

國立臺灣大學財務金融學系

碩士論文

Department of Finance

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

公司資訊揭露程度影響因素之探討

A Study on the Factors of
Firm's Information Disclosure

陳昱均

Yu-Chun Chen

指導教授：陳業寧 博士

Advisor: Yehning Chen, Ph.D.

中華民國 99 年 6 月

June, 2010

中文摘要

本文探討影響國內上市櫃公司資訊揭露程度之因素。文中將影響因素依其性質分為四大類：公司財務特性、產業特性、企業外部機構投資人持股狀況、企業內部董監、大股東、經理人持股狀況，分別設定假說，定義自變數，以證基會對各上市櫃公司資訊揭露程度評鑑的結果量化後作為應變數加以探討。

由迴歸結果發現，公司資產、公司為製造業、電子業、金融業、外資持股比率、政府機構持股比率、本國金融機構持股比率、本國公司法人持股比率，皆與資訊揭露程度皆呈顯著正相關；而負債佔資產比率、董監持股比率與資訊揭露程度呈顯著負相關。流動比率、每股盈餘、本國信託基金持股比率與資訊揭露程度呈弱項正相關；十大股東(不含董監)持股比率、董監質押比與資訊揭露程度呈弱項負相關；其餘變數與資訊揭露程度呈不顯著相關。

本文亦探討影響企業資訊揭露透明度變化的因素。迴歸結果發現流動比率之變動、公司市場集中度之變動、政府機構持股比率之變動，皆與資訊揭露程度之變動呈顯著或弱項正相關；資產之變動、資產報酬率之變動、本國公司法人持股比率之變動與資訊揭露變動程度呈弱項負相關；其餘變數為不顯著相關。

關鍵字：資訊揭露程度、財務比率、機構投資人持股、公司治理

Abstract

This paper investigates the factors of firm's information disclosure. Factors can be classified into four parts. (1) corporate financial characteristics (2) industrial characteristics (3) stock holders (external-firms) (4) stock holders (internal-firms). This study posits hypotheses about the factors of firm's information disclosure. Multiple regression analysis is conducted to test these hypotheses.

The regression result of *Equation (1)* shows that statistically significant positive relationships exist between *Index (1)* (degree of information transparency) and the variables as following: firm's assets, manufacturing industry, electronic industry, financial institute, the stocks holding ratio by foreign capital, domestic government, financial institute, corporate. There exist significant negative relationships between *Index (1)* and debt ratio, stocks holding ratio by directors and supervisors. There exist weak positive relationships between *Index (1)* and current ratio, EPS, the stocks holding ratio by domestic trust company. And weak negative relationship between *Index (1)* and top ten stock holders, pledge ratio of stocks hold by directors and supervisors. Other variables are not significantly related to index 1.

The regression result of *Equation (2)*, and *Equation (3)* shows that statistically weak or significant positive relationships exist between *Index (2)*, *Index (3)* (change of information transparency degree) and change of current ratio, change of Herfindalh-Hirschman Index (HHI), change of stock holding ratio by government. Also shows that

statistically weak negative relationships exists between *Index (2)*, *Index (3)* and change of firm's assets, change of ROA, change of stock holding ratio by domestic corporate. Other variables are not significantly related to *Index (2)*, *Index (3)*.

Key works: information disclosure, transparency, HHI, stock holding ratio, net value



致謝

本論文得以順利完成，首先要感謝陳業寧老師對我的照顧與幫助，讓我能順利找到研究領域與方向，師恩浩瀚，永誌於心。也感謝胡星陽老師、陳明園老師擔任我的口試委員，在口試時提出寶貴的意見與指正，讓本論文得以更加完善周密，在此謹致衷心的謝意。

謝謝家人們的鼓勵與體諒，儘管求學中停滯了兩年的時光，大家的支持與包容，讓我在工作下班後的閒暇時間，有動力完成學業，謹以此論文獻給養育栽培我的父母親，我能有今日的成就，全要謝謝你們一路提攜我長大，提供這麼快樂的家庭和這麼好的求學環境；也要謝謝未婚夫俊諺，許多適合出遊的好天氣，你都陪伴著我坐在電腦前面，幫我克服了許多電腦出現的狀況，很謝謝你的體諒與包容；還有謝謝妹妹你的統計軟體和技術指導，讓我少花了許多時間。

願將所有的喜悅與榮耀，與家人及所有關心我的人一同分享。

陳昱均

謹誌於台大財務金融研究所

民國九十九年六月

目錄

中文摘要	I
ABSTRACT.....	II
致謝	IV
目錄	V
圖目錄	VII
表目錄	VII
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 論文架構	4
第二章 文獻探討	6
第一節 資訊透明之重要性	6
第二節 影響透明度評等之因素	8

第三章 研究方法	11
第一節 假說建立	11
一、公司財務特性.....	11
二、產業特性.....	15
三、企業外部機構投資人持股狀況.....	16
四、企業內部董監、大股東、經理人持股狀況.....	18
第二節 變數定義、樣本選取、資料來源	21
一、應變數.....	21
二、自變數.....	25
第三節 研究方法	34
第四章 迴歸結果與分析	39
第五章 結論與建議	54
第一節 研究結論	54
第二節 研究限制	56
第三節 研究建議	58
參考文獻	59

圖目錄

圖 1 本論文之研究架構圖	5
---------------------	---

表目錄

表 1 假說一覽表	20
表 2 證基會資訊揭露評鑑各屆資訊	22
表 3 資訊揭露程度量化表 <i>INDEX(1)</i>	23
表 4 前後年間資訊揭露程度變化量化表 <i>INDEX(2)</i>	23
表 5 前後年間資訊揭露程度變化量化表 <i>INDEX(3)</i>	24
表 6 TEJ 產業別分類	28
表 7 假說、變數、預期符號與資料來源	32
表 7 假說、變數、預期符號與資料來源(續)	33
表 8 自變數間的相關係數	38
表 9 <i>INDEX(1)</i> 迴歸結果	42
表 9 <i>INDEX(1)</i> 迴歸結果(續)	43
表 10 <i>INDEX(2)</i> 迴歸結果	44
表 10 <i>INDEX(2)</i> 迴歸結果(續)	45
表 11 <i>INDEX(3)</i> 迴歸結果	46
表 11 <i>INDEX(3)</i> 迴歸結果(續)	47
表 12 迴歸結果總表	48
表 12 迴歸結果總表(續)	49

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

自2001年以來，美國安隆（Enron）、世界通訊（WorldCom）、環球電訊（Global Crossing）、泰可（Tyco）、全錄（Xerox）陸續發生會計醜聞及破產，投資大眾對資本市場失去信心，因此全球的證管機關更為要求提高公司的資訊透明度。此外，近年來金融風暴橫掃世界，全球景氣大受衝擊，總體經濟環境不穩定，對國內外企業營運獲利造成了絕對的影響。

國內2004博達¹偽造假交易對手，虛增應收帳款，美化財務報表；同年訊碟²手法大同小異，以虛買虛賣方式進行假交易，藉以美化帳面，再據以發行海外可轉換公司債，經由特定對象承購，轉換成公司股票後，在集中市場出脫持股。2005年嘉食化公司³合併報表編制不符一般公認會計原則，未適當評估以成本衡量之金融資產及長期股權投資價值減損情形，為關係人背書保證未作適當揭露，未評估發生或有損失之可能性；2005年力霸⁴之財務報告，未適當查明報表編制內容不符一般公認會計原則，未依規定查明關係人間交易往來情

¹ 93年度偵字第5695, 9629, 6671, 7406, 9426, 9425, 9101, 9427號

² 94年台上字第1433號

³ 96年金管會裁決書 金管證六字第0960003941號

⁴ 96年金管會裁決書 金管證六字第0960003938號

形，未依規定查明關係人間交易往來情形，未適當查明長期股權投資處分損益之合理性並妥適評估未收回價款之回收可行性，未適當評估以成本衡量之金融資產及長期股權投資價值減損情形，未評估發生或有損失之可能性；上市傳統產業和科技公司陸續傳出弊案：皇統、太電掏空案、茂矽內線交易案及宏達科等公司等等地雷股一一引爆，更造成這些上市公司股價嚴重下跌，造成投資人重大損失。

一般民眾不免產生政府對上市公司監控機制失靈與會計師專業威信之疑慮，國內政府也針對企業必要的資訊揭露做了各項規範，民國九十三年起由台灣證交所及證券櫃買中心委託證券暨期貨市場發展基金會(本文以下簡稱證基會)對各上市上櫃公司進行資訊揭露程度的評鑑。至今已有七年且高達五千多筆的評鑑結果，以求提升企業資訊揭露的透明度，落實公司治理。

第二節 研究目的

對企業而言，強化資訊透明度，提升投資人信心，可增加企業價值，降低企業籌資成本，然而從證基會實行資訊揭露評鑑至今，行之七年，卻仍有些公司選擇高資訊揭露程度，有些公司選擇低資訊揭露程度，究竟原因為何？本文即在探討對企業而言，有哪些誘因會使其提升資訊揭露程度？又有哪些誘因會使其降低資訊揭露程度？

本文將依公司財務特性、產業特性、企業外部機構投資人持股狀況、企業內部董監、大股東、經理人持股狀況共四個特性設定假說，選擇變數，加以討論影響資訊揭露程度之因素，參考國內外文獻中的假說與變數加以探討，使用資訊揭露評鑑第三屆至第七屆，也就是民國94年至98年公司的樣本資料，並與相關文獻中的理論及實證結果相互驗證，以了解本文實證結果與國內外實證結果是否存在差異。

