

國立臺灣大學管理學院會計學研究所

碩士論文

Department of Accounting
College of Management
National Taiwan University
Master Thesis

公司治理與自願性揭露之關聯性研究

The Relation between Corporate Governance and
Voluntary Disclosure



林益如

Lin, Yi-Ju

指導教授：陳耀宗 博士

Advisor: Chen, Yao-Tsung, Ph.D.

中華民國101年5月

May, 2012

中文摘要

我國自 1998 年開始宣導公司治理的重要性，並制定相關法規，以期能提升各企業的公司治理，其中資訊揭露即為公司治理的重要構面之一。因此，本研究欲探討公司治理如何影響企業之自願性資訊揭露行為，主要著重公司治理中之董事會組成和所有權結構對自願性揭露之影響。研究中使用獨立董事佔董事會的席次比例來做為董事會組成的衡量變數；所有權結構則利用經理人持股比率、大股東持股比率及政府持股比率衡量變數。

本研究樣本選取為 2010 年台灣上市櫃公司，並採用台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發基金會自 2003 年設置的資訊評鑑系統之評鑑結果來做自願性揭露的衡量變數。

研究結果發現，獨立董事佔董事會比例和政府機構持股比例和自願性揭露程度間成顯著正相關；大股東持股比例和自願性揭露程度間呈顯著負相關；經理人持股比例和自願性揭露程度間成不顯著之負相關。

關鍵字：公司治理、董事會組成、經理人持股比率、大股東持股比率、政府持股比率、自願性資訊揭露。

Abstract

Since 1998, Taiwan government has started to promulgate the importance of corporate governance and establish related regulations to promote corporate governance for firm listed in Taiwan Stock Exchange Corporation (TWSE) and Gre Tai Securities Market (GTSM). Information disclosure is considered as one of the major aspects of corporate governance. The purpose of this study is to examine the association between corporate governance mechanism focusing on board composition and ownership structure and the extent of voluntary disclosure. Board composition is measured by the percentage of outside directors in the board; ownership structure is characterized by managerial ownership, blockholder ownership and government ownership.

The sample for this study is selected from firms listed on the Taiwan Stock Exchange (TWSE) in year 2010. The degree of voluntary disclosure extent is measured by the ranking results conducted by “Information Disclosure and Transparency Rankings System” launched by Taiwan Stock Exchange corporation and Securities & Future Institute.

The empirical results of this study indicate that both the percentage of outside directors on the board and government ownership are positively related to the degree of voluntary disclosure. Blockholder ownership is negatively associated with the degree of voluntary disclosure. However, managerial ownership is not related to voluntary disclosure.

Keywords: Corporate governance; Board composition; Managerial ownership; Blockholder ownership; Government ownership; Voluntary disclosure.

目錄

第一章 緒論.....	6
第一節 研究背景與目的.....	6
第二節 論文架構.....	8
第二章 文獻探討.....	9
第一節 公司治理.....	9
第二節 自願性揭露.....	14
第三節 自願性揭露與公司治理.....	17
第四節 其他會影響自願性揭露的變數.....	21
第三章 研究方法.....	23
第一節 研究假說.....	23
第二節 研究變數之定義與衡量.....	26
第三節 分析方法.....	29
第四節 樣本選取與資料來源.....	30
第四章 實證結果.....	35
第一節 敘述性統計分析.....	35
第二節 相關性分析.....	40
第三節 迴歸分析.....	42
第五章 研究結論、限制與建議.....	45
第一節 研究結論.....	45
第二節 研究限制.....	47
第三節 未來研究建議.....	48
參考文獻.....	49

表目錄

表 3-1 樣本公司選取說明.....	31
表 3-2 自願性揭露衡量指標.....	32
表 4-1 敘述性統計.....	37
表 4-2 各產業揭露程度比例.....	38
表 4-3 金融保險業與總產業之比較.....	39
表 4-4 各變數間之 Pearson 相關係數分析.....	41
表 4-5 邏吉斯迴歸分析.....	44



第一章 緒論

第一節 研究背景與目的

公司的資訊揭露分為強制性揭露和自願性揭露。強制性揭露指一般公認會計準則或相關法規所規定要揭露的資訊，例如：或有事項、對股東權益或證券價格有重大影響之事項資訊等。自願性揭露則是指公司的揭露程度超過一般公認會計準則或法令的規定程度，代表公司管理階層可自由的選擇在年報中是否要揭露會計或是其他可供使用者作決策的相關資訊，例如：揭露盈餘預測之資訊。過去文獻探討過許多不同因素會影響公司的資訊揭露政策(Wallace and Gernon, 1991; Radebaugh and Gray, 1993)，這些因素包含整體經濟、資本市場、會計及相關法規之規定等。本研究欲探討公司治理機制與自願性揭露之關聯性。

公司治理是一種指導與管理的機制，希望透過該機制，監督及指導公司經營者落實其責任，可以在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，來保障股東權益¹。公司治理相關議題在十八世紀 South Sea Bubble²便已提出，1930 年代美國學術界亦漸漸開始探討公司治理之議題，1976 年 Jensen and Meckling 在研究中提出代理理論後，公司治理的觀念逐漸形成。然而，直到 1997 年發生了亞洲金融危機之後，公司治理議題才受到重視。Claessens et al.(1999)更在其研究中明白指出爆發金融危機的原因之一即為公司治理機制的運作成效不彰。2001 年後美國陸續發生的安隆案(Enron)和世界通訊(WorldCom)等弊案，大眾對企業經營產生了危機意識，認為公司治理為解決弊案發生的根本措施。因此，各國政府加速宣導公司治理的重要性，並陸續推動公司治理制度來防止弊案再度發生。

然而，陸續發生的弊案重創了投資人的信心，面對過去的損失使他們對公司管理階層產生了不信任感，進而不敢投資。欲重建投資人的信心，公司透過揭露資訊減少資訊不對稱，藉由讓投資人了解公司，以提高債券的流通性。Leuz and

¹ 中華公司治理協會對公司治理之定義，2002。

² 為南海公司(South Sea Company)於 1720 年春天到秋天之間發生的經濟泡沫事件。

Schrand (2008)指出，發生安隆案(Enron)後，投資人開始越來越關注企業的財務報表透明度及資訊揭露。

我國自 1998 年開始宣導公司治理的重要性，並制定相關法規，以期能提升各企業的公司治理。另外，主管機關更明確指出適時公開相關資訊，此對公司爭取投資者的信任，增強投資人之信心，吸引長期資金及國際投資人之青睞尤其重要。因此，為提升資訊透明度，主管機關自 2003 年開始對上市櫃公司輸入「公開資訊觀測站」及公告於企業網站的資訊進行評鑑，以期讓一般投資大眾藉由評鑑結果對公司有初步了解，鑒於評鑑結果可能影響公司資金的流入，公司會致力於做好資訊揭露，以期獲得較佳之評鑑結果，進而吸引投資人。

綜上所述，可以知道公司的資訊揭露程度對公司及投資人來說都越來越重要，以投資人而言，希望藉由資訊揭露來了解公司的狀況，以做投資決策；對公司來說，資訊的揭露對其權益資金成本有重大影響(Botosan, 1997)。國際知名金融服務及研究機構如麥肯錫(McKinsey & Company)的調查以及里昂信貸新興市場研究均指出，投資人願意支付較高的溢價，購買公司治理較佳的股票，而資訊揭露即為公司治理的主要構面之一。由於資訊揭露程度被視為公司治理實行良好的結果，因此本研究欲探討公司治理與自願性揭露程度之關聯。希望藉由本研究發現公司治理機制的健全，是否真的使自願性揭露程度更透明。與過去研究不同在於，本研究樣本選取為 2010 年台灣上市櫃公司，並採用台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發基金會(以下簡稱證基會)自 2003 年設置的資訊評鑑系統之評鑑結果來做自願性揭露的衡量變數。

第二節 論文架構

茲將本研究之架構列示如下。

第一章 緒論

說明研究背景及研究目的，並說明本研究之架構與流程。

第二章 文獻探討

共分為四節，第一節介紹公司治理機制及其相關文獻，其次介紹自願性資訊之相關文獻，再來介紹公司治理與自願性資訊揭露的關聯及相關文獻，最後介紹其他影響自願性揭露的因素之相關文獻。

第三章 研究方法

共分為三節，第一節為研究假說之建立，第二節為研究變數之定義與衡量，第三節則介紹本研究使用之研究方法。

第四章 實證結果

列示各假說的實證結果，共分為三節，第一節為敘述性統計結果，第二節為各變數之相關性分析，第三節為迴歸分析結果。

第五章 研究結論

彙總研究之結論，並說明研究限制及對後續相關研究提出建議。

第二章 文獻探討

本章一共分為四節，第一節介紹公司治理機制及其相關文獻，第二節介紹自願性資訊揭露之相關文獻，第三節為公司治理與自願性資訊揭露的關聯及相關文獻的探討，最後一節介紹其他影響自願性揭露因素之相關文獻。

第一節 公司治理

(一) 代理成本

代理理論是於 1976 年，由 Jensen and Meckling (1976) 的研究發展而來。代理理論指明委託人(企業的股東)和代理人(經理人員)之間是屬於契約性關係，並假設委託人和代理人都以追求自身最大的利益為主。當代理者基於自利的動機而做出違背使委託人利益極大的行為，委託人遭受的損失即為代理成本。Jensen and Meckling (1976)總結出代理成本為下列三個成本的合計：

1. 監督成本 (monitoring cost)
2. 束縛成本(bonding cost)
3. 剩餘損失(residual loss)

委託人為減少自身利益目標與代理者利益目標的不一致，通常會建立一套獎酬制度以使代理人為獲得獎酬而朝委託人的目標努力，或是監督代理人是否有偏離委託人利益目標的行為發生，這些額外的成本又稱為監督成本。除此之外，在代理人受託期間，代理人向委託人保證其對委託人的承諾(例如：不會做出損害股東利益的行為等)時所發生的成本，稱為束縛成本。然而，委託人仍是無法完全確保代理人所做的決策都是符合委託人的最大利益。當代理人(經理人)追求自身最大利益的同時，使得委託人無法獲得最大的利益，此時委託人利益的損失為剩餘損失(馬安妮，1991)。

