i,k}^I$	0.6817	1.0000				
$AR_{i,0}^{MA}$	0.2169	0.1123	1.0000			
$AR_{i,0}^{TWA}$	0.1722	0.0727	0.9973	1.0000		
$AR_{i,0}^{MB}$	-0.1574	0.2057	-0.3934	-0.4001	1.0000	
$AR_{i,0}^{TWB}$	-0.1872	0.1897	-0.3914	-0.3969	0.9986	1.0000

**5%的顯著水準

六、結論

本研究發現：1.盈餘宣告期間，B 股市場會反映以國際會計準則設算的未預期盈餘資訊；但是，A 股與 B 股市場均未反應以中國會計準則設算的未預期盈餘資訊。2.本研究證實國際會計準則為基礎編製的盈餘與 B 股股票報酬的攸關性，較中國會計準則為高。3.外資投資金額較低，盈餘宣告日 B 股異常報酬與未預期盈餘相關性較高，表示外國投資人和公司間資訊不對稱程度關係，會影響外國人投資(B 股)市場對盈餘資訊的反應。

參考文獻

- Amir, E., Harris, T. S. and Venuti, E. K., 1993, A comparison of the value-relevance of U.S. versus and non-U.S. GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations, *Journal of Accounting Research* 31, 230-264.
- Atiase, R., 1985, Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements, *Journal of Accounting Research* 23, 21-36.
- Barry, C., and Brown, S., 1984, Differential information and the small firm effect, *Journal of Financial Economics* 13, 283-294.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S. and Krinsky, I., 2000, Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements, *The Accounting Review* 75, 43-63.
- Beaver, W. H., 1968, The information content of annual earnings announcements, empirical research in accounting, *Journal of Accounting Research* 6, 179-192.
- Brennan, M. J., and Cao, H. H., 1997, International portfolio investment flows, *Journal of Finance* 52, 1851-1880.
- Chan, K.C. and Seow, G. S., 1996, The association between stock returns and foreign GAAP earnings versus earnings adjusted to U.S. GAAP, *Journal of Accounting and Economics* 21, 139-158.
- Chaney, P. K. and Jeter, D. C., 1992, The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients, *Contemporary Accounting Research* 8, 540-560.
- Collins, D. and Kothari, W., 1989, An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients, *Journal of Accounting and Economics* 11, 143-181.
- Coval, J. D. and Moskowitz, T. J., 1999, Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios, *Journal of Finance* 54, 2045-2073.
- Fisher, G. and McAleer, M., 1981, Alternative procedures and associated tests of significance for Non-Nested hypothesis, *Journal of Econometrics*, 16, 103-119.
- Freeman, R. N., 1987, The association between accounting earnings and security returns

- for large and small firms, *Journal of Accounting and Economics* 9, 195-228.
- Freeman, R. N., 1987, The association between accounting earnings and security returns for large and small firms, *Journal of Accounting and Economics* 9, 195-228.
- Fuerbringer, J., 1992, S.E.C. says no on German stocks, *New York Times*.
- Godfrey, L. (1983), Testing Non-nested Models after estimation by instrumental variables or least squares, *Econometrica* 51, 355-365.
- Grant, E., 1980, Market implication of differential amounts of interim information, *Journal of Accounting Research* 18, 255-268.
- Huberman, G., 2001, Familiarity breeds investment, *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
- Jarrell, G., 1992, SEC crimps big board's future, *Wall Street Journal*.
- Kim, O. and R. E. Verrecchia, 1997, Market reaction to anticipated announcements, *Journal of Financial Economics*, 273-310.
- Serra, A. P., 1997, The valuation impact of dual-listing on international exchanges: The case of emerging markets' stocks, Working paper, University of London Business School.