第三節 論文架構

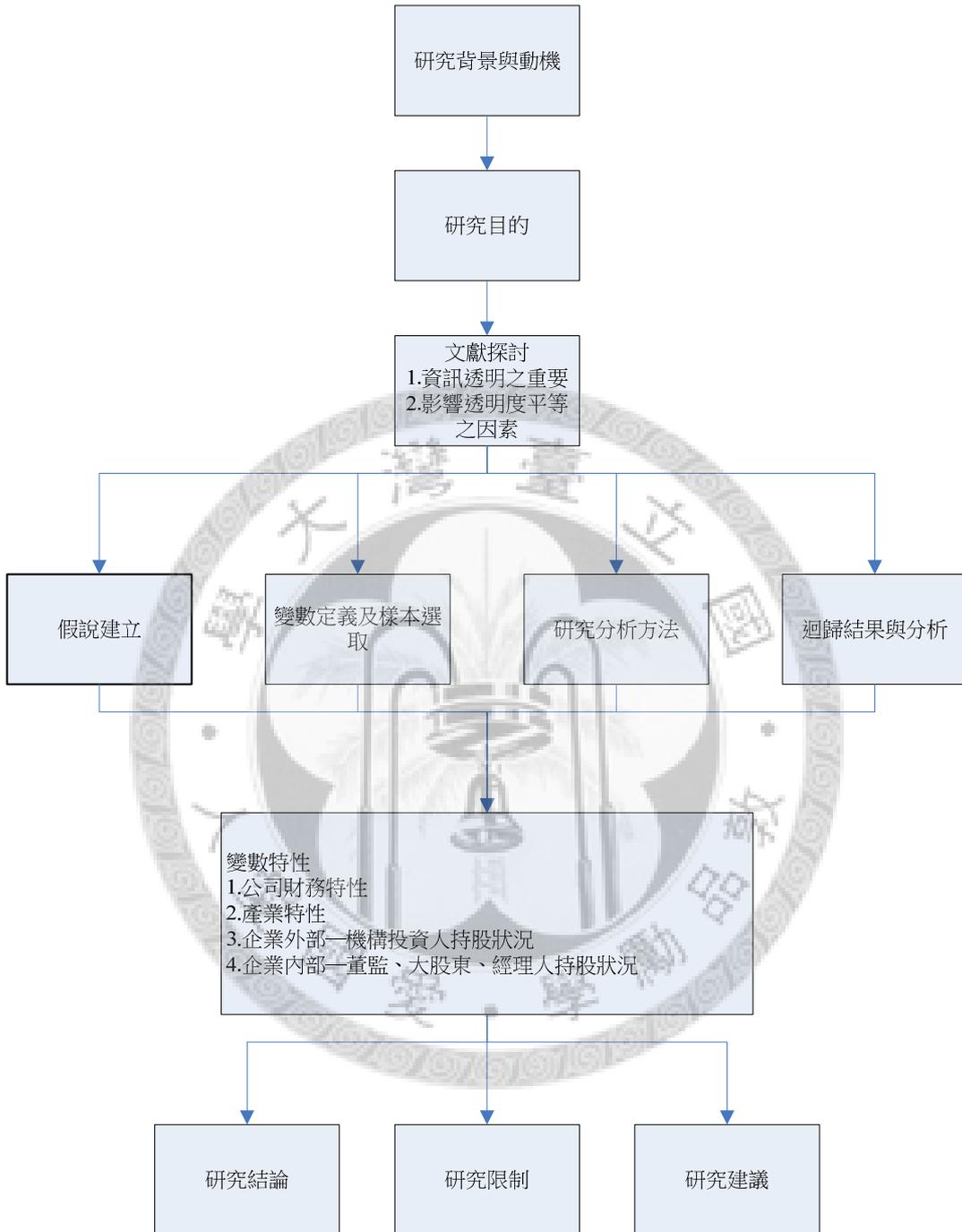
本文第二章為文獻探討。其中第一節探討資訊透明之重要性，第二節則討論影響企業資訊透明度之因素。

第三章介紹本論文的研究方法。我們參考文獻探討中影響資訊透明度之因素，依據其他學者之理論與實證，設定本文之假說。依據影響因素的性質，假說可分為公司財務特性、產業特性、企業外部機構投資人持股狀況、企業內部人（董監、大股東、經理人）持股狀況四部分。假說後定義變數，並建立三個迴歸式。

第四章為迴歸分析所得出之研究結論，以表9、表10、表11呈現迴歸式一至三之迴歸結果；並以表12呈現各迴歸式結果之異同。

第五章為研究結論，比較迴歸結果與假說推論間的是否一致；接著提出本文之研究限制，樣本統計方法與樣本品質中存在之瑕疵；最後為本文之研究建議。

圖 1 本論文之研究架構圖



第二章 文獻探討

第一節 資訊透明之重要性

Spence (1973)提出訊息發射理論，認為在資訊不對稱下，擁有資訊的一方可藉由行動來傳遞真實且有價值的資訊給無資訊者，以消除或降低資訊不對稱所造成的逆選擇問題，因此企業經營者在營運狀況較佳時，揭露訊息給投資者的意願提升。Beaver (1998) 認為充分揭露資訊有助於減輕逆選擇及道德危險的問題。

Penman (1980) 以訊息發射理論分析公司績效與自願性盈餘預測揭露之關係，結果顯示主動揭露盈餘預測之公司平均具有較高的報酬率。Lev and Penman (1993) 發現有好消息的公司會主動揭露盈餘預測，而有壞消息的公司則是不會揭露。

Amihud and Mendelson (1986) 指出資訊不對稱與不確定性會造成買賣價差，而買賣價差的擴大則使交易成本提高，投資人為彌補買賣價差造成交易成本，便會提高資金成本。

Diamond and Verrecchia (1991) 認為加強資訊的揭露，可減少買賣價差，提高投資人對公司股票的購買意願，有助於增加股票之流動性，降低公司的權益資金成本。

Healy, Palepu (1993) 提出透過法規的制定，或企業管理者與投資人簽訂合約，要求管理者提高資訊揭露程度，減少投資人錯誤評價的機會，以達到降低資訊不對稱，提升市場效率之目標。

Meek et al. (1995) 指出，在競爭激烈的資本市場上，公司若能自願揭露資訊，來協助投資人評估目前與未來現金流量的時間與不確定性，降低投資人的疑慮，將可以較佳的條件取得資金。



第二節 影響透明度評等之因素

隨著資訊揭露理論的發展，從1990年代開始，世界各地的學者也對影響資訊揭露程度的因素，陸續加以實證探討。Cooke(1991)以日本48家公司為樣本，發現公司規模與自願性揭露程度具有顯著的正相關，且上市公司與製造業之自願性揭露程度較高。

Forker(1992)以美國182家公司為樣本，指出董事是否兼任經理人與資訊揭露品質呈顯著的負相關。Malone et al.(1993)以美國125家公司為樣本，指出負債權益比、股東人數與資訊揭露程度呈顯著正相關。

Hossain et al.(1994)以馬來西亞69家上市公司為樣本，實證顯示公司規模、所有權集中度、負債比例與資訊揭露程度成顯著正相關。1995以紐西蘭55家上市公司為樣本，實證顯示公司規模、負債比例與資訊揭露程度呈顯著正相關。

Meek等人 (1995) 以美國116家跨國公司、英國64家跨國公司，以及歐洲46家跨國公司，探討影響其年度財務報表自願性揭露程度的因素，包括公司規模、地區別、產業別、負債比率、國外營運程度、獲利率及國際上市地位等七項。

金志遠(2000)以台灣280家上市公司為樣本，實證結果顯示家族占

董事席次比例、獨立法人董事席次比例與資訊揭露程度呈顯著負相關。

李孟芳(2003)將以民國90年度上市電子公司為研究樣本，實證結果顯示董事持股比例的增加，會降低企業財務資訊揭露品質之水準。管理階層之持股率與企業財務資訊揭露品質呈未達統計上顯著水準之負相關。

黃文玲(2004)研究結果顯示，組織規模、獲利能力、舉債程度、是否為資訊電子業，以及機構法人持股比例，與公司網站的資訊透明度具有顯著的正向關聯性；董監持股以及獨立董監等公司治理相關變數則不具顯著性。

陳冠宙等人(2005)實證結果發現，影響網站資訊透明度的因素，在公司內部股權構面方面，大股東持股比率越高，資訊透明度越差，但監事持股比率高，資訊透明度越佳。在公司特性構面，使用槓桿程度(負債比率)越高，資訊透明度越差，電子業公司資訊透明度明顯較非電子業公司的資訊透明度為佳。至於公司外部股權特性方面，公營機構投資持股比、本國金融機構投資持股比、以及外資持股比率等三項比率越高的公司，其資訊透明度越好。

林岳賢(2006)以270家國內上市電子業公司，使用證基會之資訊

揭露評鑑，實證結果顯示，獨立董事之比例愈高、管理人持股比率愈高、政府及金融機構持股比率愈高、本國法人持股比率愈高及外資法人持股比率愈高，資訊揭露透明度愈高；而大股東持股比率與資訊揭露透明度呈顯著的負相關，顯示隨著大股東持股比率的增加，資訊揭露透明度愈低。

鄧宏旭(2006)以台灣上市電子業為樣本，使用證基會之資訊揭露評鑑，得到迴歸結果如下：除「外資持股比率」對年報揭露成正相關外，其他股權結構與董監結構的變數與年報揭露未有顯著影響；「每股盈餘」與「資產報酬率」對年報揭露呈正相關。

本文於第三章研究方法之第一節假說建立，會依假說之內容，分別敘明相關之文獻。

第三章 研究方法

第一節 假說建立

以下依據企業各種特性，將假說分為四部分加以陳述：一、公司財務特性 二、產業特性 三、公司外部機構投資人持股狀況 四、公司內部董監、大股東、經理人持股狀況。

一、公司財務特性

完全競爭市場、獨占市場、獨占性競爭市場、寡占市場，皆為經濟學中常運用到的模型。而在利潤越高，或者進入障礙越低的狀態下，公司為了避免同業的競爭，會降低資訊透明度，使得潛在競爭公司難以取得有效資訊，進入市場與之競爭。

