

董事會組成、股權結構與年報資訊揭露水準

Association between Board Composition, Ownership Structure and Information Disclosure Level in the Annual Report

廖益興* / 中原大學會計學系副教授

Yi-Hsing Liao, Associate Professor, Department of Accounting, Chung Yuan Christian University

Received 2007/7, Final revision received 2009/4

摘要

提升企業資訊揭露的透明度，降低投資人資訊接觸的障礙，為政府推動公司治理改革的重要方針。由公司董事會所主導的資訊揭露政策，正扮演著減緩資訊不對稱的機制。本研究旨在探討董事會的組成及股權結構對年報資訊揭露水準的影響。實證結果顯示，不論是強制性或自願性資訊揭露，均指出董事會獨立性愈強、董事會規模愈小、管理當局持股比例愈高，企業報導的資訊揭露水準愈佳。此外，若將各項公司治理機制轉換融合為單一衡量因子時，亦發現公司治理綜合指標分數愈高，公司資訊揭露的水準亦愈高。同時，公司治理機制對資訊揭露性質的影響差異更反應在機構法人監督效果上。上述的實證結論即使在過濾公司治理因子後或經由若干敏感度測試後仍然維持相當的穩定。

【關鍵字】董事會組成、股權結構、資訊揭露

Abstract

To narrow the information gap between managers and investors, the authorities concerned in Taiwan have called for greater corporate disclosure transparency and treated it as an important principle in the reform of corporate governance. It is held that corporate disclosure, if determined by the responsiveness of corporate boards, plays a significant role in mitigating information asymmetry. In this study, we examine the impact of board composition and ownership structure on information disclosure level in the annual report. The empirical results show that the more independent and smaller the board is, the higher the disclosure scores of corporate information are. In like manner, the higher the managerial ownership is, the higher the scores are. Following the percentile rank method, this study also finds that as the aggregate score of corporate governance mechanisms becomes higher, the level of corporate disclosure becomes better. Meanwhile, the differences that resulted from the impacts of corporate governance mechanisms on corporate disclosure types reveal the monitoring functions of the institutional investors. The results are robust, no matter whether the analysis is performed by filtering out corporate governance factors comprised in corporate disclosure or performed through some other sensitivity tests.

【Keywords】board composition, ownership structure, information disclosure

*作者由衷感謝主編與兩位匿名評審惠賜卓見。而在論文修改中，承蒙國立成功大學會計學系陳政芳教授給予若干修改方向上之建議，及中原大學獎勵教師研究計畫(107011-7)經費之補助，亦一併在此致謝。

壹、前言

為健全證券市場的長遠發展與保障多數股東的投資權益，加強與落實公司治理已是世界各國既有的共識。台灣近年來受到層出不窮企業弊案的衝擊，更加促使政府加速推動公司治理的決心與時程。依據經濟合作發展組織與國內「上市上櫃公司治理實務守則」所規範的公司治理準則中，提升企業資訊揭露的透明度被列為是一重要衡量指標（註¹）。資訊揭露向來是投資人了解公司最容易的方式，資訊揭露的透明度愈低，公司背後隱藏弊端或經營產生問題的可能性就愈高，歷年來證券市場的若干警訊與造假，部分即歸咎於公司財務資訊不夠透明所致（葉銀華、李存修、柯承恩，2002）。因此，加強公司資訊揭露的透明度乃成為健全公司治理不可或缺的原動力。

台灣經濟發展的定位目前仍屬於新興經濟市場體系，與已開發國家的市場相較，不論是在法規制度架構、文化環境背景上皆存有頗大的差距。前者罕見敵意接管、企業併購的案例不多、法律責任較輕、家族企業普遍等，使得藉由公司治理來維護經濟市場的秩序便益形重要。尤其，新興市場國家的文化環境特性比較強調私有資訊重於透明揭露（Ball, Wu, & Robin, 1999; Chen & Jaggi, 2000），致使市場規模的發展相當程度取決於能否降低內部人與投資人之間的資訊不對稱（Gul & Leung, 2004），由公司董事會所主導的資訊揭露政策，乃扮演著減緩資訊不對稱的角色（Lev, 1992; Richardson & Welker, 2001）。為了要繼續在亞太地區的金融市場保有一席之地，台灣的資本市場勢必得對外資維持一定程度的吸引力，而就市場的磁吸度而言，就有必要加強公司資訊揭露的廣泛性與可靠性，藉由出具較高的財務報告與揭露品質，來打破因市場區域特徵所形成的籌資障礙。緣此，本研究旨在探討董事會的組成特徵及股權結構對資訊揭露水準的影響。

資本市場的全球化與會計準則的調和，意謂著公司須全面廣泛地提供資訊的揭露，方能協助投資人正確評估公司的經營績效。尤其歷經亞太地區金融危機的重創後，更加顯示資訊揭露的迫切性（Tripathi, 1998）。但即使如此，新興市場國家的公司，年報的透明度與揭露品質的評等仍普遍不高（Saudagaran & Diga, 1997; Debreceeny, Gray, & Rahman, 2002）。職是，由公司所決定的揭露政策與揭露實務，對投資人的投資判斷與市場的效率便具有非常深遠的影響。

現行我國在督促上市（櫃）公司加強資訊揭露透明度的作為上，係以證基會所建置資訊揭露評鑑系統為主。自民國 92 年第一屆開始實施以來，資訊揭露評鑑的內容主要區分為「資訊揭露相關法規遵循情形、資訊揭露時效性、預測性財務資訊之揭露、年報之資訊揭露及企業網站之資訊揭露」共五大構面。依據張淑貞（2005）之研

註¹ 在國際專業機構部分，如標準普爾公司（Standard & Poor's）及里昂證券公司（Credit Lyonnais Securities）等亦將資訊揭露或財務透明度列為公司治理評等的構面之一。

究，五大構面中僅年報指標所呈現出的差異性最為明顯，是故本研究乃以年報資訊揭露指標作為評分基準，以評比所得分數作為衡量資訊揭露水準的代理變數 (Disclosure Scores，文後以 DS 代表之) (註²)。

本研究之主要特色或可能貢獻可從以下三方面予以說明：1. 證基會所建置資訊揭露評鑑系統，並未公布受評公司原始得分，僅公布評鑑之等級，且公布的結果係為一綜合性指標，造成依據評鑑結果進行研究者，僅能按粗略簡化等級分析，亦無法按各揭露主題深入探究。本研究擇定年報資訊揭露構面作為自行評分的範圍，並從中依性質區分為強制性及自願性資訊揭露，避免不同揭露主題可能有不同影響因素適用之問題。2. 本文所探討常務董事會、家族企業型態及上市(櫃)公司與三大法人之間相互投資結構的實務現象，係屬於台灣企業所面臨比較特殊的公司治理環境，藉由以常務董事會取代全體董事會衡量董事會獨立性、過濾家族慣用人頭或法人代表所增加之董監事席次及辨別機構投資人的身分是否為同集團企業，應更能精確衡量董事會特徵與股權結構對資訊揭露水準的影響。3. 國內文獻在進行有關公司治理方面的研究時，較少去正視公司治理變數內生性的問題，本研究佐以內生性檢定之測試，避免估計結果受內生性的影響而有所偏誤。

本文其餘內容賡續安排如下：第貳節將對資訊揭露效益與性質，及董事會特徵與股權結構對資訊揭露水準影響之相關文獻作一扼要回顧，並逐一建立本研究之研究假說。第參節乃說明研究設計、實證方法與資料來源之過程。第肆節彙整研究之實證結果並進行分析。第伍節則為結論與建議。

貳、文獻探討與假說建立

此節主要分為兩部分，一為資訊揭露效益與性質之文獻探討，另一為本研究主要研究假說之建立。

一、資訊揭露的效益與性質

一般而言，企業從事資訊揭露的考量有三大誘因：第一項誘因為緩和資訊不對稱 (Botosan, 1997)；第二項誘因基於降低政治成本的干預 (Belkaoui & Karpik, 1989; Deegan & Gordon, 1996)；最後一項誘因則為解決代理成本的衝突 (Healy & Palepu, 2001)。伴隨著所有權與經營權分離所產生的代理問題，常因契約雙方間之資訊不對稱而更為加劇。若能有效緩和資訊不對稱，不僅可降低市場上交易成本，亦可提升企業經營之價值。解決控制股東與外部股東之間代理衝突最有效率方式之一便是增加資

註² 關於本研究所納入評鑑指標與證基會資訊揭露評鑑系統之原始評鑑指標之比較，及實際評比時所依據的評分原則請參見附錄 1 之說明。

訊揭露 (Bushman & Smith, 2001; Healy & Palepu, 2001)。資訊的充分揭露將有助於減緩逆選擇及道德危險對公司造成的傷害 (Beaver, 1998)，從而促使更多分析師願意推薦進行投資。同時，揭露的資訊愈完整，愈可分散資訊利用之風險，投資人要求的增額報酬會較低，可降低企業資金取得之成本 (Meek, Roberts, & Gray, 1995; Botosan, 1997; Sengupta, 1998)。此外，資訊透明度的提升亦可增加市場的流動性。當資訊揭露的水準增加時，可降低投資風險與不確定性，縮小買賣價差，股票報酬率成長性較高，市場流動性亦較佳 (Bloomfield & Wilks, 2000)，並有助於海外募資活動的順利布局 (Frost, Gordon, & Pownall, 2006)。

早期證券管制單位基於保護投資人權益的立場，對於資訊揭露的規範著重在保護性揭露，自從資本市場效率性的論點形成後，揭露的範圍便轉移至資訊性揭露。然而，公司在權衡資訊揭露的品質與數量時，通常會考量付出的揭露成本，造成實際揭露的程度未必會與經濟社會期望的最適資訊揭露水準相符，因而資訊揭露須有強制性規範之介入，無法全然訴諸市場力量而決定。強制性資訊揭露除了可部分解決最適資訊揭露程度不足問題外，亦可抵銷資本市場取得資訊上因缺乏效率所造成的損失，以彌補企業自願性資訊揭露之不足 (Fama & Laffer, 1971)。但在另一方面，因為環境變遷迅速，不確定情況增加，使得強制性資訊揭露無法跟上資訊需求的腳步，為強化企業與股東及投資人之間訊息溝通的管道，自願性資訊揭露重要性便日漸上升。Choi 與 Levich (1990) 研究便指出，跨國性企業在面對各國間不同會計原則時，常透過自願性資訊揭露的方式來調和準則間的差異，設法降低會計原則差異性所形成的投資障礙與報表閱讀上的無形隔閡。在上述創造資訊透明與增進公司價值的考量下，台灣證基會所實施的資訊揭露評鑑系統，正是希望以外部監督機制來促使受評公司能同時兼顧法規要求與資訊自願需求的揭露環境，強化市場參與者對整體投資的信心，進而確保資本市場得以長遠地運作。

二、研究假說之建立

(一) 董事會獨立性與資訊揭露程度

Fama 與 Jensen (1983) 認為公司董事會執行兩個功能：決策管理 (經營、投資、融資) 與決策控制 (監督經理人行為及財務報告資訊的品質)。在決策控制方面，已有許多文獻支持獨立董事的加入，可緩和管理者與股東或其他利害關係人間的代理問題，促使董事會決策品質更為提升 (Weisbach, 1988; Byrd & Hickman, 1992; Brickley, Coles, & Terry, 1994)。Williamson (1984) 更提出替代性假說 (Substitute Hypothesis)，認為在公司所有權控制市場機能不彰的區域 (註³)，為避免大股東侵害小股東的權益，應提

註³ 台灣相對於美國而言，公司所有權控制市場 (敵意購併的威脅) 之外部公司治理機制並不活絡。

高獨立董事在董事會中的席次比率，以強大有效的內部監督機制來取代不成熟公司控制市場機能。

除了強化董事會的功能考量，獨立董事本身為建立及維持其專業聲譽資本，亦會有充分誘因監督財務報告與會計揭露 (Shivdasani, 1993)，且隨著董事會中獨立董事比例愈高，出具的財務報告品質也會愈佳 (Beasley, 1996; Dechow, Sloan, & Sweeney, 1996; Klein, 2002; Xie, Davidson, & DaDalt, 2003)；同時也較不會透過管理盈餘來符合分析師的盈餘預測，所發布的盈餘真實性亦較高 (Vafeas, 2005)。另一方面，獨立董事在督促攸關資訊的充分揭露上亦具有一定程度的影響力。Forker (1992) 認為獨立董事的功能發揮，不論是在審計委員會或董事會，均可改善公司對外的揭露政策，進而有助於提升強制性資訊揭露的品質與廣泛度。後續便有實證研究發現，獨立董事比例與公司強制性財務揭露的廣泛性具有正向關係 (Chen & Jaggi, 2000; 陳瑞斌、許崇源, 2007)；亦可顯著提升公司自願性揭露的範圍 (Ho & Wong, 2001)。同樣的論點亦可衍伸至經理人盈餘預測的品質，Karamanou 與 Vafeas (2005) 指出，董事會及審計委員會的結構愈有效率，經理人愈願意去做或更新其盈餘預測，因而公司自願性財務揭露 (代理變數為經理人盈餘預測) 的品質會變好。

