ISSN 1023-2842
中山管理評論 2010 年十二月號
第十八卷第四期 p.949-1008

獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值之關聯性

Association among Independent Directors (Supervisors), Corporate Information Transparency and Firm Value

邱垂昌* *Chei-Chang Chiou*
國立彰化師範大學會計學系
Department of Accounting,
National Changhua University of Education

莊清騄 *Ching-Lu Jhuang*
臺灣金融控股股份有限公司財務處會計組
Accounting Section of Financial Department,
Taiwan Financial Holding Co., Ltd.

摘要

自安隆 (Enron) 事件爆發後，企業公司治理的問題，日漸受到重視。獨立董事與獨立監察人之引進，以及如何強化公司資訊透明度等議題，已成為各界矚目之焦點。本研究之目的有二：首先，探討獨立董事與獨立監察人對公司資訊透明度之影響；其次，研究獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值間之關係。本研究以 2002 至 2004 年於台灣證券交易所上市之公司為對象。研究結果顯示，獨立董事佔董事會之比率愈高，確實有助於發揮監督效果，進而提升公司資訊透明度。本研究亦發現，獨立董事比率及公司資訊透明度可為公司評價之正面資訊，而獨立監察人對公司價值則較不具影響力。

關鍵詞：獨立董事、獨立監察人、公司資訊透明度、公司價值

* 通訊作者：邱垂昌

Abstract

After Enron scandal, issues on corporate governance are gradually getting more attention. Introducing independent directors (supervisors) and enhancing corporate information transparency have gained the primary interests of public. This paper first aimed to examine the effect of independent directors and independent supervisors on corporate information transparency. We further investigated the effect of independent directors (supervisors) and corporate information transparency on firm value. The data was gathered from those firms listed on Stock Exchange of Taiwan from 2002 to 2004. The results indicated that the setup of independent directors indeed facilitated firms to enhance information transparency. It also showed that both the proportion of independent directors and the corporate information transparency were significantly relevant to firm value. However, independent supervisors didn't have direct impact on the firm value.

Keywords: Independent Director, Independent Supervisor, Corporate Information Transparency, Firm Value

壹、緒論

自美國爆發安隆 (Enron) 事件之後，投資人對企業財務資訊之信心大受影響，企業公司治理的問題，廣受各界矚目。公司治理與透明度是環環相扣的，公司治理包括內部董監事結構、市場的監督法規及中間人 (例如會計師、承銷商)，而貫穿其中的便是資訊 (柯承恩，2002)。資訊透明度是經濟合作暨開發組織 (OECD, 1999) 所提出的公司治理原則之一[1]。所謂資訊透明度係指，公司治理架構應確保及時與真實地揭露所有公司重大的資訊，包括股權結構、董事會獨立性與決策制定過程、財務報表品質以及投資者知情權的重視 (葉銀華，2002)。根據代理理論 (agency theory)，資訊不對稱不僅存在於投資者間，管理階層與投資人間也存在著資訊不對稱 (information asymmetry)，而資訊的充分揭露有助於減輕逆選擇(adverse selection) 與道德危險 (moral hazard) 的

[1] 經濟合作暨開發組織 (OECD) 於 1999 年所提出的「公司治理」原則包括下列各項：確保股東權益、股東平等對待、保障利害關係人權益、揭露與透明度、強化董事會責任等。