然而相反的，Lev and Penman (1990)ⁱ指出，依據訊息發射理論，當管理當局和投資者間存在資訊不對稱的情況時，公司的淨利率越高，表示公司的營運狀態良好，經理人極可能提升資訊揭露的意願，來提升投資人對該公司之信心。朱嘉文（2001）、顏信輝及鄭程鴻（2001）之研究結果均發現公司獲利能力與網路財務報導具有正向之關聯性。因此提出下列假說：

假說1. (a)：利潤(淨利率)越高的公司資訊透明度越佳。

而「進入市場的障礙」則可使用資產規模來衡量。Cooke(1991)、Wallace, Naser and Mora (1994)、Hossain et al (1995)、Meek et al (1995)、Neu, Warsame and Pedwell (1998)、Naser (1998)、Chen and Jaggi (2000) Debreceeny、葉銀華(2001)、Gray and Rahman (2002)等學者研究顯示公司規模與資訊揭露程度成顯著正相關。Ashbaugh et al. (1999)、Pirchegger and Wagenhofer (1999)以及Debrency et al. (2002)等皆發現公司規模與透過網路揭露資訊成正向的關係。故建立以下假說：

假說1. (b)：資產規模越大的公司資訊透明度越好。

對企業而言，庫藏股可以用來操作股票價格，美化報表，配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用，同時使經營者擁有更大的投票權，在公司庫藏股比率高的狀態下，無論是註銷庫藏股，或提高股票售價再拋售，為了提升市場上股票流通性，公司皆願意提升資訊揭露程度，使投資人對公司的價值有信心。建立以下假說：

假說1. (c)：庫藏股票比率越高的公司資訊透明度越好。

Jensen and Meckling (1976) 認為公司舉債比率愈高，股東愈有誘因追求高風險投資計畫，排擠債權人之債權。因此，當公司欲以舉債方式募集資金時，為取得債權人的信任及同意，通常會揭露較多資訊，以降低債的代理成本。Malone et al. (1993), Hossain et al. (1995) 研究顯示負債權益比與揭露程度顯著正相關。Bradbury (1992), Ahmed and Courtis (1999) 研究顯示財務槓桿度與資訊透明度顯著相關。然而國內學者朱嘉文 (2001)，陳冠宙、陳育成、陳雪如(2005) 實證研究顯示使用槓桿程度(負債比率)愈高，資訊透明度愈差。建立以下假說：

假說1(d)：負債權益比越高的公司資訊透明度越佳。

在公司為短期融資的狀態下，為了短期內周轉、取得資金的成本下降，通常願意揭露更多的資訊，來增加投資人、債權人的信心；反之，長期融資狀態下，企業沒有短期內融資、還款之壓力，企業經營者揭露資訊之意願可能較低。因此建立以下假說：

假說1(e)：長期資金佔固定資產比率越高的公司資訊透明度越差。

流動比率為流動資產除以流動負債，用來說明短期償債能力，流動比率越高表示公司短期償債能力越強，企業較無短期融資、周轉之需求，如前段所敘述，經營者資訊揭露意願可能較低；然而，流動比率越高同時也表示公司體制越健全，經營者越願意將該訊息傳遞給投資者，建立以下假說：

假說1(f)：流動比率越高的公司資訊透明度越佳。



二、產業特性

市場集中度最高之極端為獨占市場，再來為寡占市場，在可能傾向於聯合壟斷的狀態下，往往不願意將資訊提供社會大眾，降低資訊揭露。而若沒有壟斷的行為發生，則為了避免競爭同業取得相關資訊，也會降低資訊揭露。相反的，在接近完全競爭市場下的模型，市場中已存在完全資訊。建立以下假說：

假說2. (a)：市場集中度越高的公司資訊透明度越差。

不同產業是否資訊揭露程度有所差異？Cooke (1991) 研究發現製造業的資訊揭露程度較非製造業為高。Kasznik and Lev(1995)認為高科技產業在初期經營階段，由於高風險，股價波動較大，公司願意提高資訊揭露程度以維持投資人信心。葉銀華 (2001) 發現電子業的網頁資訊揭露較非電子業佳。顏信輝、鄭程鴻 (2001) 發現金融業資訊揭露程度最高，緊接著為電子業，而電子業較其他產業更著重即時性資訊的提供。建立以下假說：

假說2. (b)：與非電子業相比較，電子業資訊透明度較佳。

假說2. (c)：與非製造業相比較，製造業資訊透明度較佳。

假說2. (d)：與非金融業相比較，金融業資訊透明度較佳。

三、企業外部機構投資人持股狀況

金志遠 (2000)、葉銀華 (2001) 等研究發現，外資、政府持股比率等外來持股的股權結構與年報自願性揭露間有顯著之正向相關。Naser, Al-Khatib and Karbhari (2002) 等研究發現，外資及政府持股比率與公司資訊揭露程度成不顯著的負相關。Eng and Mak (2003) 也發現當政府持股較多時，企業有較高的自願性揭露程度。陳冠宙、陳育成、陳雪如(2005)研究顯示公營機構投資持股比、本國金融機構投資持股比、以及外資持股比率等三項比率越高的公司，其資訊透明度越好。林岳賢(2006)實證結果顯示，政府及金融機構持股比率愈高、本國法人持股比率愈高及外資法人持股比率愈高，資訊揭露透明度愈高。建立以下假說：

假說3. (a)：外資投資持股比率越高的公司資訊透明度越好。

假說3. (b)：政府機構投資持股比率越高的公司資訊透明度越好。

假說3. (c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司資訊透明度越好。

假說3. (d)：本國信託基金投資持股比率越高的公司資訊透明度越好。

Healy et al. (1999) 研究顯示，公司自願性揭露水準提升時，投資人會上修公司股價，並引發其他機構投資人及分析師對該公司股票的兴趣。Bushee and Noe (2000) 亦證實公司資訊揭露評等愈高時，其法人持股也愈高。

假說3. (e)：本國公司法人投資持股比率越高的公司資訊透明度越好。



四、企業內部董監、大股東、經理人持股狀況

Chen and Jaggi (2000) 發現獨立董事比率提升，將會促使管理當局揭露更多的公司攸關資訊，以提高公司之資訊透明度。陳冠宙、陳育成、陳雪如(2005)研究顯示監事持股比率高，資訊透明度越佳。

假說 4.(a)：董監事持股比例越高的公司資訊透明度越佳。

股權結構對公司價值有何影響？存在兩派對立假說。Jensen and Meckling (1976)所提出的利益收斂假說 (convergence of interest hypothesis)，認為管理者持股比率愈高，個人利益與公司利害關係人(外部股東、債權人)利益一致，愈有意願提公司的價值。而Jensen and Bubb (1983)提出職位鞏固假說(entrenchment hypothesis)，則認為管理者的持股比愈高，其職位的保障愈大，愈不關心其他利害關係人之利益，與公司績效呈負相關。

Forker(1992)以美國182家公司為樣本，指出董事是否兼任經理人與資訊揭露品質呈顯著的負相關。Gelb (2000) 研究管理當局持股對公司揭露的影響，發現管理當局持有的股權愈少，分析師對其年報及季報之揭露評分愈高。Eng and Mak (2003) 的研究結果也證實當管理者持股較少時，企業會有較高的自願性揭露程度。陳冠宙、陳育成、陳雪如(2005)研究顯示大股東持股比率越高，資訊透明度越差。金志

遠(2000)、H0 et al.(2001)研究發現，家族成員占董事席次與公司自願性資訊揭露程度間呈負相關。國內高持股比例之管理者，往往為家族成員，或由大股東兼任董事，故依職位鞏固假說(entrenchment hypothesis)加以提出假說：

假說 4.(b)：大股東持股比例越高的公司資訊透明度越差。

假說 4.(c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。

在政府機關要求下，董監持股有所限制，因此董監可透過質押來取回資金，並仍持有投票權。當公司價值被低估，也就是實際股價小於期望股價時，董監較不願意質押股票，因為所得金額會少於應有的價值，甚至會增加持股，董監為了讓股價上升，會增加資訊揭露之意願；反之因此當公司價值被高估時，質押比例提高，公司資訊揭露的意願降低，故建立以下假說：

假說 4.(d)：董監質押股比例越高的公司資訊透明度越差。

表1 假說一覽表

一、公司財務特性	假說 1.(a)：利潤(淨利率)越高的公司，其資訊透明度越佳。
	假說 1.(b)：資產規模越大的公司，其資訊透明度越好。
	假說 1.(c)：庫藏股票比率越高的公司，其資訊透明度越好。
	假說 1.(d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳。
	假說 1.(e)：長期資金佔固定資產比率越高的公司，其資訊透明度越差。
	假說 1.(f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳。
二、產業特性	假說 2.(a)：市場集中度越高的公司，其資訊透明度越差。
	假說 2.(b)：與非電子業相比較，電子業資訊透明度較佳。
	假說 2.(c)：與非製造業相比較，製造業資訊透明度較佳。
	假說 2.(d)：與非金融業相比較，金融業資訊透明度較佳。
三、企業外部機構投資人持股狀況	假說 3.(a)：外資投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。
	假說 3.(b)：政府機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。
	假說 3.(c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。
	假說 3.(d)：本國信託基金投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。
	假說 3.(e)：本國公司法人投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。
四、企業內部董監、大股東、經理人持股狀況	假說 4.(a)：董監事持股比例越高的公司，其資訊透明度越佳。
	假說 4.(b)：大股東持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。
	假說 4.(c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。
	假說 4.(d)：董監質押股比例越高的公司，其資訊透明度越差。

第二節 變數定義、樣本選取、資料來源

一、 應變數

資訊揭露程度

由於證基會⁵之「資訊揭露評鑑」第一、二屆(評鑑資料分析其間分別為民國92年與93年)尚屬初步推行階段，僅公布評鑑結果資訊揭露較透明公司名單。本文鑒於第一、二屆之評鑑結果不完整，故不予以採用。第三屆(評鑑資料分析期間為94年全年度⁶)，評鑑成果分為五級(A+, A, B, C, C-)，然而資訊揭露程度最差的C-級，不予公布公司名稱，因此本文94年的資料來源，只採用了A+,A,B,C等級的公司樣本。第四屆(評鑑資料分析期間為95年全年度)開始，評鑑成