綜上所述，本研究預期董事會組成結構愈具獨立性，公司資訊揭露水準會愈高。職是，本研究的第一個假說建立如下：

H_1 ：董事會獨立性愈強，管理當局資訊揭露水準愈高。

(二) 董事會規模與資訊揭露程度

董事會是否能夠稱職扮演好決策管理與決策控制的角色，有時須視其組成而定，而董事會中人數規模的多寡，被認為是一重要影響因素，但文獻上對於最適董事會規模水準的看法仍尚無定論 (Vafeas, 2005)。有一派學者主張規模愈小監督功能愈佳，因可避免意見紛云而迅速制定決策與不易被管理者所控制，如 Lipton 與 Lorsch (1992) 和 Jensen (1993) 認為，規模愈大愈不易溝通與協調，董事會規模與規劃方針及決策制訂的能力呈負相關。此外，董事會規模若過於擴充，形成決策的過程會曠日費時，應承擔責任不夠明確及容易卸責，亦會不利於財務報導的品質 (Beasley, 1996; Ching, Firth, & Rui, 2002) 與公司績效的達成 (Yermack, 1996; Hermalin & Weisbach, 2003)。

另一派則認為董事會規模擴充，董事具備各專業領域背景愈廣泛，愈有能力組成各種功能的委員會與因應外在環境的變遷，扮演的監督活動愈趨完備 (Yermack, 1996; Klein, 2002)。當管理者較難規避董事會的監督與評估時，對企業績效的提升則有正面助益 (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999)，而經理人操縱應計項目的行為也會被有效抑制，使得會計盈餘的可靠性較高 (Xie et al., 2003; Bedard, Chtourou, & Courteau, 2004; 陳錦村、葉雅薰, 2002)，同時，公司資訊揭露的水準也會因而提高

(黃寶璋, 2004)。此外, 從保障少數股東的角度而言, 葉銀華等人 (2002) 與伍忠賢 (2003) 一致指出, 擴大董事會規模可增加控制股東取得董事席位的困難度, 可削弱控制股東的影響力, 使得董事會比較不會循私舞弊。因董事會規模所扮演監督功能並無一致看法, 據此, 本研究第二個假說僅探討其對資訊揭露水準的影響, 假說建立如下:

H₂: 董事會規模與管理當局資訊揭露水準有關。

(三) 管理當局持股與資訊揭露程度

管理者股權結構對公司績效或資訊品質的影響, 實證上一直是意見相左, 莫衷一是 (Denis, 2001; Hermalin & Weisbach, 2003)。主張利益一致論者認為, 當公司所有權與經營權愈趨分離時, 在自利誘因驅使下, 管理當局的行為或決策未必與股東或債權人利益完全一致, 形成所謂道德危險或逆選擇的衝突, 但隨著管理者持股比率愈高或股權愈集中, 他們的利益與其他利害關係人利益會愈趨於一致, 導致公司價值提高 (Jensen & Meckling, 1976)。而在資訊品質的影響方面, 亦認為管理當局持股具有自律的效果, 持股比率愈高, 經理人從事盈餘管理的誘因可望降低 (Warfield, Wild, & Wild, 1995; Klein, 2002; Reitenga & Tearney, 2003), 公司裁決性資訊揭露水準亦會隨之提升 (Nagar, Nanda, & Wysocki, 2003)。

相對, 抱持管理者鞏固或掠奪利益論者則認為, 當管理者或大股東控制公司大部分股權時, 有可能會基於私利而掠奪公司的財富, 導致公司價值減少 (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988)。甚且, 可能為了提高公司的股價或符合分析師的盈餘預測, 因而有較高的誘因從事盈餘管理來達成預期的盈餘水準 (Aboody & Kasznik, 2000; Vafeas, 2005)。此外, 亦有實證指出, 管理當局持股增加時, 公司做自願性盈餘預測的頻率或自願性資訊揭露的程度會減少 (Ruland, Tung, & George, 1990; Eng & Mak, 2003)。

基於上述文獻之討論, 本研究並不預期管理當局持股對公司資訊揭露水準影響的方向, 僅探討二者之間是否具有關聯, 亦即, 本研究第三個假說建立如下:

H₃: 管理當局持股比率與管理當局資訊揭露水準有關。

(四) 機構法人持股與資訊揭露程度

最後, 決定公司資訊揭露水準的高低亦須額外評估機構法人的監督機制。關於機構投資人在公司治理角色的扮演, 目前文獻普遍支持積極監控者假說的論點, 認為機構投資人擁有相當比重的持股, 投資型態較偏屬長期投資, 有較強誘因監督經理人的決策 (Shleifer & Vishny, 1986; Agrawal & Mandelker, 1990), 使管理當局怠忽職守的可能性降低 (Brickley, Lease, & Smith, 1988)。至於台灣證券市場, 雖說法人投資比例不高, 但隨著市場逐步的開放, 法人投資機構已慢慢占有一席之地, 並將角色調整為積極性股東, 成為公司治理重要參與者 (柯承恩, 2000)。以法人股東對報表品質的影

響而言，不少研究指出機構法人對公司穩定的持股，公司較不會管理盈餘 (Rajgopal & Venkatachalam, 1998; Matsumoto, 2002)。

轉而考量對公司資訊揭露程度的影響，Pound (1988)、El-Gazzar (1998)、丁映汝 (2004)、黃文玲 (2004) 研究發現，機構投資人持股愈高，監督經理人的誘因會增強，因而會要求經理人揭露更多的資訊。實證上亦累積許多文獻支持機構投資人或大股東的持股比例與公司自願性資訊揭露程度呈正向關係 (Mitchell, Chia, & Loh, 1995; Healy, Hutton, & Palepu, 1999; Haniffa & Cooke, 2002; 陳瑞斌、許崇源，2007)。此外，類似證據亦指出機構投資人持股較高的公司，經理人所發布的自願性盈餘預測誤差較小 (黃瓊慧、許周全，2001)，當期盈餘較能反應對未來盈餘的預期 (Jiambalvo, Rajgopal, & Venkatachalam, 2002)。基於上述文獻探討的結果，本研究預期外部機構法人持股可有效改善管理當局資訊揭露水準；亦即，本研究第四個假說形成如下：

H₄：外部機構法人持股愈高，管理當局資訊揭露水準愈高。

(五) 家族控制企業與資訊揭露程度

鑒於台灣許多上市(櫃)公司具有家族企業的特徵(周行一、陳錦村、陳坤宏，1996; 葉匡時、操禮芹，1996; 葉銀華等人，2002; 李春安、吳欽杉、葉麗玉，2003)，而家族企業的組織特性明顯異於非家族企業。非家族企業一般是由代理人擔任高階主管，內部代理問題較為嚴重。相對的，家族企業因具有雙元系統 (Dual System) 與極端共存 (Bipolar Coexistence Phenomena) 的特性 (註⁴) (嚴奇峰，1994)，董事會與高階主管間未必存在著資訊不對稱，內部代理問題一般較小。但因控制家族多半身兼公司管理者，享有較多的內部資訊，而外部小股東並未實際參與公司決策，為缺乏資訊的一方，在面對所有不確定情況而又無法做到完美監督的狀態下，造成控制家族與外部小股東間出現嚴重的資訊不對稱，控制家族易利用資訊優勢與經營權來從事掠奪外部小股東財富之行為，因而外部代理問題相對嚴重。

在家族企業的經營型態下，當控制股東家族化程度愈高，掌握董監席次比例愈大時，便可輕易透過董事會對高階主管的任命權，進一步掌控公司的生產資源與會計資訊的報導 (Chen & Jaggi, 2000; Ching et al., 2002; 黃湘綺，1995)，致使控制股東誠實報導資訊的誘因不高，常會基於自身的利益隱匿重大攸關資訊的揭露，造成公司財務報告的揭露水準因而下降 (Chen & Jaggi, 2000; Fan & Wong, 2002; 陳瑞斌、許崇源，2007)。緣此，在考量家族企業特徵影響下，本研究第五個假說建立如下：

H₅：公司若屬家族控制企業型態，管理當局資訊揭露水準會較低。

註⁴ 雙元系統係指高階主管是以血緣或姻親等關係為基礎所組成的家族式企業，即企業是由家族系統(家族主義)與企業系統(專業主義)所組成。極端共存則為高階主管的升遷，在血緣或姻親等關係的有利保障下，人員更替性低，因而形成一種停滯性的均衡狀態 (Stagnant Equilibrium)。

參、研究設計、實證方法與資料來源

一、實證模型與變數衡量

在實證設計上，本研究主要係以最小平方方法探討公司治理機制與資訊揭露水準之間的關係。在因變數（即 DS）衡量上，係以證基會所發布第三屆及第四屆（即 94 與 95 年）之資訊揭露評鑑樣本為主，擷取年報指標作為評分基準（註⁵），依是否為法令規定應揭露之內容，區分為強制性及自願性資訊，並以此作為本文資訊揭露水準的代理變數。因證基會未將受評公司原始評鑑得分公開，無法知悉各公司在年報資訊上之評比分數，因此本研究因變數係按證基會所建置年報指標，自行對研究樣本予以評分（註⁶）。而在實際執行評分時，為解決產業差異與規模差異，乃參酌證基會作法，將不適用指標項目排除，以適用總項目作為計算之分母，據以衡量各公司之相對資訊揭露水準。評比相對得分愈高者，代表資訊揭露程度愈佳。詳細計算方式如下：

$$\text{評比相對得分} = \frac{\text{原始總得分}}{\text{適用指標全部項目之總分}}$$

在實驗變數衡量方面，假說一係探討董事會獨立性的影響。本研究依據年報中所揭露董監事獨立性標準資訊，將董監事身分區分為內部董監事、外部董監事及獨立董監事，並分別以外部董監事及獨立董監事占全體董事會之席次比率（以 Out 及 Indep 代表之）來衡量董事會獨立性（Brickley et al., 1994; Beasley, 1996; Klein, 2002）。至於如何衡量 Out 與 Indep 此二個獨立性變數，本文將在第二節一樣本選取與資料來源中做詳細說明。

假說二探討董事會規模的影響。本文依循相關文獻作法，以董事會成員人數，包括董事及監察人，來衡量董事會規模（以 Bn 代表之）。假說三則探討管理當局持股的影響，在管理當局持股比率的衡量上（以 Mgt 代表之），本研究係參酌 Warfield et al. (1995) 的作法，將管理當局定義為經理人與內部董監事，以二者合計之持股率並調整身分重覆後計算而得。

至於假說四則探討外部機構法人持股的影響。參酌國內資本市場現況，本文乃

註⁵ 年報指標若按揭露內容可分為財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構二大類資訊。關於評分原則的說明請參見附錄 1。

註⁶ 為確保分析結果之可靠性，本研究乃就評分結果執行信度分析。作法為另委由一位研究生進行評分，採系統抽樣方式，自 1170 家樣本抽樣 59 家重新加以評分，隨機選樣起點設為第 7 家公司，之後每隔 20 家均列為樣本。評分前先由研究者對另一位評分員針對每一項指標定義及原則加以說明後再進行信度檢定。統計上同時計算相互同意度與信度兩項指標，計算方式如下：相互同意度 = $(2 \times \text{相同分類個數}) \div (\text{第一位評分員分類個數} + \text{第二位評分員分類個數})$ ；信度 = $(2 \times \text{相互同意度}) \div (1 + \text{相互同意度})$ 。信度分析結果顯示，強制性分數與自願性分數信度指標分別為 97.9% 及 96.5%，代表本研究對樣本公司年報指標之評分結果具相當程度可靠性。

分別以外資、投信、自營商此三大法人之持股比率衡量外部機構法人持股 (黃瓊慧、許周全, 2001; 陳瑞斌、許崇源, 2007)。最後, 假說五係探討家族控制企業型態與資訊揭露水準之間的關係, 本文係以同一家族成員擔任董監事席次占全體董監事席次比例過半者, 定義為家族控制企業; 反之則為非家族控制企業。有關家族董監事的判斷標準亦請參考第二節一樣本選取與資料來源之說明。

除上述主要的研究變數外, 本研究尚在迴歸模式中加入下列控制變數, 茲將控制變數逐一說明如下: 在公司規模部分, 文獻指出公司規模愈大, 募集外部資本需求愈多, 但收集與傳播資訊的平均成本較低, 資訊揭露成本較具規模經濟。此外, 資訊使用者對大公司資訊的需求也會較高, 故大公司愈會揭露更多的資訊 (Eng & Mak, 2003; Gul & Leung, 2004; 丁映汝, 2004)。有關財務槓桿方面, Raffournier (1995)、Ahmed 與 Courtis (1999) 認為: 當公司的負債比例愈高, 經理人為降低負債引發之代理成本, 揭露的資訊會愈多。但另一派則認為, 負債比例愈高, 對公司自由現金流量的運用限制也愈多, 藉由債務契約限制條款的約束, 可以適度控制債務代理成本, 此時反而毋須以資訊揭露的方式來保障債權人權益 (Eng & Mak, 2003; 陳冠宙、陳育成、陳雪如, 2005)。此外, 有學者亦指出在資訊揭露的研究中, 應將公司的流動性列為控制變數之一 (Chen & Jaggi, 2000; Gul & Leung, 2004)。至於在獲利能力方面, 文獻普遍認為公司獲利能力愈好, 為了要將良好績效傳遞給投資人知悉, 愈有誘因去揭露更多的資訊 (Raffournier, 1995; Chen & Jaggi, 2000; Gul & Leung, 2004)。而在成長機會的影響方面, Gaver 與 Gaver (1993)、Gul 與 Leung (2004) 均認為, 高度成長的公司, 經理人與投資人間的資訊不對稱愈嚴重, 因此會透過更多的公司揭露來縮小此資訊落差。