(二) 定義

公司治理的意義與範圍，在全球尚無統一之定義。Shleifer and Vishny (1997)對公司治理的定義為確保公司的資金提供者能獲得其投資報酬的機制。中華公司

治理協會則認為公司治理是一種指導及管理的機制並落實公司經營者責任的過程，藉由加強公司績效且兼顧其他利害關係人利益，以保障股東權益。國際組織OECD(1999)將其定義為是一種對公司進行管理和控制的體系，它不僅規定了公司的各個參與者（例如董事會、經理層、股東和其他利害關係人）的責任和權利分配，而且明確了決策公司事務時所應遵循的規則和程序。

(三) 我國公司治理相關法令規範

我國於 1998 年以來陸續爆發企業舞弊掏空事件，如東隆五金、順大裕、力霸案和博達案等，其主要原因之一即為管理階層舞弊，包括利用公司資產來炒作股票、掏空公司資產或進行不當之交易等，當公司遇上股市低迷而發生財務危機時，管理者便會挪用資金來護盤，以減少個人的損失，相對造成公司重大的財務傷害，最後踏上破產之路，這皆是代理問題衍生而成（李馨蘋、莊宗憲, 2007）。陸續發生的舞弊醜聞，使得公司治理變成解決問題的良藥。故主管機關於 1998 年起開始向國內公開發行公司宣導公司治理的重要性，陸續推動獨立董事及審計委員會的制度，及制定符合國情之「上市上櫃公司治理實務守則」³，引導國內企業強化公司治理，提升國際競爭力。

我國公司治理相關法令及規章，主要包括公司法、證券交易法，以及證交所上市審查準則及櫃買中心上櫃審查準則。公司法主要係規範公司實質上之運作，例如對董監事運作之規範。證券交易法有關公司治理的法令，主要為公開發行公司資訊揭露，建立獨立董事、審計委員會制度，及強化董事、監察人獨立性方面之規範。

³ 詳表 2-1 上市上櫃公司治理實務守則

表 2-1 我國上市上櫃公司實施公司治理制度之主要構面

1.股東權益的保障

- * 鼓勵股東參與公司治理。
- * 公司與關係企業間之公司治理關係。

2.資訊透明度的強化

「上市上櫃公司治理實務守則」第二條明定提升資訊揭露透明度乃公司治理之原則之一，公司應建立發言人制度並妥善利用公開資訊系統，使股東及利害關係人能充分瞭解公司之財務業務狀況以及實施公司治理之情形。另證券交易法第三十六條及證券交易法施行細則第七條著重於財務資訊之揭露及對股東權益之影響，而財務資訊的傳遞往往可以顯現出公司治理的成果與效益。

3.強化董事會職能

- * 董事會結構。
- * 獨立董事制度。
- * 審計委員會及其他專門委員會。
- * 董事會議事規則及決策程序。
- * 董事之忠實注意義務與責任。

4.審計委員會監督功能的發揮（設有監察人制度者為監察人功能的發揮）

- * 審計委員會之職能。
- * 審計委員會之功能與運作。

5.管理階層的紀律與溝通

- * 高階管理者的績效評估與薪酬制度。
- * 公司的核心事業與資金成本。
- * 重大轉投資案的評估程序。
- * 完備的內部控制制度。
- * 與董事會的垂直溝通及跨部門的水平溝通管道。

6.利害關係人權益的尊重

- * 員工權益的保障。
- * 債權人的權益保障。
- * 公司的社會責任。
- * 投資人關係。

(四) 獨立董事制度

董事會在企業扮演著控制功能的重要角色(Pound, 1995)。一般而言，董事會通常由兩種人組成，內部董事和外部董事。內部董事是指由公司大股東或在公司擔任高階主管或其配偶及二等親等內部人出任之董事，而外部董事是指不實際參與公司業務執行，與公司控制者或大股東無利害關係，但須具備相關之專業知識與經驗，以監督公司營運的董事，因而又稱獨立董事(李建然、廖秀梅與廖益興，2003)。在代理理論下，獨立董事被視為是公司治理的內部控制機制 (Jensen and Meckling, 1976)，可以加強董事會的效率，達到監督和平衡董事會的作用 (Mangel and Singh, 1993；李建然、廖秀梅和廖益興，2003)。因為內部董事受聘於公司，職位受限於總經理，在董事會的決策上無法表達客觀的立場，使得其監督功能和評估的客觀性受到質疑(Weibach, 1988；李建然、廖秀梅和廖益興，2003)。因此，需在董事會中設置獨立董事來監督和控制內部董事的行為(Jensen and Meckling, 1976)，也因為獨立董事具有董事身分，比起外部投資人他們對於公司有更多的監控的機會。另外，獨立董事同樣也為監控經理人行為的重要機制，可以預防經理人做出損害公司股東利益行為(Fama and Jensen, 1983、Pettigrew and McNulty, 1995、Mak, 1996、Rosenstein and Wyatt, 1990)。Weisbach (1988) 則指出獨立董事不僅獨立且須能不受總經理的脅迫，因此才可以監控經理人使其不濫用特權(Brickley and James, 1987)，並對董事會的商議及決策有正向的影響 (Pearce and Zahra, 1992)。董事會中獨立董事所佔的席次比例越高，對經理人員會有較高的監督作用及更能限制經理人員的投機行為 (Fama, 1980；Fama and Jensen, 1983)。

根據證交所及櫃買中心之審查準則要求，自 2002 年 2 月申請上市 (櫃) 公司，董事會成員中應包括至少獨立董事兩人，且獨立董事中至少一人須為會計或財務專業人士。2006 年 1 月 11 日證券交易法之修訂更明定，公開發行公司得依公司章程規定自願設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性

質及其他必要情況，要求公司設置獨立董事，獨立董事人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一（證券交易法§14-2）。主管機關並依此訂定「公開發行公司應設置獨立董事適用範圍」，規定已公開發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市（櫃）期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應設置獨立董事。

(五) 所有權結構

公司的股東為公司治理的內部機制。公司股東可以透過在股東會中對公司治理相關提案行使表決權或是直接與管理階層溝通的方式來影響企業公司治理實務的運作 (Davis and Thompson, 1994) 。

柯承恩(2000) 指出在公司股權非常分散的情況下，由於缺乏明確的大股東，公司的管理階層基本上由負責經營的經理人掌握。此時，公司治理的重點在於如何設計一套制度，使得外部股東能夠監督公司的經理人。而當公司股權集中的情況下，由於股權集中在有控制權的主要股東手中，公司管理階層可能是由主要股東擔任或由其聘任的經理人擔任。在此種情況下，公司治理的重點在於如何防止主要股東只顧自己的利益，或甚至利用利益輸送而侵害到一般小股東的權益。也指出公司治理不好的代價，大部分是由小股東承擔。

依照 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論，當管理階層持股比率較低的時候，經理人員的利益目標和股東的利益目標不一致的程度增加，經理人員會減少極大化工作表現的意願，而外部股東為避免自身利益受到損害，會去監控經理人員的行為，因此產生代理成本。另一方面，根據 Morck et al. (1988)所提出之利益收斂假說，當管理階層持股比率較高時，較不會做出損害公司利益的行為。因為當管理階層持股比例較高時，其自身的利益和企業的利益目標趨於一致，損害公司利益的同時也會傷害到自身利益，因此會有較大的誘因去增加公司績效。

第二節 自願性揭露

自願性揭露是指公司的揭露程度超過一般公認會計準則或法令的規定程度，代表公司管理階層可自由的選擇在年報中是否要揭露會計或是其他可供使用者作決策的相關資訊。

Loh (2002)指出增加自願性資訊揭露程度及資訊揭露即時性會帶給企業許多好處，包括提高對管理階層的信任度、更多的長期投資者、更多的市場關注、增加資金及減少資金成本等。Foster (1986)則在其研究中描述了資本市場對財務報導的影響。當企業在投資市場中有許多競爭者，投資人會根據企業及其競爭者所提供的債券類型、條件及預期的報酬來選擇投資組合。因為對於企業品質及債券的不確定，投資人需要有資訊以用來評估公司及債券的現金流量、及現金流入時點等資訊。因此，如果企業自願揭露相關的資訊來滿足投資人的需求，投資人評估過後就有可能會購買公司的債券，公司也就可以提高資金。Botosan (1997)透過實證研究證明了資訊揭露會影響權益資金成本。而資訊揭露的越多和越及時，將會減少交易成本和盈餘預測的錯誤及增加外界對公司債券的需求。

然而，企業在做資訊揭露的同時，相對也會產生揭露成本，如資訊取得成本、處理成本、私有資訊成本等。其中私有資訊成本包含競爭劣勢和政治成本。舉例來說，企業可能會因為揭露了商品資訊，因而透露過多商業情報給競爭者，進而處於競爭的劣勢；也可能會引起國稅局的關注，而增加稅賦上的負擔。因此，在做自願性揭露的決策時，私有資金成本的考量特別重要，因為該成本對公司可能存有潛在的傷害。Choi and Levich (1990)在其研究中曾訪談跨國企業的高階主管，主管們表示在做資訊揭露的決策時，會平衡資金成本所帶來的利益和準備及提供資訊的成本及揭露對競爭的潛在影響。因此，可以預期企業只有在資訊揭露帶來的利益超過直接和間接成本時才會提供自願性揭露。

過去學者曾探討公司經理人願意提供自願性揭露的動機。一般來說，經理人自願將資訊揭露給資本市場的動機有下列六種說法(Healy and Palepu, 2001)：

(一)資本市場交易假說 (capital market transaction)

當公司經理人和外部投資人之間存在資訊不對稱的情形時，企業向外融資的成本會提高。因此，當經理人預期有外部融資需求時，會想藉由提高自願性揭露程度來減少向外融資的成本 Myers and Majluf (1984)。Barry and Brown (1985,1986)、Merton (1987) 指出當經理人和外部股東之間存在資訊不對稱，經理人欲透過自願性揭露來減少資訊不對稱，進而減少資金成本。

(二)公司控制權競賽假說 (corporate control contests)