⁵證基會之資訊揭露評鑑系統之評鑑指標主要有以下五類，計一百零九項指標：

- (一) 資訊揭露相關法規遵循情形
- (二) 資訊揭露時效性
- (三) 預測性財務資訊之揭露
- (四) 年報之資訊揭露(包括:財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)
- (五) 企業網站之資訊揭露

⁶評鑑資料分析期間內掛牌未滿一年之上市櫃公司，因資料不足不列入本次評鑑。此外，評鑑資料分析期間至評鑑結果公布前，有下列情事之上市櫃公司，亦不列為受評對象：

- (一) 變更交易方法；
- (二) 停止買賣；
- (三) 終止上市櫃；
- (四) 董事長及總經理因違反證券交易法、公司法、銀行法、金融控股公司法、商業會計法等工商管理法律，或因犯貪污、瀆職、詐欺、背信、侵占等違反誠信之罪，經法院判決(以最近法院判決為依據)有期徒刑以上之罪者。
- (五) 財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見；
- (六) 經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他有特殊事由者。

果係按五級(A+, A, B, C, C-)公布所有受評公司評鑑成績。本文採用第三屆至第七屆評鑑結果，作為資訊揭露之指標。

表2 證基會資訊揭露評鑑各屆資訊

資訊揭露評鑑	評鑑資料分析期間	公布日期	備註/受評公司家數
第一屆	92.1.1.~92.12.31	93.5.10.	本文不予採用
第二屆	93.1.1.~93.12.31	94.5.17.	本文不予採用
第三屆	94.1.1.~94.12.31	95.6.8.	上市630家 上櫃402家 不公布C-等級
第四屆	95.1.1.~95.12.31	96.5.31.	上市635家 上櫃448家
第五屆	96.1.1.~96.12.31	97.6.4.	上市651家 上櫃447家
第六屆	97.1.1.~97.12.31	98.6.11.	上市665家 上櫃453 家
第七屆	98.1.1.~98.12.31	99.6.8.	上市685家 上櫃469家

證基會之資訊揭露評鑑結果以下列3種方式運用在迴歸應變數

中：

(1) 評鑑結果A+~C-依序轉為數字 $Index(1) : (5, 4, 3, 2, 1)$

表3 資訊揭露程度量化表 $Index(1)$

A+ → 5	A → 4	B → 3	C → 2	C- → 1
--------	-------	-------	-------	--------

(2) 量化前後二年評鑑結果之變化 $Index(2) : (-4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4)$

表4 前後年間資訊揭露程度變化量化表 $Index(2)$

前一年結果 後一年結果	A+	A	B	C	C-
A+	0	+1	+2	+3	+4
A	-1	0	+1	+2	+3
B	-2	-1	0	+1	+2
C	-3	-2	-1	0	+1
C-	-4	-3	-2	-1	0

(3) 前後二年評鑑結果之變化 $Index(3) : (-1, 0, +1)$

表5 前後年間資訊揭露程度變化量化表 $Index(3)$

前一年結果 後一年結果	A+	A	B	C	C-
A+	0	+1	+1	+1	+1
A	-1	0	+1	+1	+1
B	-1	-1	0	+1	+1
C	-1	-1	-1	0	+1
C-	-1	-1	-1	-1	0



二、 自變數

樣本期間：94 年至 98 年共 5 年度

(一)、公司財務特性

1. 獲利能力

以資產報酬率(*ROA*)、每股盈餘(*EPS*)作為衡量公司利潤之指標，資料來源為證基會，以這些變數驗證假說1. (a)：利潤(淨利率)越高的公司，其資訊透明度越佳。

2. 資產規模

以公司資產之自然對數(*Asset*)，近12月年底之累計營收(千元)(*Sales*)，資料來源為TEJ，驗證假說1. (b)：資產規模越大的公司，其資訊透明度越好。

3. 庫藏股票比率(*TS*)

資料來源為TEJ。探討假說1.(c)：庫藏股票比率越高的公司，其資訊透明度越好。

4. 負債權益比(*Debt*)

資料來源為證基會資料庫。探討假說1(d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳。

5. 長期資金佔固定資產比率(*Lon*)

資料來源為證基會資料庫。探討假說1(e)：長期資金佔固定資產比率越高的公司，其資訊透明度越差。

6. 流動比率(*Cur*)

資料來源為證基會資料庫。探討假說1(f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳。



(二)、產業特性

1. 市場集中度(HHI)

本文使用 Herfindahl-Hirschman Index (HHI)。該指標計算方式為：此特定市場中(也就是該產業中)，所有同業個別市場占有率平方之總和。也就是說，假如該市場中有五家參與者，其市占率分別為 10%、20%、15%、30%及 25%，那麼 HHI 指數就是：

$$HHI = 10^2 + 20^2 + 15^2 + 30^2 + 25^2 = 2,250$$

由於當該產業為獨占型態時，HHI 為 100 的平方，也就是 10,000，因此 HHI 指數越大，表示該產業的市場集中度越大，當此產業越接近完全競爭，HHI 指數就越小。

因此，本文使用 TEJ 資料庫中之「TEJ 產業別」加以區方各個產業，並以 94 年至 98 年共 5 年，各公司之「累計營收(Sales)」占該產業「累計營收(Sales)」比率之平方和，計算出 94 年度至 98 年度之 HHI。以此變數驗證假說 2.(a)：市場集中度越高的公司，其資訊透明度越差。

2. 產業別

TEJ 於採用的是交易所產業分類碼。依據下表，分別探討電子業、製造業(非電子業)、金融業與否，對資訊揭露程度造成之影響。

表6 TEJ產業別分類

TEJ產業別	電子業	製造業(非電子業)	金融業
11：水泥工業		V	
12：食品工業		V	
13：塑膠工業		V	
14：紡織工業		V	
15：電機機械	V		
16：電器電纜	V		
17：化學生技醫療（於 2007/7 後拆分為化學工業與生技醫療兩類）		V	
18：玻璃陶瓷		V	
19：造紙工業		V	
20：鋼鐵工業		V	
21：橡膠工業		V	
22：汽車工業		V	
23：電子工業（於2007/7後拆分為半導體、光電等八類）	V		
25：建材營造		V	
26：航運			
27：觀光			

28：金融保險			V
29：貿易百貨			
30：證券			V
31：投資信託			V
97：油電燃氣			
99：其他	不列入探討		

2.1 電子業(*Tec*)：使用 dummy variable，若公司為電子業則令 $Tec=1$ ，反之， $Tec=0$ ，探討假說2.(b)：與非電子業相比較，電子業資訊透明度較佳。

2.2 製造業(不含電子業)(*Ind*)：使用 dummy variable，由於電子業為製造業之子集合，為了避免線性重合的問題，將變數定義為製造業(不含電子業)。若公司為製造業(不含電子業)則令 $Ind=1$ ，反之， $Ind=0$ ，探討假說2.(c)：與非製造業相比較，製造業資訊透明度較佳。

2.3 金融業(*Fin*)：使用 dummy variable，若公司為製造業則令 $Fin=1$ ，反之， $Fin=0$ ，探討假說2.(d)：與非金融業相較，金融業資訊透明度較佳。

(三)、企業外部機構投資人持股狀況

1. 外資(僑外金融機構、僑外法人、僑外信託基金、僑外個人)投資持股比率(*For*)

資料來源為TEJ。探討假說3.(a)：外資投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

2. 政府機構投資持股比率(*Gov*)

資料來源為TEJ。探討假說3.(b)：政府機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

3. 本國金融機構投資持股比率(*Ban*)

資料來源為TEJ。探討假說3.(c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

4. 本國信託基金投資持股比率(*Tru*)

資料來源為TEJ。探討假說3.(d)：本國信託基金投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

5. 本國公司法人投資持股比率(*Per*)

資料來源為TEJ。探討假說3 (e)：本國公司法人投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

(四)、企業內部董監、大股東、經理人持股狀況

1. 董監事持股比例(*Exe*)

資料來源為TEJ。探討假說 4.(a)：董監事持股比例越高的公司，其資訊透明度越佳。

2. 大股東持股比例(*Sto*)

資料來源為TEJ。探討假說 4.(b)：大股東持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。

3. 經理人持股比例(*Man*)

資料來源為TEJ。探討假說 4.(c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。

4. 董監質押股比例(*Loan*)

資料來源為TEJ。探討假說 4.(d)：董監質押股比例越高的公司，其資訊透明度越差。

表7 假說、變數、預期符號與資料來源

分類	假說	自變數	代號	資料來源
一、公司財務特性	假說 1.(a)：利潤(淨利率)越高的公司，其資訊透明度越佳。	資產報酬率	<i>ROA</i>	證基會資料庫
		每股盈餘	<i>EPS</i>	證基會資料庫
	假說 1.(b)：資產規模越大的公司，其資訊透明度越好。	資產(自然對數)	<i>Asset</i>	TEJ
		近12月累計營收(千元)	<i>Sales</i>	TEJ
	假說 1.(c)：庫藏股票比率越高的公司，其資訊透明度越好。	庫藏股票比率	<i>TS</i>	TEJ
	假說 1 (d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳。	負債佔資產比率	<i>Debt</i>	證基會資料庫
	假說 1 (e)：長期資金佔固定資產比率越高的公司，其資訊透明度越差。	長期資金佔固定資產比率	<i>Lon</i>	證基會資料庫
	假說 1 (f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳。	流動比率	<i>Cur</i>	證基會資料庫

表7 假說、變數、預期符號與資料來源(續)