在考量董事長身兼總經理之職務敏感性方面, 文獻指出若經營者具有雙重身分, 將會削弱董事會的監督功能, 從而對報表品質或資訊揭露產生不利的影響 (Fama & Jensen, 1983; Dechow et al., 1996; 陳錦村、葉雅薰, 2002; 丁映汝, 2004)。此外亦有研究指出, 當公司想要對經營體質不佳做一些改善時, 可能會透過高階主管的更換並加強資訊的揭露, 俾讓市場察覺到公司的轉變 (Clarkson, Guedes, & Thompson, 1996; 毛品方, 2007)。至於在控制股東及董監事自身利益方面, 控制股東掌握現金流量權比率較低的公司, 因代理問題較嚴重, 外部股東將會增加對控制股東自利行為之監督, 促使經理人必須提高資訊揭露來緩和外部股東的疑慮 (Stulz, 1999; Eng & Mak, 2003)。再者, 陳瑞斌與許崇源 (2007) 研究發現對於虧損公司, 當董監事持股質押比率愈高, 董監事會干擾公司資訊的報導而達到影響股價之目的, 導致資訊揭露的水準下降。而多角化經營的公司, 為隨時讓投資人了解公司複雜化營運活動的情形, 資訊揭露的誘因會愈強 (Meek et al., 1995; Gul & Leung, 2004)。關於員工人數之變數, Patton 與 Zelenka (1997)、Naser 與 Al-Khatib (2000)、陳冠宙等人 (2005) 研究發現, 員

工人數與資訊揭露的程度具有顯著正向關係。最後，Cooke (1991)、葉銀華 (2002)、黃文玲 (2004)、陳冠宙等人 (2005) 均認為電子產業網頁資訊揭露較佳，故本研究亦將電子產業結構特性列入控制變數。

因此，綜合上述的討論，本研究之實證模型建構如下：

$$DS_{it} = \beta_0 + \beta_1 Boindep_{it} + \beta_2 Bn_{it} + \beta_3 Mgt_{it} + \beta_4 Insti_{it} + \beta_5 Fc_{it} + \beta_6 Size_{it-1} + \beta_7 Leve_{it} + \beta_8 Cura_{it} + \beta_9 Ros_{it} + \beta_{10} Growth_{it} + \beta_{11} Cash_{it} + \beta_{12} Collloss_{it} + \beta_{13} Chan_{it} + \beta_{14} Mer_{it} + \beta_{15} Empl_{it} + \beta_{16} Ceo_{it} + \beta_{17} Elec_{it} + \varepsilon_{it}$$

式中 (t-1 期係指當期期初；t 期則為當期期末)：

DS_{it} = 第 i 家公司第 t 期資訊揭露評比結果，按性質分類為原始強制性資訊揭露水準 (MD)、自願性資訊揭露水準 (VD) 及排除 9 項公司治理指標後之強制性資訊揭露水準 (MD9)；

$Boindep_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期董事會獨立性變數 (分別以 Out、Indep 代表之)；

Bn_{it} = 第 i 家公司第 t 期董事會之全體董事與監察人總人數；

Mgt_{it} = 第 i 家公司第 t 期管理當局持股比率；

$Insti_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期三大機構法人 (外資、投信、自營商) 之持股比率；

Fc_{it} = 第 i 家公司第 t 期同一家族成員擔任董監事席次占全體董監事席次比例過半者，值為 1；席次比例未過半者，值為 0；

$Size_{it-1}$ = 第 i 家公司第 t-1 期之公司規模，以總資產取自然對數衡量之；

$Leve_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期之負債比率，為總負債除以總資產；

$Cura_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期之流動比率；

Ros_{it} = 第 i 家公司第 t 期非常項目前淨利除以淨銷貨收入

$Growth_{it}$ = 第 i 家公司前三年營業收入成長率；

$Cash_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期控制股東掌握現金流量權比率；

$Collloss_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期發生虧損時董監事持股質押比率；

$Chan_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期董事長或總經理被撤換者設 1，否則為 0；

Mer_{it} = 第 i 家公司第 t 期屬集團企業者設 1，否則為 0；

$Empl_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期員工人數取自然對數；

Ceo_{it} = 第 i 家公司第 t 期董事長兼任總經理者設 1，否則為 0；

$Elec_{it}$ = 第 i 家公司第 t 期屬電子產業者設 1，否則為 0；

ε_{it} = 第 i 家公司第 t 期之殘差項；

除上述基本的測試模型外，在爾後實證分析中，為提升實證結論的穩健性，本研究將針對有設常務董事會的公司，以常務董事會取代全體董事會作為董事會獨立性的

衡量標準(註7)，其它未設常務董事會的公司則仍維持原有衡量方式，進一步分析常務董事會中，外部或獨立董監事對 DS 的影響(即以變數 Mout、Mindep 分別取代原本變數 Out、Indep)。此外，鑒於公司治理各項機制彼此間存在著交互作用，若僅探討個別治理要素的單獨控制利益，不足以看出公司治理的整體成效(Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1997; 蔡柳卿, 2007)。因此，本研究乃將各項公司治理機制經轉換融合為單一衡量指標後(以 Cgtso 及 Cgtsi 代表之)(註8)，再重新檢測公司治理機制對 DS 的影響。

二、樣本選取與資料來源

(一) 樣本期間

證基會為鼓勵受評公司主動提供自願性資訊，自第三屆起增列自願性揭露資訊較透明公司名單，年報中自願性資訊指標也擴增至 16 項，同時探討強制性及自願性資訊揭露訊息已較為豐富，實證上可供分析意義亦較大，因此，本研究乃將研究期間設定在民國 94 年至 95 年共兩屆。

(二) 資料來源

1. 資訊揭露測試樣本

原則上，係以全體上市(櫃)公司排除證基會不列入評鑑的公司(註9)作為評分及測試樣本。但為顧及本研究某些實驗變數的特性，樣本的組成乃再進一步調整以下情況。91 年起新申請上市(櫃)公司(簡稱 IPO)因獨立董監事的設立係屬強制制度，其屬性與其它非 IPO 公司自願性設置情況不同，本研究未將 91 年以後之 IPO 公司列入(註10)。另國營事業因法人股東主要由政府構成，其所指派董監事代表可能同時兼具

註7 上市(櫃)公司若設有常務董事者，實際掌握經營決策權的單位是常務董事會而非整個董事會，此時若仍以整個董事會為衡量董事會組成結構之獨立性，可能會出現外部或獨立董監事可能存在的監督效果被稀釋甚至無法偵測出的問題。

註8 針對本文探討的五項公司治理機制，運用百分位等級分數法時(The Percentile Rank Method)，計算過程係將外部董監事(或獨立董監事)席次比率、管理當局持股比率、機構法人持股比率等變數由小至大排序，而將董事會規模及家族董監事席次比率由大至小排序，將各項公司治理機制的原始衡量分別排序，逐一將每一家公司在樣本中轉換為百分位等級分數(Percentile Rank Value)，各衡量變數經此轉換為【0,1】的尺度後，再予以加總求出融合後的綜合性指標(Milliron, 2000; Bushman, Chen, Engel, & Smith, 2004; 蔡柳卿, 2007)，俾形成最終公司治理結構。以外部董監事(獨立董監事)衡量董事會獨立性者，融合後的指標為 Cgtso (Cgtsi)，該數值係介於 0~5 的範圍內，數值愈接近 5，代表該公司的公司治理機制評比分數愈高。

註9 證基會不列入評鑑的對象為 1.上市(櫃)未滿一年；2. 變更交易方法；3. 停止交易；4. 終止上市(櫃)；5. 公司負責人因誠信問題被起訴；6. 財報由會計師簽具繼續經營有疑慮的公司；7. 其它經資訊揭露評鑑委員會認定資訊揭露有重大缺失或爭議者。

註10 受到證交法新增第 14 條之 2 強制要求所有公開發行公司設置獨立董事的規定，在 96 年年報之後獨立董監事設置已屬強制性，而本文探討的期間(94 年及 95 年)獨立董監事設立仍為自願性機制。

有三類董監事的身份，在衡量董事會獨立性時為避免產生認定上困擾，本研究亦將其排除。至於金融、保險與證券業基於行業特性與管制環境迥異於一般產業，及會計年度屬非曆年制之公司者，亦不列入研究樣本中。而在變數取得部分，除若干實驗變數外，實證模型中其它變數係取自台灣經濟新報社 (簡稱 TEJ) 或情報贏家之資料庫。表 1 列示研究樣本逐步篩選的標準。

表 1 樣本 (公司 / 年) 篩選過程

項目	94 年上市 (櫃)	95 年上市 (櫃)	合計
資訊揭露評比樣本	1032	1083	2115
金融保險業	(48)	(44)	(92)
國營事業及非曆年制公司	(17)	(18)	(35)
年報缺漏觀察值	(26)	(22)	(48)
自變數資料缺漏觀察值	(31)	(28)	(59)
91 年以後上市櫃公司	(324)	(387)	(711)
最後形成觀察值	586	584	1170

2. 外部 (或獨立) 董監事的判斷標準

本研究為提升實證資料的可信度，在外部 (或獨立) 董監事資料的蒐集上，係翻閱每家公司年報，以台灣證券交易所擬訂之董事及監察人是否符合獨立性之負面表列訊息為主，佐以「具配偶或二親等以內關係之其他主管、董事或監察人」、「目前兼任本公司及其他公司之職務」、「法人股東之主要股東」等相關資訊，進行詳細核對與研究分類，期以客觀明確方式，逐筆建立外部 (或獨立) 董監事資料 (註¹¹)。

在董監事身份的實際分類標準上，本研究將完全符合獨立性及專業知識規定之董監事定義為獨立董監事 (註¹²)；而董監事非為公司或關係企業之員工或其配偶及二等親等以內之直系親屬者，本研究將其定義為外部董監事 (註¹³)；至於非屬外部董監事者，即歸類為內部董監事 (註¹⁴)。依此準則，建立本研究樣本之董事會獨立性變數。

註¹¹ 洪榮華、陳香如與柯璟瑩 (2005) 指出，若能明確辨認出外部董監事的身分，並同時考量外部董監事與獨立董監事的影響時，更可清楚捕捉到公司治理的精神。

註¹² 即同時符合並無董監事無法獨立執行其職務之每一項規定者。

註¹³ 即僅符合非員工及非親屬關係者。此外，在判別外部董監事時，本研究尚考量以下二點：第一是，來自同一家公司法人代表之二位以上董監事，其身分別最後判斷須一致；第二是，若初步認為外部董監事者，須進一步核對其「主要學經歷」與「目前兼任其他公司職務」此二欄資訊，若與內部董監事具有相同或相關經歷、兼職者，乃改判為內部董監事。

註¹⁴ 即不符合非員工及非親屬關係規定之董監事。

若將上述董事會獨立性(或外部性)的判斷標準與 TEJ 公司治理資料庫相較, TEJ 獨立董監事席次認定上乃分為二種標準, 法令有規範者, 以法令規範為主。若無, 則 TEJ 採自行判斷方式建置(TEJ 的判斷標準須符合三個要件 1. 不能在該公司任職。2. 與該公司董監事無二等親關係。3. 選任持股不得高於 1%)。易言之, TEJ 對獨立董監事的認定標準並不一致。本文則全以法令規範須同時符合並無董監事無法獨立執行其職務之每一項規定作為所有樣本適用的標準。至於在外部董監事資料部分, TEJ 外部性的範圍係涵蓋外部個人、外部未上市公司出任者、外部上市公司出任者、外部基金會出任者。本文外部性則須同時符合非為公司或關係企業之員工及法人代表、非其配偶及二等親等以內之直系親屬、非與內部董事具有相同或相關經歷、非在友好集團擔任公司職務者。本研究的定義基本上則與李春安等人(2003)的認定方式類似。

3. 家族董監事的判斷標準

鑒於國內上市(櫃)公司的股權分佈普遍透過金字塔結構與交叉持股的方式來膨脹投票權, 致使在家族董監事持股比率的變數定義上並不易做到精確的衡量。而許崇源、李怡宗、林宛瑩與鄭桂蕙(2003)並認為, 在台灣欲衡量控制家族對上市(櫃)公司之決策影響力時, 採用席次控制權指標效果, 優於美國文獻慣用的股份控制權指標。因此, 在定義是否為家族控制企業時, 本研究採用的是席次控制的概念(註¹⁵)。