問題 (Beaver, 1998)。因此，如何提昇公司資訊透明度，以保障股東及其他利害關係人的權益，便成為公司治理機制重要的一環。

董事會對於透明度有決定性的影響，以美國為例，美國企業設有核准與監督公司經營策略的執行委員會、進行董事提名的提名委員會、決定董事及高階管理階層薪酬的薪酬委員會以及審計委員會等來監督董事會及高階管理階層的運作，而這些委員會的成員均由獨立董事所組成。我國最初有關獨立董事之規定為，凡自 2002 年 2 月 22 日初次申請上市或自 2002 年 2 月 25 日初次申請股票上櫃之公司，其董事會應設置獨立董事不得少於二人，獨立監察人不得少於一人[2]。2006 年上市櫃公司治理實務守則第 28 條新修訂，上市上櫃公司應擇一設置審計委員會或監察人。目前國內雖已初步頒布有關獨立董監事之法令，但相關配套措施未臻成熟，又獨立董事之職權與監察人有重疊之處，導致職權劃分不清，監察人制度存廢與否，已成為各界熱烈討論的議題。有鑑於此，實有必要研究獨立董事與獨立監察人對公司資訊透明度及公司價值之影響，以瞭解我國目前獨立董事與獨立監察人實施之成效。

過去許多西方不同國家之文獻已指出公司治理對於公司年報資訊之揭露程度或資訊透明度具有顯著影響能力 (Gibbins et al., 1990; Forker, 1992; Malone et al., 1993; Raffournier, 1995)。然而，這些研究之發現可能因東西方之法規與文化環境之差異，而無法適用於東方經濟環境上 (Ho & Wong, 2001)。東西方之法規與文化環境大約有以下幾項差異情況：第一、「單軌與雙軌」體制之差異，所謂單軌如美國，將「經營權」與「監督權」合一，僅設外部之董事或董事會下設審計委員會 (由獨立董事擔任) 來稽核；所謂雙軌如台灣，則有董事會負責經營業務，監察人則監督董事之經營。台灣之雙軌制度又是沿襲自日、德等大陸商法系，但產生方式[3]及法定權力[4]則不盡相同，可能導致監督

[2] 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 9 條第 1 項第 12 款，以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審查準則第 10 條第 1 項第 12 款之不宜上櫃規定之具體認定標準。

[3] 德國監察人之產生方式，係由股東及公司員工選舉產生。我國與日本之監察人皆由股東會選任之，但未如日本強制規定不得於章程中規定僅能由股東中選任，故實務上我國仍得於章程中規定僅能由股東選任而逃避此問題 (陳纘華，2004)。德國股份法規定，授權給單一監察人做決策是違法的，此部分與英美董事會設審計委員會之規定雷同，顯示其認為團隊分工合作才能有效發揮監督功能。日本之商法特例法亦強制大規模公司需設置由全體監察人組成之監察人會。反觀我國監察人制度則規定，監察人可以獨立行使職權，此規定與其他國家之規定大不相同。獨立行使職權，可以使監察人執行業務時，所受之羈絆較低，但卻可能因監察人本身之能力、時間或人情壓力之因素，而無法如團隊般發揮監督功能。另外，我國目前現行監察人之選任，係與董事之選任分別舉辦。監察人又由股東會選任產生，由於監察人之人數較少，當選所需之選票較多，且董事與監察人分別選舉，監察人必須仰賴大股東之支持才能當選 (造成監察人不是大股東，就是董事或其親戚或好友，可能產生大股