分類	假說	自變數	代號	資料來源
二、產業特性	假說 2.(a)：市場集中度越高的公司，其資訊透明度越差。	市場集中度	<i>HHI</i>	<i>Sales/TEJ</i>
	假說 2.(b)：與非電子業相比較，電子業資訊透明度較佳。	製造業	<i>Ind</i>	TEJ
	假說 2.(c)：與非製造業相比較，製造業資訊透明度較佳。	電子業	<i>Tec</i>	TEJ
	假說 2.(d)：與非金融業相比較，金融業資訊透明度較佳。	金融業	<i>Fin</i>	TEJ
三、企業外部 機構投資人 持股狀況	假說 3.(a)：外資投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	外資合計持股比率	<i>For</i>	TEJ
	假說 3.(b)：政府機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	政府機構持股比率	<i>Gov</i>	TEJ
	假說 3.(c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	本國金融機構持股比率	<i>Ban</i>	TEJ
	假說 3.(d)：本國信託基金投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	本國信託基金持股比率	<i>Tru</i>	TEJ
	假說 3.(e)：本國公司法人投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	本國公司法人持股比率	<i>Per</i>	TEJ
四、企業內部 —董監、大股東、 經理人持股狀況	假說 4.(a)：董監事持股比例越高的公司，其資訊透明度越佳。	董監持股比率	<i>Exe</i>	TEJ
	假說 4.(b)：大股東持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。	十大股東持股比率(不含董監)	<i>Sto</i>	TEJ
	假說 4.(c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。	經理人持股比率	<i>Man</i>	TEJ
	假說 4.(d)：董監質押股比例越高的公司，其資訊透明度越差。	董監質押比率	<i>Loan</i>	TEJ

第三節 研究方法

為探討各自變數與公司資訊揭露程度之關聯性，本研究以複迴歸模型（Multiple Regression）對假說加以分析，迴歸模型依應變數分為三種型態。

（一）、資訊揭露程度之評鑑結果A+~C-依序轉為數字 $Index(1)$ ：
(5, 4, 3, 2, 1)，其迴歸模型如下：

$$\begin{aligned} Index(1)_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 EPS_{i,t} + \alpha_3 Asset_{i,t} + \alpha_4 Sales_{i,t} \\ & + \alpha_5 TS_{i,t} + \alpha_6 Debt_{i,t} + \alpha_7 Lon_{i,t} + \alpha_8 Cur_{i,t} + \alpha_9 HHI_{i,t} + \alpha_{10} Tec_i \\ & + \alpha_{11} Ind_i + \alpha_{12} Fin_i + \alpha_{13} For_{i,t} + \alpha_{14} Gov_{i,t} + \alpha_{15} Ban_{i,t} + \alpha_{16} Tru_{i,t} \\ & + \alpha_{17} Per_{i,t} + \alpha_{18} Exe_{i,t} + \alpha_{19} Sto_{i,t} + \alpha_{20} Man_{i,t} + \alpha_{21} Loan_{i,t} \dots \dots \dots Equation(1) \end{aligned}$$

各項變數所代表之涵意如下：

$Index(1)_{i,t}$ ：i公司在t年度之資產揭露程度(轉換為5,4,3,2,1)
t=2005(第三屆), 2006(第四屆), 2007(第五屆), 2008(第六屆), 2009(第七屆)

$ROA_{i,t}$ ：i公司在t年度之資產報酬率

$EPS_{i,t}$ ：i公司在t年度之每股盈餘

$Asset_{i,t}$ ：i公司在t年度之資產取自然對數

$Sales_{i,t}$ ：i公司在t年度之近12月累計營收(千元)

$TS_{i,t}$ ：i公司在t年度之庫藏股票比率

$Debt_{i,t}$ ：i公司在t年度之負債佔資產比率

$Lon_{i,t}$ ：i公司在t年度之長期資金佔固定資產比率

$Cur_{i,t}$ ：i公司在t年度之流動比率

$HHI_{i,t}$: i公司在t年度之HHI

Tec_i : 若i公司為電子業, $Tec_i=1$, 反之為零

Ind_i : 若i公司為製造業(不含電子業), $Ind_i=1$, 反之為零

Fin_i : 若i公司為金融業, $Fin_i=1$, 反之為零

$For_{i,t}$: i公司在t年度之外資持股合計比率

$Gov_{i,t}$: i公司在t年度之政府機構持股比率

$Ban_{i,t}$: i公司在t年度之本國金融機構持股比率

$Tru_{i,t}$: i公司在t年度之本國信託基金持股比率

$Per_{i,t}$: i公司在t年度之本國公司法人持股比率

$Exe_{i,t}$: i公司在t年度之董監持股比率

$Sto_{i,t}$: i公司在t年度之十大股東持股(不含董監)持股比率

$Man_{i,t}$: i公司在t年度之經理人持股比率

$Loan_{i,t}$: i公司在t年度之董監質押股比率

(二)、第t年度資訊揭露程度之評鑑結果與第t-1年度相比較，其相差以數字加以表達 $Index(2)$ ：(4,3,2,1,0,-1,-2,-3,-4)⁷

$$\begin{aligned}
 Index(2)_{i,t,t-1} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_{i,t,t-1} + \beta_2 \Delta EPS_{i,t,t-1} + \beta_3 \Delta Asset_{i,t,t-1} \\
 & + \beta_4 \Delta Sales_{i,t,t-1} + \beta_5 \Delta TS_{i,t,t-1} + \beta_6 \Delta Debt_{i,t,t-1} + \beta_7 \Delta Lon_{i,t,t-1} \\
 & + \beta_8 \Delta Cur_{i,t,t-1} + \beta_9 \Delta HHI_{i,t,t-1} + \beta_{10} \Delta For_{i,t,t-1} + \beta_{11} \Delta Gov_{i,t,t-1} \\
 & + \beta_{12} \Delta Ban_{i,t,t-1} + \beta_{13} \Delta Tru_{i,t,t-1} + \beta_{14} \Delta Per_{i,t,t-1} + \beta_{15} \Delta Exe_{i,t,t-1}, \\
 & + \beta_{16} \Delta Sto_{i,t,t-1} + \beta_{17} \Delta Man_{i,t,t-1} + \beta_{18} Loan_{i,t,t-1} \dots \dots \dots Equation (2)
 \end{aligned}$$

各項變數所代表之涵意如下：

$Index(2)_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度資產揭露程度之變動(4,3,2,1,0,-1,-2,-3,-4)

t=2006(第四屆), 2007(第五屆), 2008(第六屆), 2009(第七屆)

$\Delta ROA_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度資產報酬率之變動

$\Delta EPS_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度每股盈餘之變動

$\Delta Asset_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度之資產自然變數之變動

$\Delta Sales_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度近12月累計營收(千元)之變動

$\Delta TS_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度庫藏股票比率之變動

$\Delta Debt_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度負債佔資產比率之變動

$\Delta Lon_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度長期資金佔固定資產比率之變動

$\Delta Cur_{i,t,t-1}$ ：i公司t與t-1年度流動比率之變動

⁷ Ind i, Tec i, Fin i本身變數性質，不適用於Index2之衡量

$\Delta HHI_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度HHI之變動

$\Delta For_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度外資持股合計比率之變動

$\Delta Gov_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度政府機構持股比率之變動

$\Delta Ban_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度本國金融機構持股比率之變動

$\Delta Tru_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度本國信託基金持股比率之變動

$\Delta Per_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度本國公司法人持股比率之變動

$\Delta Exe_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度董監持股比率之變動

$\Delta Sto_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度十大股東持股(不含董監) 持股比率之變動

$\Delta Man_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度經理人持股比率之變動

$Loan_{i,t,t-1}$: i公司t與t-1年度董監質押股比率之變動

(三)、第t年度資訊揭露程度之評鑑結果與第t-1年度相比較，資訊揭露程度提升者為(+1)，不變者為(o)，下降者為(-1)(Index3)

$$\begin{aligned} Index(3)_{i,t,t-1} = & \gamma_0 + \gamma_1 \Delta ROA_{i,t,t-1} + \gamma_2 \Delta EPS_{i,t,t-1} + \gamma_3 \Delta Asset_{i,t,t-1} \\ & + \gamma_4 \Delta Sales_{i,t,t-1} + \gamma_5 \Delta TS_{i,t,t-1} + \gamma_6 \Delta Debt_{i,t,t-1} + \gamma_7 \Delta Lon_{i,t,t-1} \\ & + \gamma_8 \Delta Cur_{i,t,t-1} + \gamma_9 \Delta HHI_{i,t,t-1} + \gamma_{10} \Delta For_{i,t,t-1} + \gamma_{11} \Delta Gov_{i,t,t-1} \\ & + \gamma_{12} \Delta Ban_{i,t,t-1} + \gamma_{13} \Delta Tru_{i,t,t-1} + \gamma_{14} \Delta Per_{i,t,t-1} + \gamma_{15} \Delta Exe_{i,t,t-1}, \\ & + \gamma_{16} \Delta Sto_{i,t,t-1} + \gamma_{17} \Delta Man_{i,t,t-1} + \gamma_{18} Loan_{i,t,t-1} \dots \dots \dots Equation (3) \end{aligned}$$