在董事會家族席次的實際判斷上, 鑒於親屬關係錯綜複雜, 本文引用更為嚴格的準則來篩選家族企業。篩選的標準為針對原分類為內部董監事部份, 再依據年報中所揭露有關董監事及部門主管之親屬關係資訊, 將與董事長或其家族具有親屬關係之自然人董監事成員, 及法人股東之主要股東若為本公司或本公司之關係企業或本公司之家族者, 則該法人股東所推派之董監事代表, 一律視為家族席次(註¹⁶), 藉以進一步過濾出家族借用「人頭」或法人代表方式所掌握住的董監事席次, 俾使家族影響力的衡量更為貼近真實的運作情況(註¹⁷)。

本文在家族董監事判斷標準上, 係以董事長家族及關係企業所掌握席次為認定範圍, 而 TEJ 席次控制權資料則以最終控制者為主, 按 TEJ 定義, 最終控制者包括

註¹⁵

國內文獻採相同方式定義家族企業者, 計有周行一等人(1996)、林穎芬(1998)、葉銀華(1998)、林穎芬與劉維琪(2003)等。

註¹⁶

侍台誠(1994)對家族董監事的衡量方式為, 以公開說明書中對董事、監察人、與其他主管、董事、監察人間具有配偶或二親等以內親屬關係之揭露資訊為判斷依據。基本上, 本研究與侍台誠(1994)的界定方式類似, 但實證操作時採更嚴謹的定義標準, 法人所推派的董監事代表亦納入上述的判斷規則中。

註¹⁷

鍾喜梅、劉韻僖與葉匡時(2003)指出: 台灣家族企業為規避家族董監事的法律責任, 常慣用人頭或法人代表來增加董監事的席次, 而此身分的模糊地帶正可藉由本研究詳細比對年報的各項資訊而得以有效辨別出。

公司大股東、董事長、總經理或其家族及經營團隊，TEJ 認定範圍較廣，不限定是特定家族，惟有最終控制者是董事長或總經理，席次控制才是家族席次的概念，而本文則明確界定以董事長家族控制席次為依據。

肆、實證結果與分析

一、樣本敘述統計量

首先將迴歸分析中所有變數之敘述統計量彙整於表 2。Panel A 為五種資訊揭露評比的變數，基本上觀察樣本中所呈現出自願性資訊揭露 (VD) 變異程度較高，揭露彈性較大，反之資訊揭露若屬強制性 (MD)，各家公司遵行程度較為一致。若進一步按年報揭露內容分析，更看出樣本中董事會及股權結構資訊揭露的程度高於財務及營運資訊透明度之資訊。若將年報資訊揭露評分的結果與證基會資訊揭露評鑑系統之評鑑等級做一對照，各等級樣本評分之分佈情形如附錄 2 所示。由附錄 2 得知，資訊揭露評鑑系統評鑑等級愈高，年報中各類資訊揭露水準亦愈佳，此一差距趨勢在年報整體揭露分數及自願性揭露分數尤為明顯，強制性揭露分數則因各家公司揭露變異性較低顯得差距較小。對照結果顯示，本研究評分確實與資訊揭露評鑑系統之評鑑等級一致，同時也合理反應出強制性與自願性揭露性質變異的差異。

Panel B 則列示公司治理實驗變數之敘述統計量，有關董事會組成結構基本資料(註¹⁸)，平均而言，董事會成員有28.2%係由外部董監事 (Out) 所組成，獨立董監事的比率 (Indep) 約占 11.8%，由同一家族成員掌控的董監事席次比率高達 43.1%。至於在以常務董事會衡量董事會獨立性部分，由外部與獨立董監事構成的比率分別僅為 26.6% (Mout) 與 11.4% (Mindep)。就其它特徵而言，董事會組成人數 (Bn) 平均規模為 9.4人；管理當局持股 (Mgt) 之平均持股率為 22.4%；三大機構法人持股 (Insti) 之平均持股率則約為 10.3%。最後，Panel C 則列示控制變數之敘述統計量，較值得一提的是，控制股東平均所掌握現金流量權比率 (Cash) 為 23.3%，最大值則高達 86.3%。就發生虧損公司董監事持股質押部分 (Collloss)，平均質押比率為 2.8%，高於中位數 0%，隱含多數公司若營運已產生損失時，礙於董監事應對公司經營績效負有切身之責，持股質押的行為將有所收斂。另就經營階層結構而言，平均而言曾發生董事長或總經理被撤換比例約占 43%，董事長兼任總經理的比例則為 30.9%。

註¹⁸ 本文董事會組成結構的分布與 TEJ 公司治理資料庫相較(請參見附錄 3)，大抵而言，本研究結果顯示董監事內部性比例較高 (71.84% v.s 64.92%)，外部性比例較低 (28.16% v.s 35.08%)。

表 2 敘述性統計量 (N=1170)

變數 ^a	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Panel A：資訊揭露變數					
MD	0.843	0.854	0.038	0.512	0.928
VD	0.452	0.444	0.085	0.176	0.722
MD9	0.800	0.813	0.049	0.375	0.909
FOD	0.677	0.683	0.052	0.219	0.837
BOD	0.854	0.882	0.046	0.706	1
Panel B：公司治理實驗變數					
Out	0.282	0.286	0.218	0	0.889
Indep	0.118	0	0.157	0	0.643
Mout	0.266	0.250	0.223	0	0.889
Mindep	0.114	0	0.158	0	0.643
Cgtso	2.502	2.512	0.636	0.862	4.449
Cgtsti	2.502	2.500	0.581	0.950	4.330
Bn	9.403	9	2.919	5	32
Mgt	0.224	0.189	0.130	0.039	0.789
Insti	0.103	0.046	0.136	0	0.764
Fm	0.431	0.375	0.285	0	1
Panel C：控制變數					
Size	15.434	15.293	1.259	12.210	20.045
Leve	0.389	0.390	0.161	0.016	0.852
Cura	2.189	1.627	3.305	0.061	92.963
Ros	0.126	0.105	0.265	-4.046	3.666
Growth	0.031	0.066	0.275	-3.141	1.422
Cash	0.233	0.195	0.167	0	0.863
Colloss	0.028	0	0.109	0	0.963
Chan	0.430	0	0.495	0	1
Mer	0.929	1	0.255	0	1
Empl	5.943	5.928	1.288	1.792	9.914
Ceo	0.309	0	0.462	0	1
Elec	0.427	0	0.495	0	1

^a 各變數定義如下：MD：原始強制性資訊揭露水準；VD：自願性資訊揭露水準；MD9：排除 9 項公司治理指標後之強制性資訊揭露水準；FOD：財務及營運資訊透明度資訊揭露水準；BOD：董事會及股權結構資訊揭露水準；Out：外部董監事占全體董事會席次比率；Indep：獨立董監事占全體董事會席次比率；Mout：外部董監事占常務董事會席次比率；Mindep：獨立董監事占常務董事會席次比率；Cgtso：將五項公司治理機制（董事會獨立性以 Mout 衡量）經轉換融合為單一綜合指標；Cgtsti：將五項公司治理機制（董事會獨立性以 Mindep 衡量）經轉換融合為單一綜合指標；Bn：董事會之構成人數；Mgt：管理當局與內部董監事持股比例；Insti：三大機構法人持股比例；Fm：家族董監事占全體董事會席次比率；Size：公司期初總資產取自然對數；Leve：負債比率，為總負債除以總資產；Cura：流動比率；Ros：純益率；Growth：前三年營收平均成長率；Cash：控制股東掌握現金流量權比率；Colloss：發生虧損公司董監事持股質押比率；Chan：董事長或總經理被撤換者設 1，否則為 0；Mer：公司屬集團企業者設 1，否則為 0；Empl：員工人數取自然對數；Ceo：董事長兼任總經理者設 1，否則為 0；Elec：公司屬電子產業者設 1，否則為 0。

表 3 Pearson 相關係數矩陣

變數 ^a	MD	VD	MD9	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15	X16	X17	X18	X19	X20
MD		.17***	.99***	-.03	.05*	-.03	.05*	.02	-.01	.14***	.05*	.23***	-.02	-.02	-.04	.06**	-.10***	-.02	-.07**	.25***	.21***	-.02	.03
VD			.17***	.01	.07**	.04	.08***	.02	.01	.19***	-.03	.20***	-.07**	.02	.04	.13***	-.10***	-.11***	.03	.09***	.20***	-.04	.14***
MD9				-.03	.05	-.03	.05*	.02	-.01	.15***	.05*	.23***	-.02	-.02	-.04	.06**	-.10***	-.02	-.08***	.26***	.22***	-.02	.03
X1					.54***	.94***	.52***	.03	-.10***	-.02	-.59***	-.22	.07**	-.05	-.03	.08***	-.12***	-.04	-.05	.02	-.06**	.13***	.20***
X2						.54***	.97***	.00	-.24***	.08***	-.35***	-.08***	.02	-.01	-.02	.08***	-.05	-.07***	-.08***	.06**	.03	.11***	.27***
X3							.57***	-.08***	-.09***	-.04	-.55***	-.26***	.07**	-.04	-.03	.08***	-.09***	-.05*	-.05*	.01	-.09***	.15***	.23***
X4								-.05	-.22***	.06**	-.33***	-.11***	.03	-.01	-.01	.08***	-.03	-.07**	-.08***	.06*	.00	.11***	.27***
X5									.01	.10***	-.10***	.30***	-.06*	-.03	.02	.07**	-.16***	-.02	.05	.03	.26***	-.16***	.10***
X6										-.02	.10***	-.10***	-.05*	.01	.20***	-.06**	.23***	-.04	.01	-.06**	-.10***	-.03	-.07**
X7											-.04	.48***	-.17***	.01	.19***	.17***	-.16***	-.08***	-.06**	.08***	.43***	-.05*	.14***
X8												.18***	-.03	.04**	.01	-.13***	.23***	.10***	-.03	.01	.02	-.05*	-.27***
X9													.04*	-.05*	.02	.14***	-.20***	.04	-.03	.17***	.69***	-.11***	.02
X10														-.36***	-.27***	.09***	.04	.11***	.07**	-.01	.02	-.03	-.05*
X11															.10***	-.21***	.11***	-.05*	-.06**	-.12***	-.13***	.05*	.01
X12																.12***	.04	-.11***	-.07**	-.05	.01	.03	-.01
X13																	-.01	-.09***	-.04	.01	.29***	-.06**	.07**
X14																		-.04	.01	-.11***	-.22***	.04	-.30***
X15																			.03	.01	-.01	-.03	-.01
X16																				-.09***	-.06**	-.20***	-.06**
X17																				.21***	.03	.08***	
X18																					-.08***	.16***	
X19																							.12***
X20																							

^a 各變數定義請參照表 2。為節省篇幅便於列示，X1 至 X20 分別代表 Out、Indep、Mout、Mindep、Bn、Mgt、Insti、Fm、Size、Leve、Cura、Ros、Growth、Cash、Colloss、Chan、Mer、Empl、Geo、Elec。***、**與* 分別代表 1%、5%、及 10% 的雙尾顯著水準。

表 3 彙整因變數及自變數間相關係數矩陣。整體而言，除機構法人此一變數外，DS 與各實驗變數之間相關係數都不是很高。至於 DS 與各控制變數之間相關係數，大體上亦呈現與過去文獻相同的相關性。在各自變數之間的相關係數方面，除了若干衡量相同實驗變數之替代變數間的相關係數較高外(如 Indep 與 Mindep 相關係數為 0.97)，其餘自變數之相關係數並不高。此外，本研究另以變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor；VIF) 判斷自變數間是否存在共線性。分析結果發現，在每一條迴歸式內所有自變數的 VIF 值均小於 3，整體而言自變數間線性重合問題應不致太嚴重。

二、單變量分析

誠如前述，公司是否屬於家族控制企業可能會影響其公司治理機制的良窳與資訊揭露水準的高低？緣此，本文乃進一步將樣本屬性進行劃分，共有 372 筆觀察值被分類為家族控制企業，798 筆觀察值為非家族控制企業。有關兩群樣本各變數之差異檢定列示於表 4。

從表中可看出，除董事會及股權結構資訊外，大抵上非家族控制企業的資訊揭露水準並未與家族控制企業具有顯著差異，然而非家族控制企業對於董事會及股權結構資訊所呈現的揭露水準則明顯高於家族控制企業的揭露。若以整體公司治理環境而言，非家族控制企業的公司治理綜合指標亦較佳。在董事會規模部分，家族控制企業的規模明顯小於非家族控制企業，印證葉銀華等人(2002) 看法，控制股東可藉由縮小董事會規模來增加其成員擔任董監事席次的比率。至於在管理當局持股與三大機構法人持股部份，並未發現二群樣本有顯著差異。最後，表中亦顯示家族控制企業的公司其規模較大、流動比率較高、成長機會較小、控制股東掌握現金流量權比率較高、公司處於虧損時董監事持股質押比率較多、董事長兼任總經理情形較少及公司屬電子產業群比例較低。至於在其它變數方面，兩群子樣本則無顯著差異。