能力不足[5]。由於上述台灣之特殊監察制度，可能使得監察人或獨立監察人對公司資訊透明度或公司價值提升之效果，與以往以他國為研究對象之文獻有所差異。第二，西方國家公司治理制度實施歷史悠久，對資訊揭露之要求相對較嚴格；Eng & Mak (2003) 即指出雖然新加坡相對於其他亞太國家，公司治理較佳，但相對於英美等西方國家，規範仍有不足之處。Ho & Wong (2001) 指出香港之法規 (比英國及美國之揭露要求相對較不嚴格) 與公司所有權環境 (大部分上市公司係家族或個人所控制) 與西方國家有殊多差異。而台灣與香港在許多經濟環境類似 (如皆屬東方國家、皆為亞洲四小龍之一)，但亦有些差異 (如台灣上市公司以電子業居多且財務報導系統基本上沿襲美國會計制度，香港則以服務業居多且財務報導系統受英國會計實務影響極深，並受內地中國文化的影響)，因此有必要進一步檢視台灣之公司治理與資訊透明度之關係是否與其他國家有差異，實證結果可作為其他經濟環境與台灣較為類似的開發中國家之參考。第三，西方國家甚至新加坡及香港都有審計委員會或獨立董監事之設立規定，在本文研究期間，台灣對已上市公司則無此要求。可能導致董監事獨立性不足而傷害公司治理，使公司資訊透明度降低。此特殊現象之實證結果亦可為其他未設有審計委員會或獨立董監事之國家參考。第四，東方國家資本市場之成熟度相較於西方國家顯著較低，且台灣仍為開發中國家，相較於西方甚至新加坡等已開發國家，資訊揭露之要求皆較低。此時獨立董監事之角色更加重要，獨立董監事是否能發揮監督公司資訊揭露之功能，是主管機關甚至實務界亟欲瞭解的問題。本文實證結果可做為政策實施之參考。第五，Chen & Jaggi (2000) 及 Haniffa & Cooke (2002) 皆指出不同的文化環境 (如種族、教育等等) 會影響會計實務，特別是資訊揭露；台灣之文化環境與西方或其他國家亦有些許差異，可能會造成公司資訊透明度有差異。基於上述原因，值得以台灣為樣本，進一步探討公司治理或獨立董監事及資訊透明度與公司價

東侵略小股東利益之代理問題)，兩者利益依存度高，以致減少其獨立性，大幅降低制衡功能 (陳纘華，2004)。我國公司法另規定政府或法人為股東時，亦得由其代表人當選為董事或監察人，代表人有數人時，得分別當選。同一法人同時負責公司業務之執行與監督，造成「球員兼裁判」，此為對監察人獨立性之最大威脅。上述情況皆為台灣與西方或其他國家較具差異的特殊監察制度，這些傷害獨立性或缺乏團隊功能的特殊規範，是否會導致台灣之董監事制度與公司資訊透明度及公司價值之關係，會有與以往文獻較不一樣的結果，值得進一步以台灣為樣本進行探究。

[4] 就日本商法而言，監察人在知悉董事會執行業務有違反法令、章程或股東會決議之行為時，得免供擔保向法院聲請假處分，制止董事會為上述行為；此外，監察人之查核範圍也不僅於各類表冊，而包括董事會對股東會所提出之各項議案及相關文件。我國則缺乏上述規定 (譚耀南，2009)。此法定權力之受限情形，是否會使監察人之功能無法發揮，值得進一步探究。

[5] 作者感謝匿名評審教授對此點之建議。

值之關係。

再者，雖然過去已有文獻探究獨立或外部董事與資訊揭露之關係，然而其實證結果分歧；有些文獻指出獨立董事與資訊揭露呈正向關係 (Leftwich et al., 1981; Forker, 1992; Malone et al., 1993; Chen & Jaggi, 2000)，有些則為負相關 (Eng & Mak, 2003)，有些則為無關 (Ho & Wong, 2001; Haniffa & Cooke, 2002)。其原因仍在於上述所提的法規或文化之差異，或獨立董事所扮演之角色差異 (替代或互補)。如前述，台灣資本市場對獨立董監事之規範尚在起步階段，其對公司資訊透明度之監督角色是否能發揮，是主管機關及實務界亟欲瞭解的問題；瞭解獨立董監事與公司資訊透明度之關係，可以作為主管機關是否作進一步規範之參考。因此，本研究第一個目的在瞭解獨立董監事與公司資訊透明度之關係。