當公司股價表現不好時，董事會和股東會要求經理人為其負責，也增加經理人的被替換的風險。因此基於股價下跌及盈餘表現不好所伴隨之喪失工作的風險，經理人會希望藉由資訊揭露去減少股價被低估的可能性及解釋盈餘表現不好的原因。

(三)股票薪酬假說 (stock compensation hypothesis)

經理人的薪酬除了用現金支付外，還可能有各種不同的股票基礎給付計畫。這些不同的薪酬計畫使的經理人有誘因去提高自願性揭露程度。例如：經理人若要出售所持有的股票，為了符合內部交易法法規及增加公司股票流動性，經理人須揭露這些私有資訊。Miller and Piotroski (2000) 指出公司經理人的薪酬中如果含有股票選擇權時，更有可能去揭露關於盈餘預測的資訊來讓股票市場更活絡。

(四)訴訟風險假說(litigation cost hypothesis)

股東對經理人提起訴訟的風險會影響經理人作資訊揭露的決策，其帶來影響有兩個面向。其一，經理人若未適當或即時的揭露資訊可能會導致經理人被控告。Skinner (1994) 發現當公司有壞消息時，經理人會偏向事先揭露資訊，以減少訴訟成本。其二，訴訟風險會使的經理人較不願意揭露資訊，特別是和盈餘預測有關的資訊。

(五)經理人才訊號假說(Management talent signaling hypothesis)

Trueman (1986) 認為優秀的經理人會想要自願揭露更多的盈餘預測資訊，藉以彰顯它們的能力。

(六)財產權成本假說(Proprietary cost hypothesis)

當揭露的資訊會損害到商品在市場上的競爭地位時，即使會因此而增加資金成本，企業也傾向不揭露資訊。

另外，國內學者吳安妮(1991)也曾提出公司規模、好消息、修正預測、引導預測、獨占能力、市場佔有率、勞力密集度、盈餘變異性及資本需求是會影響經理人員自願揭露盈餘預測資訊給外界之決定因素。



第三節 自願性揭露與公司治理

過去發生許多弊案，其發生原因之一即為代理問題所導致。例如美國的安隆案，又例如國內發生的力霸案、博達案。因此，為解決代理問題，主管機關開始加強宣導公司治理的重要性，企業透過加強公司治理，來增加投資人的信心。而資訊揭露即為實施公司治理的主要構面之一。資訊揭露程度被視為是公司治理實行的結果，在好的公司治理之下，企業揭露的品質會較好，減少外部股東和公司經理人及機構投資人和少數股東間的資訊不對稱，資訊也會更加透明(Haaf et al, 2008)。國際組織 OECD 在 2004 年提出的公司治理原則中即提到公司治理架構應確保即時且正確揭露任何攸關公司的重大資訊，包括財務狀況、經營績效、股權概況及公司治理等。我國在「上市上櫃公司治理實務守則」第二條明定提升資訊揭露透明度乃公司治理之原則之一；另證券交易法第三十六條及證券交易法施行細則第七條著重於財務資訊之揭露及對股東權益之影響，而財務資訊的傳遞往往可以顯現出公司治理的成果與效益。

Jenson and Meckling (1976) 提出了一個架構，連結企業的揭露行為到公司治理。公司治理機制是用來控制代理問題以確保管理階層所做的決策符合股東的最大利益。理論上，內部公司治理機制對公司揭露的影響可能是緊密結合的或有相互替代性的。如果是緊密結合的，代理理論認為設置更多的公司治理機制將會增進公司的內部控制，可以加強對經理人的監督，減少企業的投機行為並降低資訊不對稱，因此可預期會有更多的自願性揭露 (Leftwich et al., 1981; Welker, 1995)。因為在內部公司治理機制加強監控的環境下，經理人較不可能為了自身利益去隱匿資訊，反而會致力於提升資訊揭露程度及財務報表的品質。另一方面，如果內部公司治理機制對公司揭露程度影響是有相互替代性的，即設置更多的內部公司治理機制並不會增加企業的揭露程度，因為一個公司治理機制會替代掉另外一個。也就是說，如果企業的既存的內部監控機制可以減少資訊不對稱，就不需要再增加其他公司治理機制了。這些矛盾的觀點雖尚未得到解決，然而，Hill (1999) 主

張沒有一個機制可以解決所有的問題，單一的機制不會是公司治理的萬靈藥，需要一個系統去反覆地確認和平衡。因此，過去研究中大多認為內部公司治理機制對資訊揭露程度的有正向的影響。

獨立董事佔董事會席次比例

獨立董事被視為是監督經理人行為的重要內部控制機制(Rosenstein and Wyatt, 1990)，可以解決經理人和外部股東之間的代理問題(Pound, 1995；Fama, 1980；Fama and Jensen, 1983)，因此公司的資訊揭露程度會間接被獨立董事所影響。也就是說，為了提升公司治理，獨立董事會影響管理階層的揭露決策，希望可以藉由讓資訊更透明來減少資訊不對稱。而若獨立董事佔有越多董事會的席次，對董事會的控制也越大，將有更大的影響力來使經理人揭露更多的資訊 (Haniffa and Cooke, 2002)。Chen and Jaggi (2000) 研究結果指出獨立董事所佔席次比例與公司強制性揭露和自願性揭露程度皆為正相關。Leftwich et al. (1981)、Fama and Jensen (1983)認為若獨立董事佔董事會中的席次比例越高，能更有效的發揮其監督功能，進而可以預期公司有更多的自願性揭露。Forker (1992) 則發現獨立董事佔董事會席次比例越高，會加強財務資訊揭露品質的監控，並減少被隱匿的資訊。國內研究中，楊雅惠(2004)、林岳賢(2006)的研究都支持獨立董事的比例越高，資訊揭露的透明度越高。

然而，在 Eng and Mak (2003) 的研究結果顯示獨立董事人數的增加會減少自願性揭露的程度，兩者呈負相關，表示獨立董事和資訊揭露間是具有相互替代性的。Ho and Wong (2001)的研究結果也不支持增加董事會中獨立董事人數對公司的自願性揭露程度有幫助。可能的解釋為獨立董事會監督公司的資訊揭露程度及品質須符合一般公認會計準則相關法規，但對於超過非強制性規定的揭露，其態度是較不積極的。

經理人持股比例

根據 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論，當經理人持股比例較低的時候，經理人與股東的利益目標不一致的程度增加，為防止經理人為了自利而做出損害股東利益的行為，外部股東的監控成本會增加。假設代理成本的提升會降低經理人的薪酬，此時經理人便有動機去透過各種方法減少代理成本。其中之一，便是透過自願揭露更多的資訊，讓股東知曉經理人所做的決策和行為，以減少股東的監控，進而減少代理成本。Ruland et al. (1990)的研究結果發現，當經理人員持股比率較低時，會比經理人員持股較高的公司更容易揭露公司未來盈餘預測資訊，以減少投資人對代理問題的疑慮。Eng and Mark (2003) 研究結果證明當經理人持有股份越少時，會增加監控管理階層的需要，也因此企業的自願性揭露程度會增加。李孟芳(2003)在其研究中探討管理階層持股比率與企業資訊揭露品質之關聯，結果為不顯著之負相關，不顯著之原因可能為其研究樣本公司的經理人持股比例非高度集中，以 Prasad and Merikas (1990)的研究結果來解釋，只有在經理人持股比例較高時，才具有影響和傳遞公司價值的訊息效果，若持股比率較低則不會有此現象。

然而，林岳賢 (2006) 則認為根據「趨向利益假說」，當管理人持股比例越高，為追求自身利益且負擔損失責任越大，資訊揭露會更透明，兩者為正相關。

大股東持股比率

柯承恩 (2000) 指出在公司股權非常分散的情況下，由於缺乏明確的大股東，公司的管理階層基本上由負責經營的經理人掌握。此時，應加強公司治理，使得外部股東能夠監督公司的經理人。Eng and Mark (2003)在其研究中檢視所有權結構與自願性揭露的關係。其認為當公司股權分散，對於小股東有增加監控的必要，因此預期當大股東持股比例越低，自願性揭露程度會越高。在 Mckinnon and Dalimunthe (1993)、 Mitchell et al. (1995)、 Schadewitz and Blevins (1998)和楊雅惠(2004)的研究結果證明大股東持股比例和資訊揭露程度呈現負相關。

La Porta et al. (1999) 透過實證研究證明大股東和小股東之間存在利益衝突，即所謂的核心代理問題。在其研究中，先從樣本公司中找出擁有最大投票權的股東即控制股東，發現控制股東常利用金字塔結構、交叉持股及參與管理等方式來增加對公司的控制權。而當控制股東能有效控制公司時，會以極大化自己的利益為優先，其決策常常會導致小股東的利益被剝奪。林岳賢(2006) 研究結果發現台灣電子業普遍存在高度持股比重，當大股東持股比率愈高，對於企業的控制權越大，會以追求自身利益為優先，進而會影響到公司對外發布的財務訊息品質，使得資訊揭露不透明。

此外，機構投資人擁有較多的資金，往往會成為公司的大股東。根據 Pound (1988)所提出的效率監督假說，認為機構投資人因擁有豐富的資源、經驗和專業的人才，能比一般小股東更專業、有效率的監督公司。因此，可以預期機構投資人持股比率越高對資訊揭露程度越高。El-Gazzer (1988)指出機構投資人持股比率越高可能會導致一個較高的自願性揭露水準。然而，李孟芳(2003)的研究結果顯示當控制股東為法人型態時，對資訊揭露品質有負面的影響。

政府機構持股比例

Eng and Mark (2003) 在研究中檢視了政府持股比例對自願性揭露的影響。研究樣本中有政府持股比例 20%~80%的上市私人公司稱為與政府相關聯企業。這些企業和一般私人企業的經營並無不同，但是可能須考慮與國家利益相關的目標而非只是企業純粹的利益目標。這些國家利益目標可能和企業的商業目標相衝突(Mak and Li, 2001)，也就是加強股東價值可能並非這些政府相關聯企業的主要目標。因為這些相衝突的目標，因此需增加與公司其他股東之間的溝通，因此，政府相關聯企業會比其他非政府相關聯企業的自願性揭露程度來的更多。而在林岳賢(2006)則認為政府機構為各項公司法規制定者及監控者，其持股比例越高，應愈能發揮其專業監督效果，資訊的揭露亦會更加透明。黃寶璋(2004)研究結