表 4 家族控制企業與非家族控制企業兩群樣本因變數及各自變數之差異檢定

董 事 會 結 構 ^b				
變數 ^a	非家族控制企業 (觀察值=798)	家族控制企業 (觀察值=372)	t-test ^c	Mann-Whitney U-test ^c
連續變數				
MD	0.842 (574.513)	0.844 (609.068)	-0.883 (0.378)	-1.646 (0.099)*
VD	0.454 (596.859)	0.447 (561.131)	1.361 (0.174)	-1.702 (0.089)*
MD9	0.799 (574.139)	0.802 (609.870)	-0.986 (0.324)	-1.702 (0.089)*
FOD	0.675 (568.174)	0.681 (622.667)	-1.575 (0.115)	-2.576 (0.010)**
BOD	0.859 (615.486)	0.844 (521.175)	5.219 (0.000)***	-4.787 (0.000)***
Out	0.361 (710.977)	0.112 (316.330)	25.457 (0.000)***	-18.705 (0.000)***
Indep	0.154 (659.398)	0.040 (426.975)	15.107 (0.000)***	-11.961 (0.000)***
Mout	0.342 (702.512)	0.102 (334.489)	23.667 (0.000)***	-17.538 (0.000)***
Mindep	0.149 (656.533)	0.037 (433.122)	14.917 (0.000)***	-11.706 (0.000)***
Cgtso	2.719 (702.270)	2.036 (335.010)	20.467 (0.000)***	-17.313 (0.000)***
Cgtsi	2.680 (689.410)	2.120 (362.590)	17.142 (0.000)***	-15.407 (0.000)***
Bn	9.545 (609.152)	9.097 (534.760)	2.452 (0.014)**	-3.554 (0.001)***
Mgt	0.220 (575.420)	0.232 (607.130)	-1.479 (0.139)	-1.495 (0.135)
Insti	0.104 (579.390)	0.101 (598.604)	0.394 (0.694)	-0.906 (0.365)
Size	15.288 (539.720)	15.747 (683.704)	-5.888 (0.000)***	-6.787 (0.000)***
Leve	0.392 (592.052)	0.382 (571.444)	1.001 (0.317)	-0.971 (0.331)
Cura	2.069 (610.854)	2.445 (531.111)	-1.307 (0.192)	-3.759 (0.001)***
Ros	0.126 (585.687)	0.124 (585.096)	0.144 (0.885)	-0.028 (0.978)

Growth	0.055 (606.862)	-0.022 (539.674)	3.558 (0.000)***	-3.167 (0.002)***
Cash	0.214 (537.157)	0.273 (689.202)	-5.763 (0.000)**	-7.167 (0.000)**
Colloss	0.021 (578.609)	0.041 (600.280)	-2.481 (0.013)**	-1.962 (0.049)**
Empl	5.924 (575.936)	5.982 (606.016)	-0.706 (0.480)	-1.418 (0.156)
類別變數				
Chan	0.431 (586.180)	0.427 (584.040)	0.117 (0.906)	-0.117 (0.906)
Mer	0.929 (585.447)	0.930 (585.612)	-0.018 (0.986)	-0.017 (0.985)
Ceo	0.328 (596.567)	0.269 (561.758)	2.095 (0.036)**	-2.049 (0.040)**
Elec	0.513 (635.330)	0.247 (478.604)	9.404 (0.000)***	-8.623 (0.000)***

a：各變數定義請參照表 2。

b：若為連續變數者，係指平均數；若為類別變數者，係指比例，括號內為無母數檢定之平均等級和。

c：t 值係依據家族控制企業與非家族控制企業，此二群平均數或比例之差異並除以標準差求得；M-W-U 檢定之 z 值係以 M-W 之 U 值減掉其平均數並除以其標準差求得，括號內均為雙尾之 p 值。*、**、***分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下顯著。

三、多變量迴歸分析結果

茲將迴歸測試結果彙整於表 5 及表 6。表 5 及表 6 分別為強制性及自願性資訊揭露之估計結果。表中共有 6 個迴歸模型，其間的差別在於前四個模型係以不同的方式衡量董事會獨立性，後二個模型則是將本文中五個公司治理機制融合為一綜合指標。從各模型之 Adjusted R^2 可知，各模型之解釋力差距不大。此外，鑒於本研究資料係屬橫斷面資料，實證時將以 White test 檢測迴歸模型是否有變異數異質的情況，若有異質變異，本文將以經 White 變異數 / 共變數矩陣修正後之估計結果列示。

就強制性資訊揭露情況來看，針對 H_1 之測試，從表 5 中可看出，以全體董事會而言，獨立董監事席次比率 (Indep) 與 DS 呈現顯著正相關，而外部董監事席次比率 (Out) 則未與 DS 有顯著相關，此結果說明了獨立董監事的監督效果優於外部董監事。若進一步以常務董事會來捕捉董事會獨立性時，因更貼近經營決策的實際層級，可看出獨立董監事改善強制性資訊揭露的效果更為明顯。

在董事會規模的測試 (H_2) 方面，表 5 的四個模式顯示，董事會規模 (Bn) 之係數顯著為負，意謂若要強化強制性資訊揭露的程度，董事會規模不宜過度擴充。而在管理當局持股的影響 (H_3) 方面，從表 5 四個模式中可發現，管理當局持股之係數均顯

著為正，基本上係反應出利益一致論。

至於在探討機構法人持股對強制性資訊揭露的影響 (H₄) 方面，從表 5 四個模式中可看出，三大機構法人對提昇強制性資訊揭露的效果並不明顯。最後，在家族控制企業是否會不利於資訊揭露的影響 (H₅) 方面，從表 5 四個模式中亦無充分證據顯示，由家族所掌控的公司其強制性資訊揭露的評比分數會較低。

上述測試的結果係從公司治理個別機制來探討其與強制性資訊揭露的關聯，若進一步同時考量各項可能因子的共同作用時，由 Model 5 及 Model 6 迴歸結果顯示，融合後的公司治理指標分數愈高，公司強制性資訊揭露的評比分數亦愈高，本結果更加確認了公司治理機制在提升強制性資訊揭露評比的重要性。

表 5 強制性資訊揭露對公司治理變數之迴歸估計結果—OLS Model

變數 ^a	預期符號	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Out	+	0.0009 (0.4385)					
Indep	+		0.0164 (0.0101)**				
Mout	+			0.0023 (0.3445)			
Mindep	+				0.0193 (0.0029)***		
Cgtso	+					0.0042 (0.0056)***	
Cgtsi	+						0.0069 (0.0001)***
Bn	?	-0.0009 (0.0105)**	-0.0009 (0.0075)***	-0.0009 (0.0125)**	-0.0008 (0.0102)**		
Mgt	?	0.0001 (0.0951)*	0.0002 (0.0303)**	0.0001 (0.0937)*	0.0002 (0.0269)**		
Insti	+	0.0083 (0.1710)	0.0064 (0.2328)	0.0082 (0.1736)	0.0062 (0.2386)		
Fc	—	-0.0002 (0.4676)	-0.0010 (0.3470)	0.0001 (0.4952)	0.0012 (0.314)		
Size	+	0.0047 (0.0006)***	0.0049 (0.0002)***	0.0046 (0.0005)***	0.0050 (0.0002)***	0.0048 (0.0001)***	0.0047 (0.0001)***
Leve	?	-0.0064 (0.4228)	-0.0071 (0.3808)	-0.0066 (0.4129)	-0.0073 (0.3678)	-0.0066 (0.4137)	-0.0061 (0.4473)
Cura	?	0.0002 (0.2107)	0.0002 (0.2242)	0.0002 (0.2124)	0.0002 (0.2218)	0.0002 (0.2355)	0.0002 (0.2224)

Ros	+	-0.0094 (0.0371)**	-0.0096 (0.0348)**	-0.0094 (0.0373)**	-0.0097 (0.0340)**	-0.0091 (0.0357)**	-0.0101 (0.0264)**
Growth	+	0.0046 (0.1380)	0.0046 (0.1395)	0.0046 (0.1397)	0.0045 (0.1417)	0.0036 (0.1967)	0.0036 (0.2131)
Ceo	-	-0.0010 (0.3489)	-0.0012 (0.3151)	-0.0010 (0.3414)	-0.0012 (0.3143)	-0.0010 (0.3535)	-0.0010 (0.3515)
Cash	-	-0.0117 (0.0733)*	-0.0135 (0.0434)**	-0.0117 (0.0729)*	-0.0140 (0.0388)**	-0.0077 (0.1660)	-0.0088 (0.1334)
Colloss	-	-0.0067 (0.2412)	-0.0058 (0.2688)	-0.0066 (0.2432)	-0.0056 (0.2767)	-0.0052 (0.2923)	-0.0039 (0.3399)
Chan	+	-0.0035 (0.0566)*	-0.0033 (0.0679)*	-0.0035 (0.0570)*	-0.0032 (0.0732)*	-0.0036 (0.0500)*	-0.0035 (0.0564)*
Mer	+	0.0319 (0.0000)***	0.0314 (0.0000)***	0.0318 (0.0000)***	0.0313 (0.0000)***	0.0316 (0.0000)***	0.0313 (0.0000)***
Empl	+	0.0016 (0.0839)*	0.0016 (0.0880)*	0.0016 (0.0856)*	0.0016 (0.0893)*	0.0015 (0.1011)	0.0015 (0.0972)*
Elec	+	-0.0024 (0.1707)	-0.0034 (0.0861)*	-0.0024 (0.1649)	-0.0037 (0.0723)*	-0.0027 (0.1350)	-0.0039 (0.0591)*
F Statistic		8.8376	9.1395	8.8463	9.2610	11.3797	11.9442
P-value		0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
Adjusted R ²		10.23%	10.58%	10.24%	10.73%	10.35%	10.85%
N		1170	1170	1170	1170	1170	1170

^a各變數定義請參照表 2。***、**與*分別代表 1%、5% 及 10% 的顯著水準。各變數若有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

控制變數影響方面，不論迴歸模式為何，均顯示公司規模(Size) 愈大、多角化經營的企業(Mer) 及員工人數(Empl) 愈多的公司，強制性資訊揭露的水準會愈高；但控制股東掌握現金流量權比率(Cash) 愈高，強制性資訊揭露的水準則愈低(Chen & Jaggi, 2000; Eng & Mak, 2003; Gul & Leung, 2004; 陳瑞斌、許崇源, 2007) (註¹⁹)。而在純益率、董事長或總經理被撤換者及電子產業的影響方面，卻與過去文獻預期的結果不同，其原因在於此處係探討對強制性資訊揭露的影響，而文獻預期的方向多半係

註¹⁹ 為完整捕捉股權結構的方向效果(因單從管理當局持股比率較難清楚分辨出股權結構對資訊揭露的影響究竟呈現何種效果(Choi & Wong, 2007)，本文在此乃額外加入控制股東之表決權變數，以表決權變數衡量利益掠奪效果；而以既有的現金流量權變數衡量利益調和效果(Fan & Wong, 2005; Choi & Wong, 2007)。估計結果顯示，在自願性資訊揭露的迴歸式中，現金流量權係數顯著為負，表決權係數顯著為正，反應出資訊揭露的性質若為自願性，揭露品質受管理當局揭露政策的影響較大，確實可看出股權結構二種不同的效果對資訊揭露的差異影響。但資訊揭露的性質若屬強制性，因揭露的彈性空間較小，現金流量權及表決權係數均不顯著為負，股權結構的差異效果並不明顯。

針對自願性資訊揭露的特性，此一看法可從後續自願性資訊揭露的測試中得到佐證。至於其它控制變數與 DS 間，則未有明顯的關聯性存在。

另就自願性資訊揭露情況加以觀察，由表 6 得知除原有董事會獨立性、董事會規模、管理當局持股及公司治理綜合指標對資訊揭露的影響維持不變外，另發現三大機構法人持股之係數顯著為正，代表機構法人持股確實能稱職去督促企業提昇自願性資訊揭露的水準 (Haniffa & Cooke, 2002)。關於控制變數的影響，較明顯差異在於高度成長的公司 (Growth)、董事長或總經理被撤換者 (Chan) 及公司若屬電子產業群 (Elec)，所發布的自願性資訊揭露水準會較高；而發生虧損公司之董監事持股質押比率 (Collloss) 愈多，會降低自願性資訊揭露的水準。其餘變數的估計結果則與強制性資訊揭露的情形相似。

綜上所述，不論是強制性或自願性資訊揭露，實證結果均發現董事會獨立性愈強、董事會規模愈小、管理當局持股比例愈高，企業報導的資訊揭露水準愈佳。同時，亦進一步發現公司治理綜合指標分數愈高，公司資訊揭露的評比亦愈高，印證公司治理整體機制在提升資訊揭露水準上之重要性。此外，公司治理機制對資訊揭露種類的影響差異更反應在機構法人監督效果上，機構法人持股比例愈高，企業自願性資訊揭露水準愈佳，但對提升強制性資訊揭露的效果則不明顯，此舉顯示三大機構法人股權投資乃有助於督促企業強化自願性資訊揭露的誘因。