公司治理與企業績效或價值之關係已有甚多文獻探討。然而，其實證結果卻隨考慮因素及國家而差異甚大。許多文獻僅考慮公司治理中之特定層面 (如董事會獨立性)，或以已開發及西方國家為例，其研究結果較少支持公司治理對企業績效有顯著影響 (Mehran, 1995; Klein, 1998; Daily et al., 2003; Leblanc & Gillies, 2003)。然而，亦有許多文獻以開發中或東方國家為例，或已較完整考慮公司治理各項層面，其研究結果則正面支持公司治理對企業績效之貢獻 (Campbell II & Keys, 2002; Gompers et al., 2003; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2005)。此種現象更顯示出東西方國家或已開發及未開發國家之文化及法規差異，可能使得其公司治理實務之績效有顯著差異。另外，東方國家之家族企業更甚於西方國家，其治理實務之要求可能更需要。以設立獨立董事為例，由於家族企業之董事成員大部分有血緣或親戚關係，無法有效監督管理當局，因此更需要外部或獨立董事監督公司，以強化公司價值。然而，在西方國家如美國及加拿大，獨立董事之監督功能似乎不彰，致使其無法有效提昇公司績效或價值，如 Mehran (1995) 及 Klein (1998) 實證皆顯示董事會獨立性與公司價值無關，而 Agrawal & Knoeber (1996) 及 Bhagat & Black (2001) 則指出獨立董事與公司價值為負相關。而在東方國家如香港，似乎獨立董事之監督功能亦不能有效發揮 (Chen et al., 2005)。Solomon et al. (2003) 則指出台灣外部董事對於強化台灣公司治理制度與改善對股東之責任，扮演著極重要之角色[6]。陳振遠等 (2005) 亦指出外部董事比例愈高，愈能發揮監督功能，進而提昇

[6] 然而，此篇文獻之結果係根據以問卷方式對台灣上市公司董事進行調查，並非以次級資料產生。

公司價值[7]。台灣對獨立董監事之重視並不如西方國家如此悠久，因此監督功能是否能有效提昇公司績效，有待進一步驗證。因此，本研究第二個目的在探討獨立董監事與公司價值之關係。

公司自願性揭露更多公司資訊之效益主要在於提昇公司價值，進而能降低募集資金之成本。許多理論研究指出揭露水準與公司資金成本呈負相關；其理由係根據資訊與風險等兩種角度解釋。以資訊角度而言，當公司揭露更多資訊，可以降低投資人逆選擇問題，因而使投資人較願意投資公司股票，因此股價上升，進而降低公司資金成本 (Amihud & Mendelson, 1986; Diamond & Verrecchia, 1991)。以風險角度而言，投資人對某證券報酬分配之估計係根據公司的報酬歷史或其他相關資訊而來，當公司揭露更多資訊，則可以減低投資人因不確定性而產生之風險，故要求之股價補償亦減低，因此較願意以較高股價購買，故可提昇公司價值，進而降低資金成本 (Handa & Linn, 1993; Coles et al., 1995; Clarkson et al., 1996)。 Bens & Monahan (2004) 指出揭露品質係扮演監督公司管理者投資決策之角色，促使管理者從事較佳之投資決策，進而提高公司未來財務績效，因而能提昇公司價值。由上述文獻可知，資訊透明度與公司價值應具有正向關聯性。然而，上述研究皆以理論推論或以西方國家為標的，台灣重視公司治理規範之歷史並不久，資訊揭露之要求亦不如西方國家長久，公司資訊透明度與公司價值是否有相關，仍待進一步驗證。因此，本研究第三個目的在探討公司資訊透明度與公司價值之關係。

基於上述，本研究擬探討之研究問題為 (請參考圖 1 之研究架構)： (1) 獨立董事與獨立監察人之設置與公司資訊透明度間之關係，以瞭解獨立董事與獨立監察人之設置是否有助於公司資訊透明度的提昇。 (2) 獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值間之關係，以瞭解設立獨立董監事及提高資訊透明度是否可貢獻至公司價值之提昇上。

[7] 然而，此篇文獻對外部董事之定義並非根據證期會函令 (台財證一字第 0920001468 號) 與臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 9 條第 1 項第 12 款、補充規定第 17 條所定之資格。因此，與本研究採用法規認定之獨立董事有所差異。