果顯示政府機構持股比例和非財務性資訊揭露水準之間為顯著正相關，與財務興資訊露水準間則為不顯著之正相關。楊雅惠(2004)的研究結果則顯示政府持股比例和自願性揭露皆為不顯著相關。

第四節 其他會影響自願性揭露的變數

除了前三節所述，過去研究尚有探討其他影響自願性揭露之因素，彙整如下：

(一) 簽證會計師事務所規模

四大會計師事務所因有較高的審計公費、會花較多的時間在查核上、加上比起其他非四大會計師事務所的訴訟相對較少，因此可推斷四大會計師事務所的審計品質較好(DeAgelo, 1981 ; Francis and Simon, 1987 ; Palmrose, 1988)。另外為了維護其聲譽，規模較大的事務所也會致力於減少查核錯誤，使審計品質更好(DeAgelo, 1981)。審計品質為公司治理的一環，因此可以預期由規模較大的會計師事務所查核的公司，其公司治理會較好，連帶資訊揭露也會較透明。Forker (1992)認為規模較大的會計師事務所，查核客戶的資訊揭露品質會較好，但其研究結果未支持此說法。金志遠(2000)、呂宜峰(2004)透過實證研究發現規模較大的會計師事務所與資訊揭露程度間呈正相關。

(二) 公司規模

Gaber (1985)認為公司大小與代理成本間有極大的關係。當公司規模越大，相對小規模公司代理成本會越高。因此，為降低代理成本，公司可能會藉由主動提供資訊給外界來降低資訊不對稱。吳安妮(1991)實證研究結果證明公司規模越大，經理人員越可能主動提供盈餘預測資訊給外界。

Depoers (2000)則指出資訊的處理的過程是非常耗費成本的，一般來說大規模的公司較能負擔這項成本。規模較大的公司往往擁有較多高技術人員和複雜的資訊管理系統，使的他們可以處理大量的公司資訊。此外，隨著公司規模的提升，

子公司的數量和營業活動往往也會跟著增加，管理階層就必須處理更多的資訊，再加上投資大眾與分析師對公司資訊需求的增加，公司提供自願性揭露的機率也會提升。在 McNally et al. (1982)、Chow and Wong-Boren (1987)、Hossain et al. (1994)及 Meek et al. (1995)的實證研究中都發現公司規模和企業自願性揭露程度之間為正相關。

(三)負債比率

Jensen and Meckling (1976)、Smith and Warner (1979)認為，當企業的資本結構中負債比率越高，代理成本也會越高。因此可以推斷自願性揭露程度和負債比率之間可能存在正相關。然而，過去學者的研究對於兩者的關係存在不一致的說法。Hossain et al. (1995)發現資訊揭露程度和負債比率之間存在顯著的正相關。Chow and Wong-Born (1987)則發現兩者間並無顯著關係。

(四)股東權益報酬率

過去關於股東權益報酬率與揭露程度間的關係存在不一致的看法。Gul and Leung (2004)發現兩者呈顯著的正相關。但 Eng and Mak (2003)的研究結果中呈現不顯著相關。林岳賢(2006)也發現兩者呈現不顯著關係，且方向具不一致性，顯示隨著各公司的環境不同，股東權益報酬率對資訊揭露的影響亦會有所差異。

(五)產業

根據 Verrecchia (1983)的研究中指出，不同產業類別也會影響資訊揭露程度。舉例來說，以化學產業來看，由於該產業的產品需投入許多研發成本，才能研製而成，因此最忌諱產品商業機密被同業知曉，因此關於研發成本的資訊揭露它們會格外謹慎，以免洩漏產品相關資訊給競爭者，而喪失產品上市的先機。而隨著產業的不同，需謹慎揭露的資訊也會不同。因此，可以預期自願性揭露程度會被產業所影響。

第三章 研究方法

本章共分為四節。第一節根據第二章之文獻探討發展本研究之假說，第二節說明相關變數之定義及衡量方式，第三節說明本研究之分析方法，第四節說明樣本選取及資料來源。

第一節 研究假說

本研究欲探討公司治理如何影響企業之自願性資訊揭露行為，主要著重公司治理中的董事會組成和所有權結構對自願性揭露之影響。研究中使用獨立董事佔董事會的席次比例來做為董事會組成的衡量變數；所有權結構則利用經理人持股比率、大股東持股比率及政府持股比率衡量變數。

Jenson and Meckling (1976) 提出了一個架構，連結企業的揭露行為到公司治理。公司治理機制是用來控制代理問題以確保管理階層所做的決策符合股東的最大利益，而資訊揭露可以視為是公司治理的成果。理論上，內部公司治理機制對公司揭露的影響可能是緊密結合的或有相互替代性的。如果是緊密結合的，代理理論認為設置更多的公司治理機制將會增進公司的內部控制，可以加強對經理人的監督，減少企業的投機行為並減少資訊不對稱，因此可預期會有更多的自願性揭露 (Leftwich et al., 1981; Welker, 1995)。另一方面，如果內部公司治理機制對公司揭露程度影響是有相互替代性的，即設置更多的內部公司治理機制並不會增加企業的揭露程度，因為一個公司治理機制會替代掉另外一個。也就是說，如果企業的既存的內部監控機制可以減少資訊不對稱，就不需要再增加其他公司治理機制了。然而，Hill (1999) 主張沒有一個機制可以解決所有的問題，單一的機制不會是公司治理的萬靈藥，需要一個系統去反覆地確認和平衡。因此，目前的研究中有關於內部治理機制對公司揭露程度的影響多認為是正相關的。

獨立董事佔董事會的席次比例

Pound (1995)指出董事會在企業中扮演控制功能的角色，可以解決經理人與

外部股東之間的代理問題，而董事會功能的強弱與組成結構有關。因為內部董事在企業內任職，其監督功能的客觀性受到質疑(Weisbach, 1988)，故獨立董事在執行董事會的監督效率上優於內部董事(李建然、廖秀梅和廖益興，2003)。因此，獨立董事被視為是監督經理人行為的重要內部控制機制(Rosenstein and Wyatt, 1990)，可以解決經理人和外部股東之間的代理問題(Pound, 1995；Fama,1980；Fama and Jensen,1983)，進而間接影響公司的資訊揭露程度。也就是說，為了提升公司治理，獨立董事會影響管理階層的揭露決策，希望可以藉由讓資訊更透明來減少資訊不對稱。而若獨立董事佔有越多董事會的席次，對董事會的控制也越大，將有更大的影響力來使經理人揭露更多的資訊 (Haniffa and Cooke, 2002；Chen and Jaggi, 2000),揭露品質也會更好(Forker, 1992)。Leftwich et al. (1981)、Fama and Jensen (1983)、楊雅惠(2004)及林岳賢(2006) 研究指出董事會中獨立董事的比例越多，越能發揮其監督功能，因而自願性揭露程度也會越高。因此，本研究預期獨立董事佔董事會的席次比例越高，企業自願性揭露的程度越高。並以此建立假說一：

假說一(H1)：獨立董事佔董事會席次比例越高，則公司的自願性揭露程度越高。

經理人持股比例

當經理人的持股比例越低，經理人利益目標和外部股東利益目標不一致的程度增加，便會產生代理問題。外部股東為解決代理問題將會監控經理人員，進而產生監控成本(即代理成本)(Jensen and Meckling, 1976)。此時，為了減少代理成本，經理人會透過自願揭露更多的資訊給外部股東，讓外部股東知曉經理人的決策，以減少外部股東對經理人員的監控，進而減少代理成本。也就是說，自願性揭露程度和代理成本是相互替代的。Ruland, Tung and Georage (1990)和 Eng and Mark (2003)研究結果發現，當經理人持股比率較小時，揭露揭露程度會較高。李孟芳(2003)在其研究中探討管理階層持股比率與企業資訊揭露品質之關聯，結果

為不顯著之負相關。因此，本研究預期隨著經理人持股比例的減少，公司會有更多的自願性揭露，建立假說二：

假說二(H2)：經理人員持股比例越低，則公司的自願性揭露程度越高

大股東持股比例

柯承恩(2000)指出在公司股權非常分散的情況下，由於缺乏明確的大股東，公司的管理階層基本上由負責經營的經理人掌握。此時，應加強公司治理，使得外部股東能夠監督公司的經理人。Eng and Mark (2003)在其研究中檢視所有權結構與自願性揭露的關係。其認為當公司股權分散，對於小股東有增加監控的必要，因此預期當大股東持股比例越低，自願性揭露程度會越高。在 Mckinnon and Dalimunthe (1993)、 Mitchell et al. (1995)、 Schadewitz and Blevins, (1998)和楊雅惠(2004)研究結果指出大股東持股比例和資訊揭露程度呈現負相關。

另外，大股東和小股東之間存在利益衝突，即核心代理問題(La Porta et al., 1999)。當大股東持股比例越高，對企業控制權越大，會以極大化自身利益為優先，所做的決策往往導致小股東權益被剝奪。林岳賢(2006)透過實證研究證明當大股東持股比例越高，為了追求自身利益，往往會影響到財務訊息品質，進而使資訊揭露不透明。因此，本研究預期當股權越分散，大股東持股比例越低時，需增加監控成本，進而使的公司的自願性揭露程度增加，並以此建立假說三：

假說三(H3)：大股東持股比例越低，則公司的自願性揭露程度越高

政府機構持股比例

政府機構持股為投資大眾的一個重要參考指標。而其又為法律的制定者及監督者，其持股比例越高，應愈能發揮其專業監督效果，資訊的揭露亦會更加透明(林岳賢，2006)。Eng and Mark (2003) 研究中檢視了政府持股比例對自願性揭露的影響。研究樣本為新加坡公司有政府持股 20%到 80%之間的私人企業。這些

企業與一般其他私人公司經營並無不同，但是可能會受到政府持股的影響而須朝與國家利益相關的目標邁進，而非只考慮企業純粹的利益目標。這些目標可能和企業的商業目標相衝突(Mak and Li, 2001)，因而需透過更多的揭露來與其他股東進行溝通。研究結果證實政府持股比例和自願性揭露為顯著正相關。黃寶璋(2004)研究結果也顯示政府機構持股比例和非財務性資訊揭露水準為正相關。故本研究預期政府持股比例和公司自願性揭露程度間為正相關，並以此建立假說四：