表 6 自願性資訊揭露對公司治理變數之迴歸估計結果—OLS Model

變數 ^a	預期符號	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Out	+	0.00066 (0.3145)					
Indep	+		0.0298 (0.0415)**				
Mout	+			0.0229 (0.0388)**			
Mindep	+				0.0390 (0.0110)**		
Cgtso	+					0.0095 (0.0089)***	
Cgtsi	+						0.0127 (0.0021)***
Bn	?	-0.0016 (0.0768)*	-0.0017 (0.0663)*	-0.0015 (0.0915)*	-0.0016 (0.0755)*		
Mgt	?	0.0003 (0.0964)*	0.0003 (0.0423)**	0.0003 (0.0836)**	0.0004 (0.0329)**		

Insti	+	0.0327 (0.0772)*	0.0299 (0.0823)*	0.0314 (0.0844)*	0.0291 (0.0875)*		
Fc	—	-0.0035 (0.2925)	-0.0024 (0.3402)	-0.0003 (0.4813)	-0.0016 (0.3881)		
Size	+	0.0096 (0.0015)***	0.0098 (0.0005)***	0.0103 (0.0007)***	0.0100 (0.0004)***	0.0101 (0.0003)***	0.0097 (0.0002)***
Leve	?	-0.0259 (0.1318)	-0.0266 (0.1173)	-0.0279 (0.1054)	-0.0272 (0.1095)	-0.0275 (0.1121)	-0.0265 (0.1259)
Cura	?	0.0010 (0.1015)	0.0010 (0.2162)	0.0010 (0.0983)*	0.0010 (0.2151)	0.0010 (0.0993)*	0.0010 (0.0948)*
Ros	+	-0.0014 (0.4366)	-0.0018 (0.4293)	-0.0014 (0.4378)	-0.0020 (0.4209)	0.0004 (0.4823)	-0.0007 (0.4675)
Growth	+	0.0258 (0.0024)***	0.0258 (0.0034)***	0.0254 (0.0026)***	0.0256 (0.0035)***	0.0248 (0.0030)***	0.0246 (0.0032)***
Ceo	—	-0.0057 (0.1289)	-0.0060 (0.1326)	-0.0064 (0.1043)	-0.0061 (0.1295)	-0.0058 (0.1266)	-0.0056 (0.1314)
Cash	—	-0.0202 (0.1179)	-0.0238 (0.0709)*	-0.0197 (0.1230)	-0.0250 (0.0609)*	-0.0141 (0.1895)	-0.0162 (0.1563)
Colloss	—	-0.0737 (0.0003)***	-0.0722 (0.0006)***	-0.0732 (0.0002)***	-0.0716 (0.0006)***	-0.0729 (0.0003)***	-0.0713 (0.0004)***
Chan	+	0.0098 (0.0247)**	0.0102 (0.0199)**	0.0101 (0.0221)**	0.0104 (0.0177)**	0.0096 (0.0264)**	0.0098 (0.0238)**
Mer	+	0.0184 (0.0223)**	0.0177 (0.0339)**	0.0181 (0.0233)**	0.0174 (0.0355)**	0.0177 (0.0250)**	0.0171 (0.0289)**
Empl	+	0.0032 (0.1274)	0.0031 (0.1282)	0.0030 (0.1362)	0.0031 (0.1298)	0.0033 (0.1180)	0.0033 (0.1134)
Elec	+	0.0156 (0.0015)***	0.0138 (0.0059)***	0.0149 (0.0024)***	0.0131 (0.0084)***	0.0157 (0.0012)***	0.0142 (0.0035)***
F Statistic		7.2855	7.4657	7.4747	7.6121	9.2500	9.4645
P-value		0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
Adjusted R ²		8.38%	8.59%	8.61%	8.77%	8.40%	8.60%
N		1170	1170	1170	1170	1170	1170

^a各變數定義請參照表 2。***、**與* 分別代表 1%、5% 及 10% 的顯著水準。各變數若有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

四、過濾公司治理因子後之強制性資訊揭露估計結果(註²⁰)

在執行本研究分析時，鑒於年報指標中二大揭露主題之一即為董事會及股權結構資訊，顧及董事會及股權結構指標與資訊揭露水準俱屬公司治理涵蓋的範疇，因而

註²⁰ 作者衷心感謝其中一位評審委員點出此一問題。

建構實證模型時，可能會發生將公司治理某一組成因素對公司治理另一組成因素進行迴歸測試之情事，產生研究之實驗變數與因變數屬性相同之問題。為克服該疑慮所導致實證結論的偏誤，本文在此係將年報資訊揭露指標中 (即因變數 DS) 屬於董事會組成、股權結構特徵的 9 項指標刪除後重新執行分析 (註²¹)。因涉及董事會組成、股權結構特徵的 9 項指標均屬強制性資訊揭露指標，故在此乃將強制性資訊揭露排除 9 項公司治理指標後之估計結果重新列示於表 7，至於自願性資訊揭露則不受其影響。由表 7 得知，不論是實驗變數或控制變數，調整 9 項公司治理指標後之測試結果仍與未調整前結論相同，但整體模型解釋能力則略有增加。

五、敏感度及增額分析

(一) 刪除極端值影響

為避免極端值效應對實證結果產生重大影響，本研究將所有自變數位於平均數調整正負三倍標準差以外的觀察值視為極端值而予以剔除 (註²²)，刪除極端值後重新估計的結果並未改變原始實證結論。

表 7 強制性資訊揭露 (排除 9 項公司治理指標) 對公司治理變數之迴歸估計結果
—OLS Model

變數 ^a	預期符號	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Out	+	0.0015 (0.4245)					
Indep	+		0.0202 (0.0125)**				
Mout	+			0.0032 (0.3302)			
Mindep	+				0.0238 (0.0038)***		
Cgtso	+					0.0056 (0.0040)***	
Cgtsi	+						0.0090 (0.0000)***
Bn	?	-0.0011 (0.0089)***	-0.0012 (0.0065)***	-0.0011 (0.0107)**	-0.0012 (0.0088)***		

註²¹ 涉及董事會組成、股權結構特徵的 9 項指標，以 94 年而言分別為指標 66、67、68、69、72、74、77、80、81；以 95 年而言分別為指標 69、70、71、72、75、77、80、83、84，均為強制性資訊揭露的評估指標。

註²² Rajgopal 與 Venkatachalam (1998) 和 Bartov、Gul 與 Tsui (2001) 亦採此類似處理方法。

Mgt	?	0.0002 (0.0700)*	0.0002 (0.0223)**	0.0002 (0.0689)*	0.0002 (0.0195)**		
Insti	+	0.0104 (0.1715)	0.0081 (0.2306)	0.0103 (0.1741)	0.0079 (0.2366)		
Fc	-	0.0002 (0.4743)	0.0016 (0.3000)	0.0006 (0.4355)	0.0019 (0.2688)		
Size	+	0.0060 (0.0005)***	0.0062 (0.0002)***	0.0061 (0.0004)***	0.0063 (0.0001)***	0.0062 (0.0001)***	0.0060 (0.0001)***
Leve	?	-0.0090 (0.3766)	-0.0098 (0.3419)	-0.0092 (0.3678)	-0.0100 (0.3299)	-0.0092 (0.3678)	-0.0086 (0.4005)
Cura	?	0.0004 (0.1407)	0.0003 (0.1481)	0.0004 (0.1418)	0.0003 (0.1463)	0.0003 (0.1611)	0.0003 (0.1514)
Ros	+	-0.0127 (0.0327)**	-0.0128 (0.0308)**	-0.0127 (0.0329)**	-0.0129 (0.0300)**	-0.0122 (0.0311)**	-0.0134 (0.0232)**
Growth	+	0.0067 (0.1100)	0.0066 (0.1108)	0.0066 (0.1115)	0.0065 (0.1125)	0.0051 (0.1689)	0.0048 (0.1833)
Ceo	-	-0.0015 (0.3127)	-0.0018 (0.2837)	-0.0016 (0.3056)	-0.0018 (0.2827)	-0.0015 (0.3158)	-0.0016 (0.3149)
Cash	-	-0.0173 (0.0452)**	-0.0196 (0.0255)**	-0.0173 (0.0449)**	-0.0202 (0.0226)**	-0.0117 (0.1227)	-0.0132 (0.0961)*
Colloss	-	-0.0098 (0.2114)	-0.0088 (0.2358)	-0.0098 (0.2135)	-0.0085 (0.2430)	-0.0077 (0.2648)	-0.0061 (0.3092)
Chan	+	-0.0048 (0.0449)**	-0.0045 (0.0538)*	-0.0048 (0.0453)**	-0.0044 (0.0581)*	-0.0050 (0.0391)**	-0.0048 (0.0443)**
Mer	+	0.0421 (0.0000)***	0.0415 (0.0000)***	0.0420 (0.0000)***	0.0414 (0.0000)***	0.0418 (0.0000)***	0.0413 (0.0000)***
Empl	+	0.0022 (0.0721)*	0.0021 (0.0754)*	0.0022 (0.0737)*	0.0021 (0.0766)*	0.0020 (0.0896)*	0.0020 (0.0858)*
Elec	+	-0.0030 (0.1712)	-0.0043 (0.0896)*	-0.0031 (0.1651)	-0.0046 (0.0754)*	-0.0036 (0.1272)	-0.0051 (0.0553)*
F Statistic		9.5205	9.8039	9.5307	9.9226	12.2491	12.8238
P-value		0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
Adjusted R ²		11.02%	11.35%	11.04%	11.49%	11.12%	11.62%
N		1170	1170	1170	1170	1170	1170

^a各變數定義請參照表 2。***、**與* 分別代表 1%、5% 及 10% 的顯著水準。各變數若有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

(二) 上市公司轉投資之三大法人

在衡量三大法人的治理角色時，因台灣的股權結構牽涉到為數眾多轉投資公司的問題，而這些上市(櫃)公司所轉投資的企業，除了大部分為產業界的經營公司外，可能亦有少部分是對國內三大法人的股權投資。為避免法人機構的監督功能受到干擾

及剔除關係人交易因素的考量，本研究乃將三大法人中屬於上市(櫃)公司關係企業持股的樣本予以刪除。刪除的標準為上市(櫃)公司對三大法人持股重大，具有影響力而採權益法處理的轉投資自營商、投信及外資，共計刪除 21 筆資料(註²³)，藉以排除交叉持股的相互投資結構(註²⁴)。重新檢測後實證結果維持不變(並未列表)，但就自願性資訊揭露部分，三大機構法人持股係數的顯著性則略為上升(註²⁵)。

(三) 盈餘管理對資訊揭露政策的影響

由於公司管理當局對於資訊揭露政策與盈餘管理幅度握有相當裁量權，資訊揭露透明度較高的公司，從事盈餘管理獲致的效益會較低，因而盈餘管理的動機不強(Dutta & Gigler, 2002)。為控制盈餘管理與資訊揭露之間的關聯，本研究以 The Advanced Modified Jones Model(註²⁶)估計之異常應計數取絕對值作為盈餘管理代理變數，之後放入主要迴歸式中重新進行檢測，結果並未發現盈餘管理幅度與資訊揭露水準具有顯著關聯性。

(四) 考量公司治理變數內生性問題

在分析公司治理變數與資訊揭露程度的關聯時，有一潛在內生性問題必須正視。近來屢有文獻提出，將董事會的結構或其它治理特性純粹視為外生變數的作法有欠妥適，事實上除了公司治理機制會影響企業組織的結果外，亦有可能係企業組織的結果去決定公司選擇何種治理機制(Barnhart & Rosenstein, 1998; Hermalin & Weisbach, 2003; Gul & Leung, 2004)，亦即公司治理機制可能會衍生出內生性的問題。為避免衡量變數的內生性造成既有迴歸係數估計產生偏誤或不一致，本研究乃進行 Hausman (1978) 內生性檢定(Endogeneity Test)。內生性檢定係將縮減式(Reduced Form)估計所得殘差項加入原結構式(Structural Form)內作為額外一項變數(註²⁷)。其中工具變數的選擇係參酌相關的文獻，以審計品質、海外掛牌上市及審計意見(Chen & Jaggi, 2000;

註²³ 94 年及 95 年分別計有 10 筆及 11 筆資料對自營商與投信重大轉投資持股，對外資則無。

註²⁴ 洪榮華等人(2005)認為，若能克服辨別機構投資人的身分是否為同集團企業的問題，對衡量企業股權結構的影響則能有更深入的瞭解。

註²⁵ Model 1 至 Model 4 的 p 值分別由 0.0772 變為 0.0620；0.0823 變為 0.0804；0.0844 變為 0.0690；0.0875 變為 0.0849。

註²⁶ 該模式除涵蓋原有 Modified Jones Model 之估計變數外，另包括權益帳面價值與市值比及營業活動現金流量二個自變數，估計效果優於傳統 Modified Jones Model (Dechow, Richardson, & Tuna, 2003; Larcker & Richardson, 2004)。