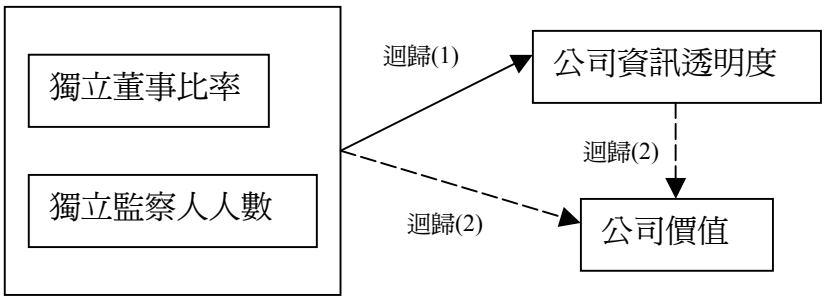

圖 1　本研究架構

本文實證結果發現，獨立董事比率對公司資訊透明度有顯著正向之影響，表示引進獨立董事，可發揮監督管理者之功能，進而提升公司資訊透明度。而獨立監察人對提昇公司資訊透明度之效果則較不確定，僅在較早期如 2002 年有些許效果。另外，在較晚期如 2004 年，當公司聘任之獨立監察人人數愈多，能使得獨立董事比率對公司資訊透明度之提昇效果更強。實證結果亦發現，獨立董事與公司資訊透明度皆為公司評價之重要解釋資訊，但獨立監察人之設置對公司價值之貢獻則較小。

本文共分六章，後續各章之內容如下：第貳章為文獻探討與假說發展；第參章為研究方法；第肆章為實證結果與敏感性分析；第伍章為結論與建議。

貳、文獻探討與假說發展

獨立董事與資訊透明度之關係涉及資訊理論與代理理論，由於公司管理者與股東間之資訊不對稱，使得股東對資訊揭露有其需求，而獨立或外部董事則對公司資訊透明度發揮其監督功能。Mace (1971) 及 Spencer (1983) 即指出外部董事由於其知識與獨立之特性，常會將自己視為監督公司 (例如監督公司財報之揭露) 而非決策之角色。Rosenstein & Wyatt (1990) 認為設置外部非執行董事可以監督管理階層行為，而且會使公司自願地揭露更多的資訊。Fama & Jensen (1983) 指出獨立董事佔董事會的比率愈大，愈能有效監督管理者的投機行為，進而可以預期公司會有更多的自願性揭露。Forker (1992) 之研究顯示，獨立董事佔董事會的比率較高者可以加強對公司財務揭露品質的監督及減少保留資訊的利益。Leftwich et al. (1981)、Malone et al. (1993) 及 Chen & Jaggi (2000) 皆發現獨立非執行董事之比率與公司資訊之揭露呈顯著正相關。陳業

寧等 (2004) 指出即使企業經營者可以賄賂獨立董事，聘任獨立董事仍可降低企業經營者道德危險的問題，將有助於公司資訊之揭露。陳瑞斌、許崇源 (2007) 指出董事會中的獨立董監事席次比率增加時，公司的資訊揭露水準會提升。因此，本研究認為獨立董事之設置除可增加董事會之獨立性外，並有助於公司資訊透明度之提昇，故建立以下假說：