假說四(H4)：本研究預期政府持股比例越高，則公司的自願性揭露程度越高

第二節 研究變數之定義與衡量

本研究在探討董事會特性和所有權結構與企業自願性揭露程度之關係時，在模型中使用的變數如下：

一、董事會特性

1.獨立董事佔董事會的席次比例 (OUTDIR)

根據證交所及櫃買中心之審查準則要求，自 2002 年 2 月申請上市 (櫃) 公司，董事會成員中應包括至少獨立董事兩人，故本研究將其作為影響自願性揭露的變數。其衡量方式如下：

$$\text{OUTDIR} = \text{獨立董事人數} / \text{董事會人數} * 100\%$$

二、所有權結構

1.經理人持股比率 (MOWN)

公司內部經理人或集團經理人持股率(不含董監事及大股東)。其衡量方式如下：

$$\text{MOWN} = \text{經理人平均持股數} / \text{公司流通在外股數} * 100\%$$

2.大股東持股比率 (BLOCK)

台灣證券交易所定義持股 10% 以上(不包括 10%)者為大股東。年報、公開說

明書上定義之大股東為前 10 名或持股率大於 5% 以上者。本研究就採用台灣經濟新報資料庫之定義，大股東包含台灣證券交易所公佈之大股東持股數+年報/公司說明書揭露之主要股東持股數+該年月排名前 10 名之主要股東持股數(若為董監事本人及經理人本人持股不納入計算)。其衡量方式如下：

BLOCK：大股東平均持股數 / 公司流通在外股數*100%

3. 政府機構持股比率 (GOV)：

本國政府機構持股比例。其衡量方式如下：

GOV=政府機構平均持股數 / 公司流通在外股數*100%

三、控制變數

1. 簽證會計師事務所規模 (AUDITOR)

四大會計師事務所比起其他非四大會計師事務所的審計品質來的良好 (DeAgelo, 1981)。審計品質為公司治理的一環，因此可以預期由規模較大的會計師事務所查核的公司，其公司治理會較好，連帶的資訊揭露也會較透明。金志遠(2000)、呂宜峰(2004)透過實證研究發現規模較大的會計師事務所與資訊揭露程度間呈正相關。本研究採用虛擬變數衡量簽證會計師事務所規模，來探討其對自願性揭露程度的影響。衡量方式如下：

AUDITOR：若企業由四大會計師事務所(勤業眾信、資誠、安侯、安永)所查核則變數值為 1，否則為 0

2. 公司規模(FSIZE)

在代理理論下，隨著公司規模的增加，代理成本也會提升(Jensen and Meckling, 1976)。為減少代理成本，管理階層會藉由提高資訊揭露程度使股東了解經理人所作之決策及公司狀況。在過去研究中，多數證明公司規模越大，自願性揭露程度會越高(Depoers, 2000、McNally et al., 1982、 Chow and Wong-Boren, 1987、 Hossain et al., 1994、 Meek et al., 1995)。一般來說，公司規模越大，總資產會越多。Shalit and Sanker (1977) 研究結果證實總資產或股東權益為衡量公

司規模最適當的指標。因此，本研究利用總資產來當作公司規模的衡量變數，以檢視其對自願性揭露程度的影響。其衡量方式如下：

$$FSIZE = \text{資產總額}$$

3. 負債比率(DEBT)

過去學者的研究對於兩者的關係存在不一致的說法。Hossain et al. (1995) 發現資訊揭露程度和負債比率之間存在顯著的正相關。Chow and Wong-Born (1987) 則發現兩者間並無顯著關係。其衡量方式如下：

$$DEBT = \text{負債總額} / \text{資產總額} * 100$$

4. 股東權益報酬率(ROE)

過去關於股東權益報酬率與揭露程度間的關係存在不一致的看法。Gul and Leung (2004) 研究結果發現兩者呈顯著的正相關。但在 Eng and Mak (2003) 的研究結果中呈現不顯著相關。林岳賢 (2006) 研究發現兩者呈現不顯著關係，且方向具不一致性，顯示隨著各公司的環境不同，股東權益報酬率對資訊揭露的影響亦會有所差異。其衡量方式如下：

$$ROE = \text{稅後淨利} / \text{平均股東權益} * 100$$

四、自願性資訊揭露程度

本研究自願性資訊揭露程度的衡量指標係採用由台灣證券交易所及證基會所建置的「資訊評鑑系統」第八屆的評鑑結果。該資料期間為 99 年 1 月 1 日至 99 年 12 月 31 日，以上市櫃公司輸入「公開資訊觀測站」及公告於企業網站的資訊為分析依據，來評鑑企業資訊揭露的透明度。惟受限於權限，該系統參考國際慣例，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。該系統的資訊揭露指標包含資訊揭露相關法規遵循情形、時效性指標、預測性財務指標、年報相關指標及企業網站相關指標等五大類，另外再根據自願性揭露之評鑑指標選出自願性揭露較透明的公司。原則上一般受評公司列入自願性揭露之評鑑指標共有 48 項指標；惟金控公司及銀行業因年報應行記載事項準

項之規定與一般受評公司不同，故部分指標不列為其自願性揭露指標。本研究採用虛擬變數來衡量自願性揭露程度，衡量方式如下：

VD = 被評鑑為自願性揭露資訊較透明公司則變數值為 1，否則為 0

第三節 分析方法

本研究採用以下幾種分析方法：

一、敘述性統計

針對所蒐集的各项變數資料，做初步的敘述性統計分析，以瞭解各變數之基本特性。

二、相關性分析

本研究採用皮爾森相關係數(Pearson correlation coefficient)來做相關性分析，藉由相關性分析初步了解應變數與自變數之間的關聯，及測試自變數之間是否存在複共線性(Multicollinearity)的問題。若自變數間存在複共線性，可能會導致迴歸結果有偏差。故在做迴歸分析之前，須先分析自變數間是否存在高度相關。

三、迴歸分析

本研究模型的應變數為二擇一的類別變數，其值以 0 或 1 表示，採用邏吉斯迴歸模型較一般線性迴歸模型更為適合(Stone and Rasp, 1991)，故本研究採用邏吉斯迴歸模型來檢定假說是否成立。

第四節 樣本選取與資料來源

一、樣本選取

本研究之樣本取自證基會所建置的「資訊評鑑系統」第八屆的受評上市櫃公司。該評鑑系統原則上是以全體上市櫃公司(不含管理股票及興櫃股票)為適用對象，但如果評鑑資料分析期間內(第八屆為99年1月1日至99年12月31日)掛牌為買一年之上市櫃公司，因資料不足不列入評鑑。另外，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，亦不列入受評對象：

1. 變更交易方法⁴
2. 停止買賣⁵
3. 終止上市櫃⁶
4. 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。但該情事超過三個評鑑年度者，不在此限
5. 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
6. 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

第八屆的受評公司有上市公司 715 家、上櫃公司 485 家，共 1190 家公司。再刪除資料不全之公司 7 家，餘 1183 家公司為模型一的樣本數。樣本選取說明詳表 3-1。

⁴依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第四十九條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條規定。

⁵依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之一規定。

⁶依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條之一及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之二規定。

表 3-1 樣本公司選取說明

樣本公司	家數
全體上市櫃公司	1346
評鑑資料分析期間內掛牌未滿一年	(74)
有特殊因素不列入受評 ⁷	(82)
列入受評之上市櫃公司	1190
資料不全公司	(7)
最後選取樣本數	<u>1183</u>

二、資料來源

應變數自願性資訊揭露程度之衡量指標取自證基會建置的第八屆「資訊評鑑系統」之評鑑結果。證基會在推動投資人服務與保護工作、承辦從業人員證照資格測驗及建立獨立董監人才資料庫等方面，累積有相當的公信力，亦符合執行評鑑工作應具備之公正性與獨立性，故本研究選用其評鑑結果作為本研究的應變數。該系統的評鑑指標是主要參考國外相關評鑑之指標設計，並考量國內市場實際需求與相關法規要求來制定。此外，為減少人為判斷之主觀性，在指標設計上亦參考國外制度採「是」或「否」問項之設計。而評鑑工作主要由證基會邀集學者專家組成的資訊揭露評鑑委員會及證基會內部研究員組成之資訊揭露評鑑工作小組共同規劃與執行。依據評鑑指標，評鑑人員採取內部訂定之資料蒐集、分析程序進行評鑑。此外，為使評鑑工作系統化，證基會更藉由評鑑輔助資訊系統之輔

⁷ 特殊原因只評鑑資料分析期間(99.1.1.至 99.12.31)至評鑑結果公布前，有變更交易方法、停止買賣、終止上市櫃、董事長及總經理違反為違反法規或因誠信問題被起訴、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及經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他特殊事由者。

助，以增進資訊揭露評鑑之客觀合理。資訊評鑑系統之自願性揭露衡量指標詳表 3-2。

自變數獨立董事佔董事會席次比例、經理人、大股東和政府持股比例、控制變數之查核會計師事務所規模等變數資料取自台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫之「控制持股及董監結構」。

控制變數之公司規模、負債比率及股東報酬率等變數資料取自台灣經濟新報社之「公司財務專區」。

表 3-2 自願性揭露衡量指標

時效性評鑑指標 (11 項)

-
- 1 公司是否及時公布合併月營收報告？
 - 2 公司是否及時公布月營業利益及稅前損益？
 - 3 公司年度財務報告是否於年度結束後兩個月內完成申報？
 - 4 公司年度財務報告是否於年度結束後三個月內完成申報？
 - 5 公司半年度財務報告是否於半年度結束後一個月內完成申報？
 - 6 公司第一季及第三季合併財務報表是否於第一季及第三季結束後一個月內完成申報？
 - 7 公司股東會議事手冊及會議補充資料是否於股東常會開會 30 日前完成申報公告？
 - 8 公司英文版股東會開會通知、議事手冊及會議補充資料是否於股東常會開會 21 日前完成申報公告？
 - 9 公司是否申報英文版股東會年報，並於股東會開會前上傳於公開資訊觀測站？
 - 10 公司於申報中文重大訊息時，是否同步申報英文重大訊息？
 - 11 公司是否採 XBRL 格式及時申報財務報告？