註²⁷ 估計縮減式的殘差時，係將公司治理綜合變數(Cgtso 或 Cgtsi)對原結構式的外生變數(公司規模、負債、流動比率、銷貨報酬率、成長機會、董事長兼任總經理、控制股東掌握現金流量權比率、發生虧損公司之董監事持股質押比率、董事長或總經理被撤換者、集團企業、員工人數與電子產業)及其它外生工具變數(審計品質、審計意見與海外掛牌上市)跑迴歸求得。

Eng & Mak, 2003; Gul & Leung, 2004; Fan & Wong, 2005) 作為原結構式外生變數外之新增的外生變數 (註²⁸)。內生性檢測結果發現，公司治理綜合指標變數的殘差項並未顯著異於 0，潛在內生性可能干擾實證結果的懷疑應可適當被排除 (註²⁹)。

(五) Panel Data Model 估計結果

因本研究期間只有二期，無法以 Fama-MacBeth 迴歸或 Z1 及 Z2 統計量來控制實證估計時所產生橫斷面相關的問題。為了顧及研究資料同時包括橫斷面及時間序列特性可能造成的影響，本文在此亦執行 Balanced Panel Data Model 的估計 (註³⁰) (Wooldridge, 2002)。執行估計前先經由 Hausman (1978) test 進行檢定，檢測結果發現 χ^2 檢定統計量均拒絕 H_0 ，代表應以固定效果模型 (Fixed Effect Model) 來捕捉因每家公司之不同結構所產生的公司個體效果 (Individual Effect)。固定效果模型估計結果顯示，在三種資訊揭露的情況下，公司治理綜合指標對資訊揭露水準均具有顯著正向關係 (註³¹)，整體而言實證結論維持不變。

(六) 年報指標中二大資訊揭露內容之估計結果

為進一步觀察公司治理機制對年報各類資訊揭露品質的影響，本研究乃依年報指標中二大揭露主題，再將揭露內容細分為財務及營運資訊透明度指標與董事會及股權結構指標二類，分別執行先前主要的迴歸分析。由表 8 分類後估計結果顯示，董事會獨立性愈強、董事會規模愈小、管理當局持股比例愈高、及公司治理綜合指標分數愈高，企業對年報二大揭露主題所報導的揭露水準均愈佳。然而，明顯的差異影響乃反應在機構法人持股及家族控制企業型態上。機構法人持股比例愈高，愈能督促企業提昇財務及營運資訊透明度之揭露水準，但對強化董事會及股權結構的資訊品質則無明顯的影響，此一差異也再次證實了機構法人監督經理人提昇自願性資訊揭露的誘因效果確實較強 (註³²)。至於企業若屬家族控制企業型態者，所呈現出董事會及股權結

註²⁸ 審計品質的衡量係以公司若委由四大會計師事務所查核者設為 1，否則為 0；海外掛牌上市係以公司於海外發行存託憑證或可轉換公司債者設為 1，否則為 0；而審計意見的衡量則以公司所收到審計意見類型為依據 (薛敏正、李雅琳，2007)，否定或無法表示意見者為 2，保留意見者為 1，繼續經營有疑慮之修正式無保留意見者為 0，其它修正式無保留意見或標準無保留意見者為 -1。

註²⁹ 內生性檢測結果分別以原始強制性資訊揭露、已排除 9 項公司治理指標之強制性資訊揭露及自願性資訊揭露三種揭露的分數而言，公司治理綜合指標變數 (Cgtso 或 Cgtsi) 殘差項的 p 值為 0.5986 或 0.7229；0.5178 或 0.6349；0.7575 或 0.9882。

註³⁰ 兩年度均有觀察值的公司共計有 543 筆，故平衡式總樣本為 $543 \times 2 = 1086$ 。

註³¹ 以原始強制性資訊揭露、已排除 9 項公司治理指標之強制性資訊揭露及自願性資訊揭露三種揭露的分數而言，公司治理綜合指標變數 (Cgtso 或 Cgtsi) 的 p 值均為 0.0000 或 0.0000。

註³² 在年報指標二大揭露主題中，財務及營運資訊透明度包含較多的自願性揭露指標，而董事會及股權結構指標中屬自願性揭露項目者較少。

構的資訊揭露水準則顯著偏低。

伍、結論與建議

在目前證基會極力強調與推行資訊揭露的評鑑工作下，正逐步喚起社會輿論對企業資訊揭露程度的重視。本研究係以全體上市(櫃)企業作為廣泛研究的對象，引用證基會所發布「資訊揭露評鑑系統」中之年報資訊作為衡量指標，並依是否為法令規定應揭露之內容，區分為強制性及自願性資訊，據此作為本文資訊揭露水準的代理變數，希冀瞭解董事會獨立性與股權結構對資訊揭露程度的影響究竟為何？

本研究實證結果發現，不論是強制性或自願性資訊揭露，均指出董事會獨立性愈強、董事會規模愈小、管理當局持股比例愈高，企業報導的資訊揭露評比愈佳。此外，若將各項公司治理機制透過轉換融合為單一衡量因子時，亦發現公司治理綜合指標分數愈高，公司資訊揭露的程度亦愈高，印證公司治理整體機制確實有助於提升企業資訊揭露之水準。同時，公司治理機制對資訊揭露種類的影響差異更反應在機構法人監督效果上，機構法人持股比例愈高，企業自願性資訊揭露水準愈佳，但對提升強制性資訊揭露的效果則不明顯，此舉顯示三大機構法人之股權投資亦是督促企業自願性揭露資訊的誘因之一。本研究的結果除可喚起受評企業體認深植良好公司治理機制的必要性外，尚可提供金管會及投資人評估實行獨立董監事預期成效及其它各項公司治理機制對資訊揭露水準的實際影響，俾作為日後政策修正或評鑑作業改弦之參考。

表 8 年報資訊揭露分類指標對公司治理變數之迴歸估計結果—OLS Model

Panel A：財務及營運資訊透明度						
實驗變數 ^a	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Out	0.0004 (0.4803)					
Indep		0.0195 (0.0146)**				
Mout			0.0066 (0.1929)			
Mindep				0.0262 (0.0017)***		
Cgtso					0.0046 (0.0213)**	
Cgtsi						0.0078 (0.0008)***
Bn	-0.0012 (0.0079)***	-0.0013 (0.0060)***	-0.0012 (0.0094)***	-0.0013 (0.0074)***		

Mgt	0.0001 (0.1498)	0.0002 (0.0588)*	0.0001 (0.1384)	0.0002 (0.0439)**
Insti	0.0226 (0.0274)**	0.0203 (0.0436)**	0.0221 (0.0306)**	0.0197 (0.0481)**
Fc	0.0027 (0.2405)	0.0043 (0.1981)	0.0039 (0.1466)	0.0048 (0.1477)

Panel B：董事會及股權結構

實驗變數 ^a	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Out	0.0047 (0.2514)					
Indep		0.0201 (0.0187)**				
Mout			0.0113 (0.0526)*			
Mindep				0.0208 (0.0140)**		
Cgtso					0.0091 (0.0001)***	
Cgtsi						0.0112 (0.0000)***
Bn	-0.0008 (0.0923)*	-0.0008 (0.0797)*	-0.0007 (0.1122)	-0.0008 (0.0951)*		
Mgt	0.0002 (0.0161)**	0.0003 (0.0050)***	0.0002 (0.0138)**	0.0003 (0.0051)***		
Insti	0.0025 (0.4116)	0.0006 (0.4786)	0.0020 (0.4280)	0.0007 (0.4747)		
Fc	-0.0109 (0.0009)***	-0.0102 (0.0008)***	-0.0097 (0.0027)***	-0.0102 (0.0008)***		

^a 實驗變數的定義請參照表 2。為節省篇幅，控制變數的結果並未列示。***、**與*分別代表 1%、5% 及 10% 的顯著水準。各變數若有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

最後，礙於資料蒐集的困難與理論上某些變數衡量不易，致使本研究難豁免有以下的研究限制。首先，本文係以董監事席次比率來衡量董事會獨立性，有關其它可能的衡量指標，如出席狀況或開會次數，本研究並未考慮之。此外，在定義上市公司是否為家族控制企業時，本研究採用的是席次控制的概念，關於股權控制的衡量方式，並未被本文所引用。再者，本研究只探討實證上董事會組成及股權結構與資訊揭露程度的關聯性，並未提供彼此間確切因果關係的證據。

參考文獻

- 丁映汝，2004，公司治理與資訊揭露程度之關聯性研究，中原大學會計研究所未出版之碩士論文。(Ting, Ying-Ju. 2004. *A study on the relationship between corporate governance and information disclosure*. Unpublished master's thesis, Department of Accounting, CYCU.)
- 毛品方，2007，高階經理人變更與資訊揭露態度差異之關聯性研究，東吳大學會計研究所未出版之碩士論文。(Mao, Pin-Fang. 2007. *A study on the relationship between managers' turnover and changes of attitude toward information disclosure*. Unpublished master's thesis, Department of Accounting, SCU.)
- 伍忠賢，2003，公司治理的第一本書，台北：商周出版。(Wu, Zhong-Xian. 2003. *The first book on corporate governance*. Taipei: Business Weekly.)
- 李春安、吳欽杉、葉麗玉，2003，「所有權結構與公司非法行為關係之研究：以台灣股票上市公司為例」，證券市場發展季刊，14 卷 4 期：頁 75-138。(Lee, Chun-An, Wu, Chin-Shun, & Yeh, Li-Yu. 2003. A study on the relationship between ownership structure and illegal corporate behavior: An empirical study on Taiwan listing companies. *Review of Securities and Futures Markets*, 14 (4): 75-138.)
- 侍台誠，1994，董事會特性中家族因素與經營績效之實證研究：兼論法人董事的影響，國立臺灣大學會計學研究所未出版之碩士論文。(Shih, Tai-Cheng. 1994. *An empirical study of the relationship between family-related attributes in the board of directors and business performance: Institutional director's influence also examined*. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of Accounting, NTU.)
- 周行一、陳錦村、陳坤宏，1996，「家族持股、聯屬持股與公司價值之研究」，中國財務學刊，4 卷 1 期：頁 115-139。(Chow, Edward H., Chen, Jing-Twen, & Chen, Kwin Hong. 1996. Family business, affiliated groups, and the value of firms. *Journal of Financial Studies*, 4 (1): 115-139.)
- 林穎芬，1998，台灣上市公司控管機制之研究：探討家族與非家族企業高階主管薪酬與離職的控管效果，國立中山大學企業管理研究所未出版博士論文。(Lin, Ying-Fen. 1998. *CEO compensation and turnover in Taiwan*. Unpublished master's thesis, Department of Business Management, NSYSU.)
- 林穎芬、劉維琪，2003，「從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣之適用程度」，管理學報，20 卷 2 期：頁 365-395。(Lin, Ying-Fen, & Liu, Wei-Qi. 2003. On the implementation of agency theory in Taiwan: A study of CEO

- compensation. *Journal of Management*, 20 (2): 365-395.)
- 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，173期：頁 75-81。(Ko, Chen-En. 2000. Issues of domestic corporate governance and improvement suggestions (1-2). *Accounting Research Monthly*, 173: 75-81.)
- 洪榮華、陳香如、柯璟瑩，2005，「從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性」，管理與系統，12 卷 4 期：頁 33-54。(Hung, Jung-Hua, Chen, Hsiang-Ju, & Ko, Chung-Ying. 2005. Board composition, ownership structure, and dept policy: An agency theory perspective. *Journal of Management & Systems*, 12 (4): 33-54.)
- 張淑貞，2005，資訊揭露評鑑系統與會計資訊價值攸關性之研究，國立台北大學國際財務金融所未出版之碩士論文。(Chang, Shu-Chen. 2005. *The relationship between information disclosure and transparency ranking system and informativeness of accounting data*. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of International Finance, NTPU.)
- 許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙，2003，「控制權與盈餘分配權偏離之衡量（上）」，貨幣觀測與信用評等，42 期：頁 15-31。(Hsu, Chun-Yuan, Lee, Yi-Tsung, Lin, Wang-Ying, & Zheng, Gui-Hui. 2003. The evaluation of governance structural change between cash flow rights and voting rights (1-2). *Money Watching & Credit Rating*, 42: 15-31.)
- 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研究」，會計與公司治理，2 卷 1 期：頁 33-59。(Chen, Guan-Jou, Chen, Yu-Cheng, & Chen, Hsueh-Ju. 2005. An empirical study of influential determinants on information transparency of listed corporations at web sites. *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 2 (1): 33-59.)
- 陳瑞斌、許崇源，2007，「公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究」，交大管理學報，27 卷 2 期：頁 55-109。(Chen, Jui-Pin, & Hsu, Chun-Yuan. 2007. A study on the relationship between corporate governance and information disclosure. *Chiao Ta Management Review*, 27 (2): 55-109.)
- 陳錦村、葉雅薰，2002，「公司改組、監督機制與盈餘管理之研究」，會計評論，34 期：頁 1-29。(Chen, Jing-Twen, & Yeh, Ya-Hsun. 2002. The relationship between corporate restructuring, corporate governance and earnings management. *The International Journal of Accounting Studies*, 34: 1-29)
- 黃文玲，2004，公司特性與網站資訊透明度關聯性之研究，國立臺灣大學會計研究所未出版之碩士論文。(Huang, Wen-Lin. 2004. *A study on the relationship*