假說一：獨立董事之比率與公司資訊透明度呈正相關。

我國公司內部治理結構係採雙軌制，即在董事會之外另設有監察人。我國監察人之法定職權包括：查核董事會編造提出於股東會之各種表冊，並應報告意見於股東會[8]；監督公司業務之執行，並得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請求董事會或經理人提出報告[9]。監察人雖有上述職權，然而，在我國上市公司之股權結構主要為家族控制型態下 (Claessens et al., 2000)，加上同一法人之數代表人可同被選任為董事及監察人[10]，監察人功能不彰，早已是眾所皆知的事實。因此，為加強監察人之功能，證券主管機關遂引進獨立監察人制度。此外，我國監察人職權係採單獨行使制，故與個別董事相比，其執行業務時所受的羈絆可能較少，只要能適度地提供外部監察人獨立行使職權之誘因及制度性保障，即可期待產生良好的監控效果 (劉連煜，2003)。葉銀華等 (2004) 指出控制股東成員未擔任監察人時，則監督功能較能發揮；再者，因為獨立監察人制度與美國獨立董事相似，可以監督高階管理者，因此建議強化監察人之獨立性。基於上述，本研究建立下列假說：

假說二：獨立監察人之人數與公司資訊透明度呈正相關。

Robb et al. (2001) 指出在年報中所揭露之非財務性資訊絕大多數是屬於自願性的。資訊不對稱是產生代理問題的主要原因之一，Hart (1995)、Lang & Lundholm (1996) 指出管理者願意主動揭露資訊之誘因在於減輕資訊不對稱，有助於提高投資人的投資意願。Meek et al. (1995) 指出，在競爭激烈的資本市場上，公司如能以自願性揭露資訊的方式來協助投資人評估目前與未來現金流量的時間及不確定性，降低投資人的疑慮，公司將得以最佳的條件取得資金。Barry & Brown (1984, 1985, 1986) 認為當企業資訊揭露得不夠充分時，投

[8] 參公司法第 219 條。
[9] 參公司法第 218 條。
[10] 參公司法第 27 條第 2 項。

資人必須承擔預測其投資未來報酬的風險。假如此資訊風險是不可分散的，投資人將會向公司要求增額的報酬。所以高揭露水準的公司代表投資人所承擔的資訊風險較低，因此高揭露水準公司的資金成本可能低於低揭露水準的公司。Botosan (1997) 提出了增加自願性揭露確能降低企業的資金成本的實證證據。

Healy & Palepu (2001) 認為資本市場能否有效率地運作，公司資訊的及時與充分揭露最具關鍵性。當公司資訊透明度增加後，企業能以較低的資金成本來募集所需的資金 (Botosan, 1997) 。另外，根據 2002 年 7 月麥肯錫顧問公司 (McKinsey & Company, 2002) 所做的全球投資人意見調查發現，有高達 76% 的北美地區投資人願意多付 13%的價格來購買公司治理良好之企業的股票，在亞洲地區則更有 78%的投資人願意多支付 22%的溢價來購買公司治理良好之企業的股票[11]。而資訊透明度為公司治理要素之一，因此提高資訊透明度即是改善公司治理[12]，而公司治理改善後對公司價值應有正面之影響。再者，資訊的充分透明即表示經營者坦蕩誠實，代表公司管理者願意將其所獨有之資訊與其他投資人分享，有助於緩和資訊不對稱的程度，進而降低代理成本與資訊風險。資訊風險降低後，投資人所要求的風險溢酬也隨之降低，進而降低公司的籌資成本，故公司的價值有可能因此而提升。Bens & Monahan (2004) 更明確指出揭露品質係扮演監督公司管理者投資決策之角色，促使管理者從事較佳之投資決策，進而提高公司未來財務績效，因而能提昇公司價值。因此，本研究建立以下假說：

假說三：公司資訊透明度與公司價值呈正相關。

公司治理應包括「管理」與「監控」兩個面向，從公司角度而言，公司治理之終極目標，應是在合於法律規範下，建立最適機制以促成公司價值之最大化 (王文宇，2003)。而 Fama & Jensen (1983) 及 Weisbach (1988) 亦認為可將外部董事視為一個獨立且不受 CEO 威嚇的決策專家；並能降低管理者私用公司資源之消費 (Brickley & James, 1987)。因此，從獨立董事之條件觀之，引進獨立董事之實益，除了其本身具備之超然獨立性外，更倚重其擁有之專業學識與經驗，以幫助公司制定決策。Fama & Jensen (1983)、Mangel & Singh (1993) 與 Eng & Mak (2003) 研究均指出外部董事因其獨立及專業特性，而能強化董事會之監督功能，進而監督管理當局之行動與績效。Chaganti et al. (1985) 認