變數定義同上

表8 自變數間的相關係數

<i>ROA</i>	<i>EPS</i>	<i>Asset</i>	<i>Sales</i>	<i>TS</i>	<i>Debt</i>	<i>Lon</i>	<i>Cur</i>	<i>HHI</i>	<i>Tec</i>	<i>Ind</i>	<i>Fin</i>	<i>For</i>	<i>Gov</i>	<i>Ban</i>	<i>Tru</i>	<i>Per</i>	<i>Exe</i>	<i>Sto</i>	<i>Man</i>	<i>Loan</i>	
1.00	0.71	0.15	0.07	-0.08	-0.22	0.01	0.02	0.00	0.07	-0.05	-0.08	0.18	0.03	0.07	0.32	0.04	0.05	-0.02	0.06	-0.10	<i>ROA</i>
	1.00	0.18	0.14	-0.08	-0.17	0.03	0.01	-0.02	0.09	-0.05	-0.11	0.22	0.03	0.06	0.30	0.04	0.02	-0.02	0.03	-0.10	<i>EPS</i>
		1.00	0.42	-0.05	0.02	-0.01	-0.02	0.11	-0.18	0.03	0.32	0.49	0.25	0.26	0.14	0.09	-0.11	-0.07	-0.19	0.22	<i>Asset</i>
			1.00	-0.04	0.09	-0.01	-0.03	0.07	0.03	-0.04	0.00	0.31	0.10	0.06	0.04	-0.01	-0.03	0.00	-0.04	0.04	<i>Sales</i>
				1.00	-0.03	0.01	-0.01	-0.09	0.19	-0.17	-0.02	-0.06	-0.06	-0.04	-0.04	-0.12	-0.12	-0.05	0.03	0.06	<i>TS</i>
					1.00	-0.02	-0.24	-0.02	-0.14	0.02	0.28	-0.05	0.02	0.09	-0.09	0.09	-0.01	0.07	0.01	0.13	<i>Debt</i>
						1.00	0.07	-0.03	0.02	0.00	-0.02	0.01	-0.02	-0.02	0.00	0.07	0.03	0.04	0.02	-0.03	<i>Lon</i>
							1.00	-0.02	-0.03	0.02	0.03	-0.02	0.05	0.01	-0.01	0.03	0.03	0.03	0.01	-0.05	<i>Cur</i>
								1.00	-0.23	0.08	0.09	0.04	0.08	0.06	-0.04	0.03	0.08	0.02	-0.02	0.07	<i>HHI</i>
									1.00	-0.80	-0.28	0.01	-0.13	-0.06	0.14	-0.19	-0.09	-0.18	0.06	-0.17	<i>Tec</i>
										1.00	-0.13	-0.09	-0.03	-0.09	-0.12	0.12	0.03	0.14	-0.02	0.10	<i>Ind</i>
											1.00	0.10	0.22	0.37	-0.06	0.07	-0.01	0.06	-0.08	0.14	<i>Fin</i>
												1.00	0.11	0.08	0.12	-0.11	0.03	0.06	-0.10	0.06	<i>For</i>
													1.00	0.17	0.04	-0.05	0.14	0.00	-0.07	-0.01	<i>Gov</i>
														1.00	0.10	-0.05	0.02	0.01	-0.04	0.04	<i>Ban</i>
															1.00	-0.08	-0.12	-0.06	-0.03	-0.05	<i>Tru</i>
																1.00	0.45	0.24	-0.05	0.04	<i>Per</i>
																	1.00	-0.14	-0.02	-0.13	<i>Exe</i>
																		1.00	-0.04	0.03	<i>Sto</i>
																			1.00	-0.04	<i>Man</i>
																				1.00	<i>Loan</i>

第四章 迴歸結果與分析

自變數間的相關係數，可參考表8，每股盈餘與資產報酬率之間為較高度的正相關。而關於Equation(1)的迴歸結果請見表9。我們發現公司資產、流動比率、公司為製造業(不含電子業)、電子業、金融業與Index(1)皆呈顯著正相關;而董監質押比率與Index(1)呈顯著負相關。政府機構持股比率、本國金融機構持股比率與Index(1)呈弱項正相關;負債比率與Index(1)呈弱項負相關;其餘變數與Index(1)呈不顯著相關。

依變數特性分別探討：

一、公司財務特性之變數中公司資產、流動比率與Index(1)顯著正相關;其餘變數則與Index(1)不顯著相關。

二、電子業與否、金融業與否，與Index(1)顯著正相關;製造業(不含電子業)與否與Index(1)呈弱項正相關;HHI則與Index(1)不顯著相關。

三、企業外部機構投資人變數中：外資持股合計比率、政府機構持股比率、本國金融機構持股比率、本國信託基金持股比率、本國公司法人持股比率，所有變數皆呈顯著正相關。

四、企業內部—董監、大股東、經理人持股狀況之變數中經理人持股比率與Index(1)呈顯著負相關，其餘變數則呈不顯著相關。

關於Equation(2)的迴歸結果請見表9。流動比率之變動、政府機構持股比率之變動與Index(2)呈顯著正相關；公司資產之變動、本國公司法人持股比率之變動與Index(2)呈弱項負相關；其餘變數為不顯著相關。

依變數特性分別探討：

一、公司財務特性之變數中流動比率之變動與Index(2)顯著正相關；公司資產之變動與Index(2)弱項負相關；其餘變數為不顯著相關。

二、產業特性：HHI之變動與Index(2)呈弱項正相關。

三、企業外部機構投資人變數中：政府機構持股比率之變動與Index(2)呈顯著正相關；其餘變數為不顯著相關。

四、企業內部—董監、大股東、經理人持股狀況之變數中所有變數皆呈不顯著相關。

關於Equation(3)的迴歸結果請見表10。我們發現，HHI之變動與Index(3)呈顯著正相關；流動比率之變動、政府持股比率之變動與Index(3)呈弱項正相關；資產之變動、資產報酬率之變動、本國公司法人持股比率之變動與Index(3)呈弱項負相關；其餘變數為不顯著相關。

依變數特性分別探討：

一、公司財務特性之變數中流動比率之變動與Index(3)弱向正相關；資產報酬率之變動、資產之變動與Index(3)呈弱項負相關；其餘變數為不顯著相關。

二、產業特性：HHI之變動與Index(3)呈顯著正相關。

三、企業外部機構投資人變數中：政府機構持股比率之變動與Index(3)呈弱項正相關；其餘變數為不顯著相關。

四、企業內部—董監、大股東、經理人持股狀況之變數中所有變數皆呈不顯著相關。

表9 *Index(1)*迴歸結果(續)

				係數	標準誤	t 統計					係數	標準誤	t 統計	
<i>For</i>				0.007872	0.001	9.260 ***				0.000583	0.001	0.559	<i>For</i>	
<i>Gov</i>				0.01138	0.003	3.680 ***				0.004833	0.003	1.876 *	<i>Gov</i>	
<i>Ban</i>				0.019116	0.003	6.217 ***				0.004582	0.003	1.738 *	<i>Ban</i>	
<i>Tru</i>				0.01026	0.003	3.774 ***				0.004127	0.003	1.360	<i>Tru</i>	
<i>Per</i>				0.001549	0.001	2.717 ***				-0.000114	0.001	-0.151	<i>Per</i>	
<i>C</i>				2.89106	0.019	154.584 ***								
							係數	標準誤	t 統計					
<i>Exe</i>							-0.001024	0.001	-1.328	0.000575	0.001	0.575	<i>Exe</i>	
<i>Sto</i>							-0.00145	0.001	-1.501	0.001149	0.001	1.067	<i>Sto</i>	
<i>Man</i>							-0.014684	0.005	-2.981 ***	0.004103	0.005	0.798	<i>Man</i>	
<i>Loan</i>							0.0000924	0.001	0.149	-0.001879	0.001	-3.100 ***	<i>Loan</i>	
<i>C</i>							3.121743	0.030	103.617 ***	0.926223	0.186	4.991 ***	<i>C</i>	
	樣本數	5319	樣本數	5162	樣本數	5430	樣本數	5430	樣本數	5054				

表10 Index(2)迴歸結果

自變數	一、公司財務特性			二、產業特性	三、企業外部機構投資人	四、企業內部一董監、大股東、經理人持股狀況	全部自變數			自變數	
	係數	標準誤	t 統計				係數	標準誤	t 統計		
<i>ROA</i>	-0.002857	0.002	-1.290				-0.002426	0.002	-1.090	<i>ROA</i>	
<i>EPS</i>	-0.002096	0.006	-0.364				-0.002307	0.006	-0.400	<i>EPS</i>	
<i>Asset</i>	-5.36E-09	0.000	-2.220 **				-5.19E-09	0.000	-2.150 *	<i>Asset</i>	
<i>Sales</i>	5.16E-10	0.000	0.544				4.99E-10	0.000	0.526	<i>Sales</i>	
<i>TS</i>	-0.007882	0.010	-0.822				-0.008242	0.010	-0.857	<i>TS</i>	
<i>Debt</i>	-0.001320	0.002	-0.757				-0.001231	0.002	-0.705	<i>Debt</i>	
<i>Lon</i>	-1.30E-07	0.000	-0.141				-2.19E-07	0.000	-0.236	<i>Lon</i>	
<i>Cur</i>	6.45E-05	0.000	2.581 ***				6.70E-05	0.000	2.680 ***	<i>Cur</i>	
<i>C</i>	0.053789	0.014	3.857 ***								
	樣本數		4009								
				係數	標準誤	t 統計					
<i>HHI</i>				0.224507	0.106	2.108 **		0.198888	0.111	1.791	<i>HHI</i>
<i>C</i>				0.053966	0.014	3.904 ***					
				樣本數		4009					

表10 *Index(2)*迴歸結果(續)

			係數	標準誤	t 統計		係數	標準誤	t 統計	自變數		
<i>For</i>			-0.004165	0.003	-1.523		-0.004647	0.003	-1.664	<i>For</i>		
<i>Gov</i>			0.04065	0.013	3.163 ***		0.043211	0.013	3.340 ***	<i>Gov</i>		
<i>Ban</i>			0.001532	0.006	0.267		-0.000801	0.006	-0.139	<i>Ban</i>		
<i>Tru</i>			-0.002634	0.004	-0.599		-0.00242	0.004	-0.548	<i>Tru</i>		
<i>Per</i>			-0.001719	0.002	-0.823		-0.004512	0.002	-2.009 *	<i>Per</i>		
<i>C</i>			0.055341	0.014	4.084 ***							
			樣本數		4157	係數	標準誤	t 統計				
<i>Exe</i>						0.004356	0.003	1.491	0.003189	0.003	1.036	<i>Exe</i>
<i>Sto</i>						0.002156	0.002	1.024	0.002393	0.002	1.078	<i>Sto</i>
<i>Man</i>						-0.010037	0.011	-0.879	-0.009531	0.012	-0.818	<i>Man</i>
<i>Loan</i>						0.001517	0.001	1.187	0.001971	0.001	1.504	LOAN
<i>C</i>						0.055095	0.014	4.061 ***	0.053333	0.014	3.811 ***	<i>C</i>
						樣本數		4181	樣本數		3851	