- between firm's characteristics and website information disclosure*. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of Accounting, NTU.)
- 黃湘綺，1995，家族企業與盈餘操縱現象的關聯性研究，國立中正大學會計學研究所未出版之碩士論文。(Huang, Shiang-Chi. 1995. *A study on the relationship between family business and earnings manipulations*. Unpublished master's thesis, Department of Accounting and Information Technology, CCU.)
- 黃瓊慧、許周全，2001，「機構投資人對自願性盈餘預測之影響」，2001 會計理論與實務研討會，台北。(Huang, Chung-Huey, & Hsu, Chou-Chuan. 2001. *The impact of institutional investors on management earnings forecasts*. Paper presented at 2001 Accounting Theory and Practice Conference, Taipei.)
- 黃寶璋，2004，董事會結構、所有權結構與公司資訊揭露水準，明志技術學院工程管理研究所未出版之碩士論文。(Huang, Bao-Zhang. 2004. *A study on the board structure, ownership structure and corporate information disclosure level*. Unpublished master's thesis, Department of Industrial Engineering and Management, MCUT.)
- 葉匡時、操禮芹，1996，「家族企業接班過程之網路分析」，管理科學學報，13 卷 2 期：頁 197-225。(Yeh, Kuang-Shi, & Cao, Li-Qin. 1996. Network analysis of succession process of large family business in Taiwan. *Journal of Management Science*, 13 (2): 197-225.)
- 葉銀華，1998，「家族控股集團與股票報酬共變性之實證研究」，臺大管理論叢，9 卷1期：頁 25-48。(Yeh, Yin-Hua. 1998. Family controlled groups and return covariation in Taiwan stock market. *NTU Management Review*, 9 (1): 25-48.)
- 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 期：頁 70-77。(Yeh, Yin-Hua. 2002. Viewing corporate transparency from information disclosure on Taiwanese listed company web sites. *Accounting Research Monthly*, 200: 70-77.)
- 葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，台北：商智文化。(Yeh, Yin-Hua, Li, Cun-Xiu, & Ko, Chen-En. 2002. *Corporate governance and rating system*. Taipei: Sunbright.)
- 蔡柳卿，2007，「依會計盈餘時效性設計高階主管薪酬契約：董事會所扮演的角色」，會計評論，44 期：頁 61-94。(Tsai, Liu-Ching. 2007. The design of top executive compensation contracts based on the timeliness of accounting earnings: The role of the board directors. *International Journal of Accounting Studies*, 44: 61-94.)

- 薛敏正、李雅琳，2007，「財務困難公司之資訊透明度研究」，當代會計，8 卷 2 期：頁 113-154。(Shiue, Min-Jeng, & Li, Ya-Ling. 2007. An empirical study of information transparency for financial distress firms. *Journal of Contemporary Accounting*, 8 (2): 113-154.)
- 鍾喜梅、劉韻僖、葉匡時，2003，「我國上市公司家族控制力與董事會運作關係之探討」，中山管理評論，11 卷 2 期：頁 341-365。(Chung, His-Mei, Liu, Yunshi, & Yeh, Kuang S. 2003. Relationships between family control and board processes in Taiwan's public companies. *Sun Yat-Sen Management Review*, 11 (2): 341-365.)
- 嚴奇峰，1994，「台灣傳統家族企業極端共存組織現象之探討：系統穩態觀點」，管理評論，13 卷 1 期：頁 1-22。(Yen, Ghi-Feng. 1994. Traditional co-existing organization of family business in Taiwan: Steady-state perspective. *Management Review*, 13 (1): 1-22.)
- Aboody, D., & Kasznik, R. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29 (1): 73-100.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of anti-takeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2): 143-161.
- Ahmed, K., & Courtis, J. K. 1999. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *The British Accounting Review*, 31 (1): 35-61.
- Ball, R., Wu, J. S., & Robin, A. 1999. *Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries, and implications for acceptance of I.A.S.* Working paper, University of Rochester.
- Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. 1998. Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *The Financial Review*, 33 (4): 1-16.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. 2001. Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 30 (3): 421-452.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71 (4): 443-465.
- Beaver, W. 1998. *Financial reporting: An accounting revolution* (3rd ed.). Stanford, CA: Prentice Hall.
- Bedard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. 2004. The effect of audit committee expertise,

- independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23 (2): 13-35.
- Belkaoui, A., & Karpik, P. G. 1989. Determinants of a corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2 (1): 36-51.
- Bloomfield, R. J., & Wilks, T. J. 2000. Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital. *The Accounting Review*, 75 (1): 13-41.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of capital. *The Accounting Review*, 72 (3): 323-349.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. 1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35 (3): 371-390.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2): 267-291.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37 (2): 167-201.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1/3): 237-333.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32 (2): 195-222.
- Chen, C. J. P., & Jaggi, B. 2000. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (4/5): 285-310.
- Ching, K. M. L., Firth, M., & Rui, O. M. 2002. *Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings*. Working paper, Hong Kong Polytechnic University.
- Choi, F. D. S., & Levich, R. M. 1990. *The capital market effects of international accounting diversity*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.
- Choi, J. H., & Wong, T. J. 2007. Auditors' governance functions and legal environments: An international investigation. *Contemporary Accounting Research*, 24 (1): 13-46.
- Clarkson, P., Guedes, J., & Thompson, R. 1996. On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1): 69-84.
- Cooke, T. E. 1991. An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. *The International Journal of Accounting*, 26 (3): 174-189.

- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. 1999. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42 (6): 674-686.
- Debreceeny, R., Gray, G. L., & Rahman, A. 2002. The determinants of internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21 (4/5): 371-394.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, A. I. 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8 (2/3): 355-384.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13 (1): 1-36.
- Deegan, C., & Gordon, B. 1996. A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research*, 26 (3): 187-199.
- Denis, D. K. 2001. Twenty-five years of corporate governance research ... and counting. *Review of Financial Economics*, 10 (3): 191-212.
- Dutta, S., & Gigler, F. 2002. The effect of earnings forecasts on earnings management. *Journal of Accounting Research*, 40 (3): 631-655.
- 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., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301-325.
- Fama, E. F., & Laffer, A. B. 1971. Information and capital markets. *Journal of Business*, 44 (3): 289-298.
- Fan, J. P. H., & Wong, T. J. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3): 401-425.
- _____. 2005. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. *Journal of Accounting Research*, 43 (1): 35-72.
- Forker, J. J. 1992. Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22 (86): 111-124.

- Frost, C. A., Gordon, E. A., & Pownall, G. 2006. *Financial reporting quality, disclosure, and emerging market companies' access to capital in global equity markets*. Working paper, State University of New York at Buffalo.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. J. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1/3): 125-160.
- 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.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. 2002. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38 (3): 317-349.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46 (6): 1251-1271.
- Healy, P. M., Hutton, A., & Palepu, K. G. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16 (3): 485-520.
- 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.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. 2003. Boards of directors as endogenously determined institutions: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9 (1): 7-26.
- 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.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3): 831-880.
- Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, 19 (1): 117-145.
- Karamanou, I., & Vafeas, N. 2005. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 453-486.
- Klein, A. 2002. Audit Committee, board of director characteristics, and earnings

- management. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3): 375-400.
- Larcker, D. F., & Richardson, S. A. 2004. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research*, 42 (3): 625-658.
- Lev, B. 1992. Information disclosure strategy. *California Management Review*, 34 (4): 9-32.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48 (1): 59-77.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77 (3): 483-514.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. 1995. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26 (3): 555-572.
- Milliron, J. 2000. *Board of director incentive alignment and the design of executive compensation contracts*. Working paper, University of Chicago.
- 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 (1/2): 293-315.
- Nagar, V., Nanda, D., & Wysocki, P. 2003. Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34 (1/3): 283-309.
- Naser, K., & Al-Khatib, K. 2000. Determinants of the depth of information disclosure in the board of directors statements of a sample of Jordanian listed companies. *Advanced in International Accounting*, 13 : 99-118.
- Patton, J., & Zelenka, I. 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.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2): 237-265.
- Raffournier, B. 1995. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review*, 4 (2): 261-280.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. 1998. *The role of institutional investors in corporate governance: An empirical investigation*. Working paper, University of Washington.

- Reitenga, A. L., & Tearney, M. G. 2003. Mandatory CEO retirements, discretionary accruals, and corporate governance mechanisms. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18 (2): 255-280.
- Richardson, A. J., & Welker, M. 2001. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organization and Society*, 26 (7/8): 597-616.
- Ruland, W., Tung, S., & George, N. E. 1990. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *The Accounting Review*, 65 (3): 710-721.
- Saudagaran, S. M., & Diga, J. G. 1997. Financial reporting in emerging capital markets: Characteristics and policy issues. *Accounting Horizons*, 11 (June): 41-64.
- Sengupta, P. 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73 (4): 459-474.
- Shivdasani, A. 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1/3): 167-198.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94 (3): 461-488.
- _____. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
- Stulz, R. M. 1999. Globalization of equity markets and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (3): 8-25.
- Tripathi, S. 1998. A different world. *Far East Economic Review*, 161 (33): 49-51.
- Vafeas, N. 2005. Audit committees, boards, and the quality of reported earnings. *Contemporary Accounting Research*, 22 (4): 1093-1122.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20 (1): 61-92.
- Weisbach, M. S. 1988. Outsider directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2): 431-460.
- Williamson, O. E. 1984. Corporate governance. *The Yale Law Journal*, 93 (7): 1197-1230.
- Wooldridge, J. M. 2002. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9 (3): 295-316.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2): 185-211.

附錄 1 揭露項目之內容及評分原則

(1) 證基會資訊揭露評鑑系統之原始評鑑指標與本研究納入評鑑指標之比較

證基會資訊揭露評鑑系統	揭露指標個數	本研究納入之構面	強制性指標數	自願性指標數
資訊揭露相關法規遵循情形	1 1(11)			
資訊揭露時效性	19 (20)			
預測性財務資訊之揭露	4 (5)	年報之資訊揭露	34 (33)	14 (16)
年報之資訊揭露	48 (49)			
企業網站之資訊揭露	13 (13)			

表中數字為 94 年指標，括弧內為 95 年指標。證基會資訊揭露評鑑系統之「評鑑指標」欄中，有載明本指標係加分獎勵項目者，即為自願性指標，否則，則為強制性指標。

(2) 評分標準

分數	資訊揭露程度及評分標準
不適用指標	有說明不適用情形者
0	完全空白未說明理由者
1	僅揭露敘述性或數量性資訊者
2	同時揭露敘述性及數量性資訊者

原則上納入評分範圍為年報適用全部指標，遇有個別公司因產業差異與規模差異在年報中註明不適用情形者，則以不適用指標項目排除。

附錄 2 年報資訊揭露評分與資訊揭露評鑑系統評鑑等級之相關性^a

資訊揭露評鑑等級	年報揭露分數	強制性揭露分數	自願性揭露分數
Panel A-94 年			
A ⁺	0.806 (0.800)	0.865 (0.881)	0.667 (0.667)
A	0.753 (0.748)	0.851 (0.857)	0.518 (0.500)
B	0.728 (0.729)	0.846 (0.854)	0.444 (0.444)
C	0.706 (0.712)	0.829 (0.833)	0.409 (0.412)
Panel B-95 年			
A ⁺	0.810 (0.800)	0.873 (0.880)	0.661 (0.667)
A	0.758 (0.756)	0.854 (0.857)	0.526 (0.515)
B	0.727 (0.728)	0.844 (0.857)	0.446 (0.444)
C	0.711 (0.717)	0.833 (0.833)	0.417 (0.411)
C ⁻	0.705 (0.707)	0.836 (0.833)	0.389 (0.388)

^a 在每一等級中各類揭露分數為平均數(中位數)。

附錄 3 董事會組成結構之差異比較

變數 ^a	本研究	TEJ
外部董監事席次比率	28.16% (28.57%)	35.08% (37.5%)
獨立董監事席次比率	11.85% (0%)	7.72% (0%)
主要控制者所控制董監事席次比率 ^b	43.05% (37.5%)	64.92% (62.5%)

^a 表中數字為平均數 (中位數)。

^b 本文係指董事長家族所掌握董監事席次比率；TEJ 則為最終控制者 (最終控制者包括公司大股東、董事長、總經理或其家族及經營團隊) 所控制的董監事席次比率。

作者簡介

廖益興

國立台北大學會計學博士，現為中原大學會計學系副教授，主要研究領域為財務會計、審計學及公司治理。論文曾發表於財務金融學刊 (TSSCI)、管理與系統 (TSSCI)、中華會計學刊、當代會計、東吳經濟商學學報等期刊。