預測性評鑑財務指標 (2 項)

12 公司當年度是否自願公開財務預測？

13 公司當年度是否自願公開合併財務預測？

年報相關評鑑指標 (15 項)

14 公司年報是否揭露國內會計原則針對國際會計原則(或美國一般公認會計原則)所作的調節？

15 公司年報是否揭露資產負債評價科目提列方式的評估依據及基礎？

16 公司年報是否揭露股票及存託憑證以外之金融商品，係以買價或賣價決定其公平價值？

17 公司年報是否揭露給付同一簽證會計師及其所屬會計師事務所關係企業之其他非審計公費的金額與性質？

18 公司年報是否揭露研發投資計畫及進度？

19 公司年報是否揭露具行業特殊性的關鍵績效指標 (Key Performance Indicator, KPI)？

20 公司年報是否揭露風險管理之組織架構？⁸

21 公司年報是否揭露經理人參與公司治理有關之進修與訓練？

22 公司年報是否揭露與財務資訊透明有關人員，其取得主管機關指明之相關證照情形？⁸

23 公司年報是否揭露員工行為或倫理守則之有無？

24 公司年報是否揭露內部重大資訊處理作業程序之有無？

25 公司年報是否揭露工作環境與員工人身安全的保護措施？

26 公司年報是否揭露個別董事及監察人酬金的細目？(除依法規規定須揭露本項資訊者外)

⁸為金控公司及銀行業因年報應行記載事項準項之規定與一般受評公司不同，而排除之指標。

27 公司年報是否揭露前十大取得員工分紅人士之姓名、職位及前十大分紅總數？

28 公司年報是否揭露股東大會決議事項執行情形之檢討？

企業網站相關評鑑指標 (20 項)

29 公司是否建有企業網站並將公開資訊？

30 公司網站是否揭露股東會年報？

31 企業網站是否以英文（或其他外文）揭露公開資訊（需含完整財報資料）？

32 企業網站是否以英文揭露完整股東會相關資訊？

33 公司網站是否揭露月營業利益(金融控股公司、銀行、證券、期貨、票券金融公司揭露繼續營業部門損益)及當年度累計營業利益資訊？

34 公司網站是否揭露月營收報告及之前二十四個月之月營收報告？

35 公司網站是否揭露如何依照證交法所訂資格條件選任獨立董事之相關訊息？

36 公司網站是否揭露董事會決議事項？

37 公司網站是否揭露完整之董事會議事錄？

38 公司網站是否揭露股利及股價資訊？

39 公司網站是否揭露公司重大訊息？

40 公司網站是否揭露公司章程、取得或處分資產、資金貸與、背書保證及衍生性商品交易等作業程序？

41 公司網站是否建置股東問題回答功能？

42 公司是否揭露有無召開法人說明會並將簡報置於公司網站？

43 公司網站是否揭露法人說明會全程之錄音或錄影檔？

44 公司股東得以書面或電子方式行使股東會表決權，且行使之方法及執行情形是否於企業網站 揭露？

45 公司網站是否揭露董監事(不含獨立董事)選舉採用提名制並揭露相關規範？

46 公司網站是否揭露公司組織架構，並載明經理人之設置、職稱及權責？

47 公司網站是否揭露內部稽核之組織及運作？

48 公司網站是否揭露企業社會責任報告書？

第四章 實證結果

本章將以實證結果分析公司治理與自願性資訊揭露間的關聯性，第一節介紹各項變數的敘述性統計量；第二節為相關性分析；第三節則為迴歸分析。

第一節 敘述性統計分析

本節先針對各變數先做初步的敘述性分析，包含平均數、標準差、中位數、最大值及最小值，以了解各變數的基本特性，結果如表 4-1。

本研究選樣為 99 年台灣上市櫃公司，並依照模型一的應變數(自願性資訊揭露程度)將 1183 家上市櫃樣本公司區分為應變數為 0 和 1 兩個族群，藉此觀察自變數在不同族群間的敘述性統計。根據表 4-1，在總樣本數 1183 家公司中，應變數為 0 的族群有 1065 家公司，為 1 的族群有 118 家公司，可發現自願性揭露程度較透明的公司占樣本公司約 10%。這顯示自願性揭露水準較高的公司為少數，100 家公司中只有約 10 家公司自願性揭露程度較高。

在自變數方面，在應變數為 1 的族群中，獨立董事佔董事會席次比例及政府持股比率的平均數皆高於應變數為 0 的族群。顯示獨立董事佔有董事會席次比例

越高及政府持股比例越高的企業，其自願性揭露水準較透明，與本研究的預期相符。此外，在應變數為 1 的族群中，大股東持股比例的平均數小於應變數為 0 的族群，符合本研究的預期假設，即當越股權分散時，有增加監控的必要，因此企業的自願性揭露程度會較高。經理人的平均持股比例在應變數為 0 的族群中為 1.5944% 大於應變數為 1 的族群之平均比例 1.1643%，雖與本研究預期方向相符，但兩族群之平均比例相差不大，僅約 0.4%。

在控制變數方面，簽證會計師事務所規模、公司規模、負債比率和股東權益報酬率的平均數，應變數為 1 的樣本族群皆大於應變數為 0 的樣本族群，惟簽證會計師事務所規模在兩個族群中比例相差不大，僅約 0.03%。顯示當公司規模越大，負債比率越高，股東權益報酬率越高，或是由四大會計師事務所查核的公司，其自願性揭露會更透明。

本研究再利用 t 檢定對兩個樣本族群之變數平均數做進一步之檢驗。檢定結果如表 4-1，在 5% 之顯著水準下，獨立董事占董事會席次比例及大股東持股比例在兩個族群之間有顯著差異。另外，在 0.1% 之顯著水準下，政府持股比例在兩個族群下有顯著差異。在控制變數方面，除了簽證會計事務所規模外，公司規模在 0.1% 之顯著水準下，負債比率和股東權益報酬率在 0.5% 之顯著水準下在兩個樣本族群之間皆有顯著差異。

表 4-1 敘述性統計

研究變數	V=1						V=0						T 檢定	
	樣本數	平均數	標準差	最大值	中位數	最小值	樣本數	平均數	標準差	最大值	中位數	最小值	t 值	p 值
OUTDIR	118	19.4835	16.2853	60.0000	22.2222	0.0000	1065	15.9246	16.7649	60.0000	11.8590	0.0000	-2.1941	0.0284*
MOWN	118	1.1643	2.0128	10.6250	0.4350	0.0000	1065	1.5944	2.3606	19.4050	0.6150	0.0000	1.9040	0.0572
BLOCK	118	17.0799	8.1551	48.4700	15.4725	2.7850	1065	19.6827	10.6737	75.9150	17.9350	0.0000	2.5668	0.0104*
GOV	118	3.0851	8.0252	46.2500	0.1050	0.0000	1065	0.5725	3.2509	44.6500	0.0000	0.0000	-6.4943	0.0000***
AUDITOR	118	0.8814	0.3247	1.0000	1.0000	0.0000	1065	0.8526	0.3547	1.0000	1.0000	0.0000	-0.8429	0.3995
FSIZE	118	7.3349	0.9859	9.5126	7.1505	5.6684	1065	6.6653	0.6131	9.6525	6.5862	5.3157	-10.4654	0.0000***
DEBT	118	43.8236	13.5726	82.3282	42.8840	17.0794	1065	40.7086	13.1204	95.0956	40.0959	9.5845	-2.4385	0.0149*
ROE	118	9.6522	9.2937	36.3305	9.5410	-23.0376	1065	7.6368	10.0234	57.8169	8.3599	-41.6736	-2.0869	0.0371*

*p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

VD=自願性揭露水準是否透明 (虛擬變數, 自願性揭露較透明=1, 否=0)

OUTDIT=獨立董事站董事會席次比例

MOWN=經理人持股比例

BLOCK=大股東持股比例

GOV=政府機構持股比例

AUTDIR=簽證會計事務所規模(虛擬變數, 是否為四大會計師事務所查核, 是=1, 否=0)

FSIZE=公司規模(總資產)

DEBT=負債比率

ROE=股東權益報酬率

另外，本研究再將樣本公司依照台灣證券交易所(以下簡稱證交所)所定的產業類別來劃分，分為 20 類產業加 1 類其他類別，以觀察在各個產業中自願性資訊揭露的情形。結果如表 4-2，揭露程度比例為該產業中自願性揭露較透明公司家數佔該產業中公司總數的比例。從表 4-2 可得知，全部產業的平均揭露程度比例約為 9.97%，而各產業的揭露比例皆與全產業的比例差異不大，惟金融保險業的揭露程度比例為 48.84%，明顯大於各產業的比例，可以得知金融保險業的自願性揭露程度比起其他產業來的高許多。因此本研究特別將金融保險業的公司治理變數及控制變數拿出來與總產業相比較，結果如表 4-3。

表 4-2 各產業揭露程度比例

	樣本公司 家數	自願性揭 露較透明 公司家數	揭露程度 比例		樣本公司 家數	自願性揭 露較透明 公司家數	揭露程度 比例
水泥工業	7	1	14.29%	橡膠工業	11	1	9.09%
食品工業	22	1	4.55%	汽車工業	5	1	20.00%
塑膠工業	28	8	28.57%	電子工業	651	52	7.99%
紡織工業	53	4	7.55%	建材營造	52	1	1.92%
電機機械	55	3	5.45%	航運	21	3	14.29%
電腦電纜	13	0	0.00%	觀光	11	1	9.09%
化學工業	38	3	7.89%	金融保險	43	21	48.84%
生技醫療	38	6	15.79%	貿易百貨	18	2	11.11%
玻璃陶瓷	4	0	0.00%	油電燃氣	12	1	8.33%
造紙工業	7	0	0.00%	其他	59	6	10.17%
鋼鐵工業	35	3	8.57%	總數	1183	118	9.97%