表11 *Index(3)*迴歸結果

自變數	一、公司財務特性			二、產業特性	三、企業外部機構投資人	四、企業內部—董監、大股東、經理人持股狀況	全部自變數			自變數
	係數	標準誤	t 統計				係數	標準誤	t 統計	
<i>ROA</i>	-0.004414	0.002	-2.557 **				-0.003773	0.002	-2.141 *	<i>ROA</i>
<i>EPS</i>	-0.000538	0.004	-0.120				-0.000792	0.005	-0.176	<i>EPS</i>
<i>Asset</i>	-3.46E-09	0.000	-1.839 *				-3.49E-09	0.000	-1.811 *	<i>Asset</i>
<i>Sales</i>	2.30E-10	0.000	0.311				2.64E-10	0.000	0.339	<i>Sales</i>
<i>TS</i>	-0.007281	0.007	-0.975				-0.006178	0.008	-0.817	<i>TS</i>
<i>Debt</i>	-0.000427	0.001	-0.314				-0.000411	0.001	-0.296	<i>Debt</i>
<i>Lon</i>	-1.77E-07	0.000	-0.245				-1.84E-07	0.000	-0.255	<i>Lon</i>
<i>Cur</i>	4.46E-05	0.000	2.293 **				4.68E-05	0.000	2.398 **	<i>Cur</i>
<i>C</i>	0.057375	0.011	5.280 ***							
	樣本數		4009							
				係數	標準誤	t 統計				
<i>HHI</i>				0.25586	0.083	3.093 ***	0.262558	0.085	3.083 ***	<i>HHI</i>
<i>C</i>				0.05972	0.011	5.561 ***				
				樣本數		4009				

表11 *Index(3)*迴歸結果(續)

			係數	標準誤	t 統計		係數	標準誤	t 統計			
<i>For</i>			-0.0023	0.002	-1.080		-0.003221	0.002	-1.442	<i>For</i>		
<i>Gov</i>			0.01762	0.010	1.761 *		0.018699	0.010	1.838 *	<i>Gov</i>		
<i>Ban</i>			0.00333	0.004	0.746		0.000668	0.005	0.145	<i>Ban</i>		
<i>Tru</i>			-0.0021	0.003	-0.607		-0.001083	0.003	-0.310	<i>Tru</i>		
<i>Per</i>			-0.0018	0.002	-1.076		-0.003297	0.002	-1.771 *	<i>Per</i>		
<i>C</i>			0.05924	0.011	5.615 ***							
			樣本數		4157	係數	標準誤	t 統計				
<i>Exe</i>						0.00254	0.002	1.116	0.001234	0.002	0.498	<i>Exe</i>
<i>Sto</i>						0.00224	0.002	1.368	0.001623	0.002	0.915	<i>Sto</i>
<i>Man</i>						-0.0117	0.009	-1.316	-0.011601	0.009	-1.261	<i>Man</i>
<i>Loan</i>						0.00148	0.001	1.489	0.001713	0.001	1.622	<i>Loan</i>
<i>C</i>						0.05908	0.011	5.592 ***	0.057119	0.011	5.133 ***	<i>C</i>
						樣本數		4181	樣本數		3851	

表12 迴歸結果總表

分類	假說	預期符號	自變數	代號	Equation1		Equation2		Equation3		
					全部	分組	全部	分組	全部	分組	
一、公司財務特性	假說 1. (a)：利潤(淨利率)越高的公司，其資訊透明度越佳。	+	資產報酬率	ROA						-**	-**
	假說 1. (b)：資產規模越大的公司，其資訊透明度越好。	+	每股盈餘	EPS							
		+	資產	Asset	+***	+***	-*	-***	-***	-*	
	假說 1. (c)：庫藏股票比率越高的公司，其資訊透明度越好。	+	累計營收	Sales							
		+	庫藏股票比率	TS							
	假說 1 (d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳。	+	負債佔資產比率	Debt	-**						
	假說 1 (e)：長期資金佔固定資產比率越高的公司，其資訊透明度越差。	-	長期資金佔固定資產比率	Lon							
假說 1 (f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳。	+	流動比率	Cur	+***	+***	+***	+***	+**	+**		
二、產業特性	假說 2. (a)：市場集中度越高的公司，其資訊透明度越差。	-	HHI	HHI				+**	+***	+***	
	假說 2. (b)：與非電子業相較，電子業資訊透明度較佳。	+	電子業	Tec	+***	+***	/				
	假說 2. (c)：與非製造業相較，製造業資訊透明度較佳。	+	製造業	Ind	+***	+*					
	假說 2. (d)：與非金融業相較，金融業資訊透明度較佳。	+	金融業	Fin	+***	+***					

表12 迴歸結果總表(續)

分類	假說	預期符號	自變數	代號	Equation1		Equation2		Equation3	
					全部	分組	全部	分組	全部	分組
三、 企業 外部	假說 3. (a)：外資投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	+	外資合計比率	<i>For</i>		+***				
	假說 3. (b)：政府機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	+	政府機構比率	<i>Gov</i>	+*	+***	+***	+***	+*	+*
	假說 3. (c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	+	本國金融機構比率	<i>Ban</i>	+*	+***				
	假說 3. (d)：本國信託基金投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	+	本國信託基金比率	<i>Tru</i>		+***				
	假說 3. (e)：本國公司法人投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。	+	本國公司法人比率	<i>Per</i>		+***	-*		-*	
四、 企業 內部	假說 4. (a)：董監事持股比例越高的公司，其資訊透明度越佳。	+	董監持股比率	<i>Exe</i>						
	假說 4. (b)：大股東持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。	-	十大股東持股(不含董監)比率	<i>Sto</i>						
	假說 4. (c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。	-	經理人持股比率	<i>Man</i>		-***				
	假說 4. (d)：董監質押股比例越高的公司，其資訊透明度越差。	-	董監質押股比率	<i>Loan</i>	-	***				

關於「假說1.(a)：利潤(淨利率)越高的公司，其資訊透明度越佳」的實證結果為不顯著，訊息發射理論在本文中無法獲得支持，公司淨利率越高，表示營運狀況越好，但與公司揭露程度提升或降低之意願無關聯；另外資產報酬率之年度變動，則與資訊揭露程度呈弱項負相關，累計營收則與資訊揭露程度呈不顯著相關，表示影響資產揭露程度的是公司利潤的比率而非利潤的值。

而「假說1.(b)：資產規模越大的公司，其資訊透明度越好」的實證結果，證實資產規模與資訊透明度顯著正相關，假說獲得支持。而資產年度間之變動反而與資訊揭露程度呈負相關，可能的原因為在公司作減資決策時，往往需要增加資訊透明度，來維持投資者對該公司的信心；反之公司得以增資時，往往已累積一段時間經營情況良好，依據訊息發射理論，已在市場充分揭露訊息，故增資時不會再增加資訊揭露程度。

「假說1 (d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳」的實證結果顯示，負債權益比與資訊揭露程度呈弱項負相關，與朱嘉文(2001)，陳冠宙、陳育成、陳雪如(2005)以台灣公司為樣本之研究結果相同，與國外文獻中多個實證結果相反，無法解釋Jensen and Meckling (1976) 公司願意提升資訊揭露程度來取得債權人之信任之理論；可能原因是公司已經舉債的狀態下，公司經營者或股東反而想追求自己的利益，因此反而降低資訊揭露程度。

對「假說1 (f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳」之迴歸結果顯示，無論是流動比率與資訊揭露程度，或是流動比率之年度

變動，與資訊揭露程度之年度變動，皆呈顯著正相關，顯示公司在短期償債能力強時，公司體制健全，更願意提高資訊揭露程度。

就產業面而言，「假說2.(a)：市場集中度越高的公司，其資訊透明度越差」的實證結果，HHI與資訊揭露程度無顯著相關，表示同年間不同的公司不因為市場集中度的差距造成資訊揭露程度的差異；此外，電子業相較於非電子業，製造業相較於非製造業，金融業相較於非金融業，實證結果皆資訊透明度較佳；因此，不同的產業類型，相較於不同的市場集中度，更能解釋資訊揭露程度之差異。

然而在討論不同年度資訊揭露程度變動時，不同年度公司市場集中度的變動，與不同年度資訊揭露程度的變動成顯著正相關，表示公司在市場越集中，資訊揭露程度也越高。產業越趨於獨佔、寡佔，市場競爭者減少，公司越願意提高資訊揭露程度。另外可能原因為在 *Equation(2)*和*Equation(3)*中，無電子業、製造業、金融業等變數，因此HHI變數在迴歸式中可能還反映了「不同產業別」對資訊揭露程度變動之影響。

就企業外部的機構人持股狀況而言，外資合計比率與資訊揭露程度呈顯著正相關，支持「假說3.(a)：外資投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。」的論點，與國內金志遠(2000)、葉銀華(2001)、陳冠宙等人(2005)等多位學者研究一致，外資持股比率高之公司，通常為規模較大、知名度較高、或獲利能力較高之公司，表現良好公司有意願增加資訊揭露程度來吸引投資者。

「假說3.(b)：政府機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好」之實證結果，無論是政府機構投資持股比率之於資產揭露程

度，亦或政府機構投資持股比率之變動與資訊揭露程度之變動，呈弱項或顯著正相關，因此政府機構持股比率越高之公司，越致力於符合政府本身對資訊揭露程度之要求，傾向資訊透明化，與國內金志遠(2000)、葉銀華(2001)、陳冠宙等人(2005)等多位學者研究一致。

對本國金融機構投資持股比率與資訊揭露程度實證結果為弱項或顯著正相關，支持「假說3.(c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好」；前文提到「假說1 (d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳」的實證結果為負債權益比與資訊揭露程度呈負相關；前文也有提到對「假說1 (f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳」獲得支持。

所以對公司而言，公司在選擇舉債時，會降低資訊揭露程度，但若公司被金融機構持有股份時，反而會提升資訊揭露程度，然而在本文的樣本資料中，並無法判別舉債是否一定就是向金融機構融資，一或有其他資金管道。而公司在流動比率高，舉債成本低的狀態下，也越有提高資訊揭露成本的意願。此外，本國公司法人投資持股比率與本國信託基金投資持股比率皆與資訊揭露程度呈正比。

假說4.(a)：董監事持股比例越高的公司，其資訊透明度越佳。假說4. (b)：大股東持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。本文實證結果皆不顯著相關，故假說無法獲得支持，因此究竟利益收斂假說 (convergence of interest hypothesis) 與職位鞏固假說 (entrenchment hypothesis) 何者影響較大，在本文無法獲得結論。

而假說4. (c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。則分組迴歸的結果顯著負相關，因此可以得知職位鞏固假說

(entrenchment hypothesis)適合解釋經理人之行為，經理人持股比例越大時，可能只關心己身的利益，而非公司其他利害關係人的利益，所以反而會降低資訊揭露程度，來進行利己的事情。

假說4.(d)：董監質押股比例越高的公司，其資訊透明度越差。實證結果董監質押股比例與資訊揭露程度為顯著負相關，假說獲得支持，當公司價值被低估時，由於此時質押股票所得金額會少於應有的價值，因此董監較不願意質押股票，質押股比例較低，甚至會增加持股，董監為了讓股價上升，會增加資訊揭露之意願；反之因此當公司價值被高估時，質押比例提高，公司資訊揭露的意願降低。



第五章 結論與建議

第一節 研究結論

一、下列假說獲得本文迴歸結果所支持：

1. 公司財務特性

假說1 (b)：資產規模越大的公司，其資訊透明度越好。

假說1 (d)：負債權益比越高的公司，其資訊透明度越佳。

假說1 (f)：流動比率越高的公司，其資訊透明度越佳。

2. 產業特性

假說2. (b)：與非電子業相比較，電子業資訊透明度較佳。

假說2. (c)：與非製造業相比較，製造業資訊透明度較佳。

假說2. (d)：與非金融業相比較，金融業資訊透明度較佳。

3. 企業外部—機構投資人

假說3.(a)：外資(僑外金融機構、僑外法人、僑外信託基金、僑外個人)投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

假說3.(b)：政府機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

假說3.(c)：本國金融機構投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

假說3.(d)：本國信託基金投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

假說3.(e)：本國公司法人投資持股比率越高的公司，其資訊透明度越好。

4. 企業內部—董監、大股東、經理人持股狀況

假說4.(c)：經理人持股比例越高的公司，其資訊透明度越差。

假說4.(d)：董監質押股比例越高的公司，其資訊透明度越差。



第二節 研究限制

首先，本文將證基會公布的資訊揭露程度A+~C-依序轉為數字5, 4, 3, 2, 1。然而實際上，該數據存在揭露程度的高低，但並無等差的關係存在，故使用5, 4, 3, 2, 1來替代資訊揭露程度A+~C，可能造成迴歸結果的誤差。同理，前後年度間的差距，由4,3,2,1,0,-1,-2,-3,-4量化，亦非實際上資訊揭露程度的差異，仍可能造成迴歸結果的誤差。

其次，在第三屆證基會公布的資料中，未公布C-的資料，故無法驗證該年度C-公司之資訊，同時，在第三屆、第四屆公司資訊揭露程度變化量中，也會少了原本第三屆是C-公司的資訊，這個問題會隨著未來每年公布資料樣本數據之漸增，而重要性下降。

證基會所提供的資訊揭露評鑑中，除了分析其間內掛牌未滿一年的公司資料外，尚有多種公司的資料未予以考量，如：（一）變更交易方法；（二）停止買賣；（三）終止上市櫃；（四）董事長及總經理因違反證券交易法等……（五）財務報告經會計師出具……修正式無保留意見；（六）經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失……。

證基會在評鑑的同時，受限於權限，參考國際慣例，未驗證各評鑑指標內容之正確性，亦未偵測上市櫃公司之虛偽不實與詐欺等行為。因此僅可得知表面上資訊揭露的程度，但像是博達、嘉食化、力霸、皇統、太電、茂矽及宏達科等公司，企業管理階層是否會利用自願性揭露的手法，使投資人產生錯覺，表面上係為提昇財務資訊的透明度而努力，但實際上卻是進行不法情事之操縱，進而獲取自願性揭

露所帶來的效益，這些狀況特殊的公司往往是更應該探討的部分，然
卻不在本文的探討樣本之中。



第三節 研究建議

就前節所提到的，本文將證基會公布的資訊揭露程度A+~C-依序轉為數字5, 4, 3, 2, 1，在資訊揭露程度量化的動作上，可採取更有效的統計分析方法，增加研究的可靠度、準確性。

假說2.(a)：市場集中度越高的公司，其資訊透明度越差。然而迴歸結果與假說不相符，究竟為何市場集中度(HHI)與資訊揭露程度呈顯著的正相關，本文難以提出強而有利的解釋，其原因為何值得探討。

本文之迴歸分析方法僅使用OLS分析，可能由於使用的統計分法產生誤差的現象(penal data)，因此建議可以使用其他種分析方法，來探討相關的議題。

證基會評鑑未偵測上市櫃公司之虛偽不實與詐欺等行為，可再加以探討。陳雪如、林琦珍、柯佳玲(1999)⁸等人研究自願性資訊揭露對財務報導舞弊偵測，實證結果發現在自願性揭露的部份，營收目標壓力、自願性財測發佈次數均與舞弊爆發的機率呈顯著正相關，在強制性揭露的部份，發行海外可轉債與負債比率，與舞弊爆發機率呈顯著相關。在探討資訊透明度的同時，也加強資訊的可靠度。

參考文獻

- Ahmed, K. and Courtis. 1999. Association between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: a meta-analysis. *British Accounting Review* 31:35-61.
- Ashbaugh, H., K.M. Johnstone, and T.D. Warfield. 1999. Corporate Reporting on the Internet. *Accounting Horizons* 13 (3): 241-257.
- Beaver, W. 1998. Financial Reporting: an Accounting Revolution, *Prentice Hall, 3rd ed.*
- Bradbury, M. E. 1992. Voluntary Disclosure in Financial Segment Data: New Zealand evidence. *Accounting and Finance* 32 (1):15-26.
- Bushee, B.J., and C.F. Noe. 2000. Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research* 38: 171-202.
- Chen, C.J.P., and B.Jaggi. 2000. Association between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19: 285-310.
- Cooke, T. E. 1991. An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations. *International Journal of Accounting Education and Research* 26 (3):174-189.
- Debreceeny, R., G. Gray, and A. Rahman. 2002. The Determinants of Internet Financial Reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 21: 371-394.
- Eng, L.L., and Y.T. Mak. 2003. Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22: 325-345.

- Gelb, D. S. 2000. Managerial Ownership and Accounting Disclosures: An Empirical Study. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (2): 169-185.
- Healy P. M., P. A. Hutton, and K. G. Palepu. 1999. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 (3): 485-520.
- Hossain, M., M. H. B. Perera, and A. Rahman. 1995. Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies. *Journal of International Financial Management and Accounting* 6(1): 69-87.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*: 305-360.
- Kasznik, R., and B. Lev. 1995. To Warn or not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise. *The Accounting Review* 70 (1): 113-134.
- Lang, M. H. and R. J. Lundholm. 1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review* 71 (4):467-492.
- Lev, B. and S. H. Penman. 1990. Voluntary Forecast Disclosure. *Journal of Accounting Research* 28 (1): 49-76.
- Meek, G. K., C. B. Roberts and S. J. Gray. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*:555-572.
- Naser, K. 1998. Comprehensives of Disclosure of Non-financial Companies Listed on the Amman Financial Market. *International Journal of Commerce and Management* 2(8):88-119.

- Naser, K. and K. Al-Khatib. 2000. Determinants of the Depth of Information Disclosure in the Board of Directors Statements of a Sample of Jordanian Listed Companies. *Advances in International Accounting* 13:99-118.
- Naser, K., K. Al-Khatib and K. Karbhari. 2002. Empirical Evidence on the Depth of Corporate Information Disclosure in Developing Countries. *International Journal of Commerce and Management*.
- Neu, D., H. Warsame and K. Pedwell. 1998. Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports. *Accounting, Organizations and Society* 23 (3):265-282.
- Patton, J. and I. Zelenka. 1997. An Empirical Analysis of the Determinants of the Extent of Disclosure in Annual Reports of Joint Stock Companies in the Czech Republic. *The European Accounting Review* 6 (4):605-626.
- Pirchegger, B., and A. Wagenhofer. 1999. Financial Information on the Internet: A Survey of the Homepages of Austrian Companies. *The European Accounting Review* 8 (2): 383-395.
- Wallace, R. S. O., K. Naser and A. Mora. 1994. The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research* 25 (97).
- 金志遠，2000，董事會特性與年報自願性揭露關係之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 朱嘉文，2001，企業網路報導決定因素之研究，國立台灣大學會計研究所碩士論文。
- 顏信輝、鄭程鴻，2001，我國企業使用網際網路報導財務資訊之研究，*當代會計*2 (2): 147-168。

葉銀華，2002，從台灣上市公司網站資訊揭露看透明度，會計研究月刊 200：70-77。

陳冠宙、陳育成、陳雪如，2005，影響上市公司網站資訊透明度因子之實證，會計與公司治理 第二卷 第一期 民國九十四年六月 33-59 頁

黃文玲，2004，公司特性與網站資訊透明度關聯性之研究，國立台灣大學會計研究所碩士論文。

陳雪如、林琦珍、柯佳玲，2009，自願性資訊揭露對財務報導舞弊偵測之研究，會計與公司治理 第六卷 第二期 2009 年 12 月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，
<http://www.sfi.org.tw/EDIS/> 評鑑指標、評鑑結果及作業要點以及其他相關資訊