如表 4-3 所示，可以看出金融保險業的獨立董事席次比例和政府持股比例大於總產業平均值約 8% 和 4%，與本研究的預期相符，即獨立董事席次和政府持股比例與自願性揭露程度之間呈正相關。然而，金融保險業的大股東持股比例平均數大於總產業平均數，與研究假說不符。經理人持股比例平均數在金融保險業約 0.27%，小於總產業平均數 1.6%，即當經理人持股越低，自願性揭露程度越高，與本研究預期相符。另外控制變數部分，金融保險業的公司規模、負債比率和是否為四大會計師事務所所查核的公司之平均數，皆大於總產業的平均數。惟股東權益報酬率的平均數小於總產業的平均數。

表 4-3 金融保險業與總產業之比較

	金融保險業	總產業
OUTDIR	24.0579	16.2796
MOWN	0.2690	1.5515
BLOCK	22.1933	19.4231
GOV	4.4305	0.8231
AUDITOR	0.9535	0.8555
FSIZE	8.2635	6.7321
DEBT	60.7949	41.0194
ROE	7.6982	7.8378

第二節 相關性分析

本節於進行迴歸分析之前，先以 Pearson 相關係數分析初步了解應變數與自變數間的關聯性，並檢驗自變數間是否有存在複共線性，而影響到迴歸結果。其結果如表 4-4。

由表 4-4 可以得知，在自變數方面，獨立董事佔董事會席次比例和政府持股比例和自願性揭露程度呈正相關，與假說一以及假說四的預期符合。當獨立董事佔董事會席次比例越高，政府持股比例越多時，會增加對公司的監控，因而公司的自願性揭露程度也會增加。而經理人持股比例和大股東持股比例和自願性揭露程度間則呈現負相關，與本研究的假說二及假說三的預期方向符合，即當經理人持股比例和大股東持股比例越低時，公司的自願性揭露較少。此外控制變數會計師事務所規模、公司規模、負債比率和股東權益報酬率皆和自願性揭露程度呈現正相關。

根據 Thomans & Williams (1991) 的看法，相關係數不大於 0.65 者，自變數間便無嚴重的複共線問題存在。由表 4-4 可以看出，本研究所採用之變數除了查核會計事務所規模與大股東持股比例之係數 0.9533、查核會計師事務所與政府持股比例之係數 0.9367 和查核會計師事務所與負債比率之係數 0.6897 外，其餘變數間的相關係數皆小於 0.6，未達 Thomans & Williams (1991) 所定之標準，因此應無高度相關之現象。

由於有三組變數間之相關係數大於 0.65，為避免存在共線性問題進而造成迴歸係數之標準差增加而影響檢定結果，本研究採用 Variance Inflation Factor (VIF) 對變數間進行共線性診斷。一般而言，若 VIF 值大於 10 時表示變數間存在高度共線性問題，本研究透過 VIF 診斷後結果如表 4-5 所示，各個變數間之 VIF 值皆介於 1~2 之間，因此迴歸模型無顯著之共線性問題存在。

4-4 各變數間之 Pearson 相關係數分析

研究變數	VD	OUTDIR	MOWN	BLOCK	GOV	AUTIDOR	FSIZE	DEBT	ROE
VD	1.0000								
OUTDIR	0.0637* (0.0284)	1.0000							
MOWN	-0.0553 (0.0572)	0.1224*** (0.0000)	1.0000						
BLOCK	-0.0745* (0.0104)	-0.0380 (0.1918)	-0.0875** (0.0026)	1.0000					
GOV	0.1857*** (0.0000)	-0.0283 (0.3301)	-0.0878** (0.0025)	-0.0548 (0.0594)	1.0000				
AUDITOR	0.0245 (0.3995)	0.1070*** (0.0002)	0.0298 (0.3051)	-0.0017 (0.9533)	-0.0023 (0.9367)	1.0000			
FSIZE	0.2913*** (0.0000)	-0.1616*** (0.0000)	-0.2130*** (0.0000)	-0.0350 (0.2297)	0.2386*** (0.0000)	0.1345*** (0.0000)	1.0000		
DEBT	0.0708* (0.0149)	-0.0720* (0.0133)	-0.1071*** (0.0002)	0.0781** (0.0072)	0.0631* (0.0299)	0.0116 (0.6897)	0.3440*** (0.0000)	1.0000	
ROE	0.0606* (0.0371)	-0.0458 (0.1155)	0.0620* (0.0330)	0.0155 (0.5948)	0.0321 (0.2705)	0.0369 (0.2051)	0.0831** (0.0042)	-0.0400 (0.1694)	1.0000
樣本數	1183								

*p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

變數定義與表 4-1 相同

第三節 迴歸分析

本節針對第三章所發展出來之假說，採用邏吉斯迴歸模型來檢定假說是否成立。

模型一：

$$VD = \beta_0 + \beta_1 \text{OUTDIR} + \beta_2 \text{MOWN} + \beta_3 \text{BLOCK} + \beta_4 \text{GOV} + \beta_5 \text{AUTITOR} \\ + \beta_6 \text{FSIZE} + \beta_7 \text{DEBT} + \beta_8 \text{ROE} + \epsilon$$

模型一的迴歸結果如表 4-5 所示。在 0.1% 的顯著水準下，獨立董事佔董事會席次比例(OUTDIR)與自願性揭露程度(VD)呈現正相關，表示當在董事會中獨立董事的席次越多，公司會有更多的自願性揭露，與假說一預期方向相符合，且與 Chen and Jaggi (2000)、Faster (1992)、楊雅惠(2004)和林岳賢(2006)研究結論相符合，獨立董事佔董事會的席次比例越高，更能有效的監督公司管理階層，進而公司的資訊揭露會更透明。

在所有權結構方面，本研究將經理人持股、大股東持股和政府機構持股作為所有權結構的衡量變數。假說二假設經理人員持股比例越低，公司會有更多的自願性揭露。研究結果雖與本研究的預期方向相符，但並不顯著，過去 Eng and Mak,(2003)及 Ruland, Tung and George (1990)的研究結果皆為顯著負相關。推論未達顯著原因可能為本研究樣本公司經理人持股比例平均數僅為 1.55%，未達高度集中，因此為不顯著相關。

假說三假設大股東持股比例越低，公司會有更多的自願性揭露。研究結果顯示，在 0.1% 顯著水準下，兩者為負相關，與假說預期相符。與楊雅惠(2004)、林岳賢(2006)研究結論一致，當大股東持股比例越高，對於企業的控制權越大，越容易以自身利益為優先，進而影響企業對外發布的財務資訊品質，使的資訊揭露不透明。

假說四假設當政府持股比例越高時，基於其為法規的制定者與監控者，對公司會有更多的監督效果，因而預期公司會有更多的自願性揭露。迴歸結果顯示，

在 0.1%顯著水準下，政府持股比率和自願性揭露程度呈正相關，與本研究的預期相符，且與 Eng and Mak,(2003)、林岳賢(2006)的研究結果一致。即當政府持股越多，公司的自願性揭露程度會更好。

在控制變數方面，簽證會計師事務所規模和自願性揭露程度呈不顯著之負相關。與金志遠(2000)及呂宜峰(2004)的實證結果，規模較大的會計師事務所與資訊揭露程度間呈正相關並不相符。或許是因為會計師事務所會檢視所查核公司是否有遵循相關法規來揭露資訊，但對於自願性揭露的部分則較不關注。另外，在 0.1%的顯著水準下，公司規模與自願性揭露程度成正相關，代表當公司規模越大，對公司的揭露政策會有正向的影響，與 McNally et al. (1982)、Chow and Wong-Boren (1987)、Hossain et al. (1994)及 Meek et al. (1995)之研究結果相同。而負債比率與自願性揭露程度間呈現不顯著之負相關，股東權益報酬率則在 1%的顯著水準下，與自願性揭露程度之間呈現正相關。



表 4-5 邏輯迴歸分析

應變數 VD						
自變數	預期方向	β	Z 值	顯著性(P 值)	VIF	1/VIF
常數		-9.955	-9.530	0.000***	-	-
OUTDIR	+	0.022	3.360	0.001***	1.06	0.946784
MOWN	-	-0.019	-0.338	0.736	1.08	0.926918
BLOCK	-	-0.030	-2.705	0.007***	1.02	0.975954
GOV	+	0.043	2.601	0.009***	1.07	0.937206
AUDITOR		-0.363	-1.134	0.257	1.04	0.959404
FSIZE		1.194	8.046	0.000***	1.31	0.761244
DEBT		-0.008	-0.995	0.320	1.15	0.866761
ROE		0.024	2.101	0.036**	1.02	0.97796
樣本數	=	1183				
Wald chi2(8)	=	106.38				
Prob > chi2	=	0.0000				
Pseudo R2	=	0.1494				

*p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

變數定義與表 4-1 相同

第五章 研究結論、限制與建議

第一節 研究結論

本研究檢視了台灣上市櫃公司其公司治理的內部控制機制；董事會組成和所有權結構與自願性揭露程度間的關聯。董事會組成的衡量方式為獨立董事佔董事會席次比例，所有權結構則透過經理人持股比例、大股東持股比例和政府持股比例來衡量。另外，研究中控制了簽證會計師事務所規模、公司規模、負債比率和股東權益報酬率對公司自願性揭露程度的影響。

應變數之自願性揭露程度透過證基會的資訊評鑑系統之第八屆評鑑結果來衡量，本研究選取之樣本為台灣上市櫃公司共 1183 家，其中被列為自願性揭露較透明公司有 118 家，未被列入的公司有 1065 家。而揭露程度較透明的公司僅佔總樣本的 10%，顯示台灣的上市櫃公司的自願性揭露並不普遍，政府可以針對這一塊加強宣導以改善。另外，再依照產業區分來看各產業的自願性揭露比例，發現金融保險業自願性揭露比例為 48.84%，顯著超過其他產業的比例，接近一半的金融保險業公司自願性揭露程度皆較透明。分析其公司治理變數中，獨立董事佔董事會比例及政府持股比例的平均數皆大於全體產業平均數，與本研究的預期相符。另外，經理人持股比例的平均數小於全體產業平均數，顯示當經理人持股越少時，自願性揭露較透明。然而，金融保險業的大股東持股比例平均數大於總產業平均數，與研究假說不符。此外，推論可能因為之前發生金融業不良債權問題，債權人損失慘重，各國的政府及世界銀行監理委員會加強宣導金融業資訊揭露的透明度，以期能保護債權人的權益，在各項政策實施及金融業加強內部管理程序下，故該產業的自願性資訊揭露較透明。

根據迴歸結果，獨立董事佔董事會比例和政府機構持股比例和自願性揭露程度間成顯著正相關；大股東持股比例和自願性揭露程度間呈顯著負相關；經理人持股比例和自願性揭露程度間成不顯著之負相關。

獨立董事為公司治理的內部控制機制，可以監督經理人，減少管理階層和外

部股東間的代理問題。因此，為了減少管理階層和外部股東間的資訊不對稱，獨立董事會希望經理人可以揭露更多的資訊給外界。若是獨立董事佔董事會席次比例越高，對於公司經理人越有影響力，進而可以使公司資訊揭露程度會更透明。研究結果證實在董事會中獨立董事的席次越多，對公司的自願性揭露程度有正向的影響。

為減少代理問題並保障投資人的權益，政府透過宣導、訂定法規及監督來加強資訊揭露透明度。因此身為宣導者、法規訂定者及監督者，可以預期當政府持股比例越多，可以發揮其本身的監督效用，公司的自願性揭露也會更透明。透過迴歸分析，證實當政府持股比例越多時，對公司的自願性揭露也有正向的影響。迴歸結果顯示大股東持股比例和自願性揭露呈顯著相關，證明了當股權越分散時，公司的經營權都掌握在經理人手中，需透過更多的資訊揭露來監督經理人，因此自願性揭露程度會增加。再者，大股東和小股東之間存在所謂核心代理問題，當大股東持股比例越多，對企業的控制權越大，越可能以自身利益為優先，而犧牲小股東的權益，進而使資訊揭露較不透明。經理人和自願性揭露程度之間的關聯，雖與本研究的預期方向符合呈現負相關，但由於結果並不顯著，因此無法證明假說。

最後研究發現，當公司規模越大時，比起規模較小的公司，其自願性揭露程度較高。當股東權益報酬率越大時，資訊揭露亦會更透明，與自願性揭露程度呈顯著正相關。而簽證會計師事務所規模與負債比率則和自願性揭露程度之間成不顯著之負相關。

第二節 研究限制

一、公司治理之涵蓋範圍甚廣，本研究僅以上述四個公司治理代理變數是否能完全涵蓋公司治理之概念尚待商榷。再者，本研究僅使用獨立董事占董事會席次比例作為董事會特性之變數，無法完全代表董事會之特性。

二、本研究之除應變數外之資料來源皆取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，故於實證分析時皆假設其資料數據正確無誤。

三、本研究之應變數資料取自證期會第八屆資訊評鑑系統之結果，惟受限於權限，該系統參考國際慣例，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。再者，該評鑑工作主要是由證基會邀集學者專家組成的資訊揭露評鑑委員會及證基會內部研究員組成之資訊揭露評鑑工作小組共同規劃與執行，藉由評鑑輔助資訊系統之輔助，以增進資訊揭露評鑑之客觀合理。然評鑑結果仍可能會涉及評分者的主觀因素。

四、由於評鑑系統之評鑑工作完成期間約為隔年五月，由於時間上的限制，無法即時取得最近年度 2011 年之資訊評鑑結果，故以 2010 年作為研究期間。

第三節 未來研究建議

一、本研究僅以全部上市櫃公司為樣本，除了金融保險業用敘述性分析外，並未針對其餘產業進行深入分析，未來可以針對特定產業類別，探究在不同產業下公司治理機制對自願性揭露的影響。

二、後續研究可針對不同的公司治理機制探討對自願性揭露的影響。

三、未來研究可採跨期間方式來比較，探討隨著政府治力於公司治理之建置與改善，國內公司治理機制是否有如預期發生作用，資訊揭露是否有亦加透明。



參考文獻

- 王瑄和杜榮瑞，(2005)，企業資訊揭露之決定因素與效應，會計研究月刊，第 237 期，65-67。
- 吳安妮，(1991)，經理人員自願揭露盈餘預測資訊給外界之決定因素-實證研究，會計評論，第 25 期，1-24。
- 呂宜峰，(2004)，資訊揭露程度與公司特徵之關聯性研究—以國內 IC 相關產業為例」，私立中國文化大學會計學研究所碩士論文。
- 李孟芳，(2003)，股權結構對企業財務資訊揭露品質之影響—以上市電子業公司為例，國立成功大學會計學研究所碩士論文。
- 李亭誼，(2003)，董事身分特性與董監經理人相關資訊揭露程度關係之研究，國立政治大學會計學系碩士班碩士論文。
- 李建然、廖秀梅和廖益興，(2003)，股權結構、董事獨立性與企業經營績效之研究，會計理論與實務研討會。
- 李馨蘋和莊宗憲，(2008)，公司治理機制與公司績效之實證研究，東吳經紀商學學報，第 57 期，1-27。
- 林岳賢，(2006)，公司治理與資訊揭露透明度之關聯性探討-以台灣上市電子業為例，淡江大學國際貿易學系國際企業學碩士論文。
- 金志遠，(2000)，董事會特性與年報自願性揭露關係之研究，國立政治大學會計學系碩士班碩士論文。
- 柯承恩，(2000)，我國公司監理體系之問題與改進建議(上)，會計研究月刊，第 173 期，75-81。
- 柯承恩，(2000)，我國公司監理體系之問題與改進建議(下)，會計研究月刊，第 174 期，79-83。
- 黃詩涵，(2009)，公司治理與會計資訊價值攸關性，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。

黃寶璋，(2004)，「董事會結構、所有權結構與公司資訊揭露水準－公司治理的觀點」，私立明志技術學院工程管理研究所碩士論文。

楊雅惠，(2004)，「公司治理與年報自願性揭露關係之研究－以上市電子公司為例」，國立成功大學會計學研究所碩士論文。

Barry, C. B., & Brown, S. J. (1985). Differential information and security market equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 407–422.

Barry, C. B., & Brown, S. J. (1986). Limited information as a source of risk. *The Journal of Portfolio Management*, 12, 66–72.

Botosan, C.A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323–349.

Brickley, J. A., & James, C. M. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking. *Journal of Law and Economics*, 30, 161-180.

Chen, J. P., Charles, & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 285–310

Choi, D.S., Frederick, & Levich, M., Richard. (1990). The capital market effects of international accounting diversity. Homewood, Ill, Business One Irwin

Chow, C.W., & Wong-Boren, A. (1987). Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review*, 62 (3), 533-541.

Davis, G.F., & Thompson, T.A. (1994). A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39 (1), 141-173.

DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (3), 183-199.

Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2),

245-263.

- El-Gazzar, S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: a cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review*, 73 (1), 119–129.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4), 325–345.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301–325.
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22 (86), 111-124.
- Foster, G. (1986). *Financial statement analysis*. Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall
- Francis, J. R., & Simon, D. (1987). A test of audit pricing in the small-client of the US audit market. *The Accounting Review*, 62 (1), 45-57.
- Gaber, M. (1985). Management incentives to report forecasts of corporate earnings. PH. D. Dissertation, The City University of New York.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23 (5), 351-379.
- Haat, M. H. C., Rahman, R. A., & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23 (8), 744-778
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *ABACUS*, 38 (3), 317–349
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of*

Accounting and Economics, 31(1-3), 405-440

- Hill, J.G. (1999). Deconstructing Sunbeam-Contemporary issues in corporate governance. *University of Cincinnati Law Review*, 67, 1099-1127
- Ho, S. S. M., & Wong, K.S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10 (2), 139–156.
- Hossain, M., Tan, L. M., & Adams, M. B. (1994). Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. *The International Journal of Accounting*, 29 (4), 334-351.
- Jensen, M.C., & Meckling, M.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111-124.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2000., Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1147-70.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Loh, L. C. (2002). Gains from increased voluntary disclosure in corporate reporting, *The Star Biz Weekly*, 3,
- Mak, Y. T. (1996). The voluntary use of outside directors by initial public offering firms. *Corporate Governance: An International Review*, 4 (2), 94-106.
- Mak, Y. T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), 235–256.
- Mangel, R., & Singh, H. (1993). Ownership structure, board relationships and CEO

- compensation in large US corporations. *Accounting & Business Research*, 23, 339-350.
- McNally, G. M., Eng, L. H., & Hasseldine, C. R. (1982). Corporate financial reporting in New Zealand: an analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information. *Accounting and Business Research*, 13 (49), 11-20.
- Meek, G.K., Roberts, C.B. & Gray, S. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and Continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26 (3), 555–572.
- Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance* 42 (3), 483–510.
- Miller, G., & Piotroski, J. (2000). The role of disclosure for high book-to-market firms. Unpublished working paper, Harvard University.
- Mitchell, J. D., Chia, C. W. L. & Loh, A. S. (1995). Voluntary disclosure of segment information: further Australian evidence. *Accounting and Finance*, 35 (2), 1–16.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–222.
- Newby, A. (2001). New rules of good behavior. *Euromoney*, 389, 44-59.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29 (4), 411-438.
- Pettigrew, A. M., & McNulty, T. (1995). Power and influence in and around the boardroom. *Human Relations*, 48 (8), 845-873.
- Pound, J. (1995). The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review*,

73(2), 89-98.

Pound, J. (1988). Proxy Contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.

Prasad, D. & Merikas, A. (1990). Conveying value of firm equity through signals: an empirical study of initial public offering. *Journal of Economics and Finance*, 14, 171-180.

Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, 175–192.

Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, 175-192.

Ruland, W., Tung, S., & George, N. E. (1990). Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *The Accounting Review*, 65 (3), 710–721.

Schadewitz, H. J., & Blevins, D. R. (1998). Major determinants of interim disclosures in an emerging market. *American Business Review*, 16 (1), 41–55.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Ho, S. S. M., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 10 (2), 139-156.

Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32 (1), 38–61.

Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On the financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7 (2), 117-161.

Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 8 (1), 53–71.

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and*

Economics, 5, 179-194.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquid in equity market. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 801-827.