[11] 可至麥肯錫顧問公司網站：www.mckinsey.com/governance.，下載該問卷調查報告 (瀏覽日：2003 年 12 月 1 日)。

[12] 請參考附註 1。

為引進外部董事可以加強公司治理並改善企業績效。Barnhart et al. (1994) 發現獨立董事與公司之經營績效呈顯著正相關。Rosenstein & Wyatt (1990) 則發現，當公司增加聘僱一位外部獨立董事時，公司的股價平均約增加 0.2%。陳業寧等 (2004) 指出聘任獨立董事可降低企業經營者道德危險的問題，增加投資計畫獲得融資的機會，將有助於公司價值之提升。Solomon et al. (2003) 指出台灣外部董事對於強化台灣公司治理制度與改善對股東之責任，扮演著極重要之角色。陳振遠等 (2005) 指出外部董事比例愈高，愈能發揮監督功能，進而提昇公司價值。在獨立監察人方面，引進獨立監察人之目的係為了發揮監督之功能，加強監察人之專業性及獨立性，而除行使監察權外，監察人亦得列席董事會陳述意見[13]。何幸芳 (2003) 發現，當公司聘任獨立董事、獨立監察人之舉動，投資人有解讀其公司治理機制較佳時，將增加公司價值。基於上述，本研究建立以下假說：

假說四：獨立董事比率與公司價值呈正相關。

假說五：獨立監察人人數與公司價值呈正相關。

參、研究方法

一、平均數差異性檢定

在正式進行迴歸分析獨立董監事對公司資訊透明度之影響前，本文先檢視有設置獨立董事（獨立監察人）之公司，其資訊透明度是否較無設置者高。本文參考 Cooke (1993) 之作法，將公司分為有設置獨立董事 (獨立監察人) 與無設置獨立董事 (獨立監察人) 兩組，分別進行獨立樣本 *t* 檢定與 M-W 等級檢定，探討兩組之資訊透明度得分有無顯著之差異。

二、變數定義與實證模式

1. 獨立董事、獨立監察人與資訊透明度之關係

(1) 應變數之衡量

[13] 參公司法第 218 條之 2 第 1 項。

a. 公司資訊透明度 ($TSCORE_{it}$)

根據Lang & Lundholm (1993) 的研究顯示，年報揭露水準與經由其他媒體所提供的揭露數量呈正相關。此外，在每位分析師所使用的各種財務報告中，股東會年報是最主要及最重要的財務報告文件，至於其他的財務報告僅屬於輔助性或補充性的資料而已 (Knutson & Napolitano, 1998)。McAllister (2003) 亦認為，所謂透明度就是閱表者可以透過財務報表瞭解公司；相反地，當閱表者完全無法透過財務報表瞭解公司或對公司的瞭解與事實不符時，便是缺乏透明度。基於上述，年報資訊揭露水準應可替代公司透過各種途徑所提供的自願性揭露，因此本文將以年報資訊揭露水準做為公司資訊透明度之代理變數。本文對年報資訊揭露水準之衡量方式係採內容分析法。所謂內容分析法係指，先將可能於年報中出現之自願性揭露項目彙總編成揭露索引表，再與樣本公司年報所揭露之內容逐項進行比對，合於索引表內所列項目者，即給予分數，然後將該樣本公司之得分加總即為其揭露總得分。

在計算揭露得分之索引表方面，目前證券暨期貨市場發展基金會雖有發展一套「資訊揭露評鑑系統」之自評表[14]，惟其性質為「自評表」，其中若干項目僅適合公司本身用以自評；再者，此自評表之內容龐雜，且其多數之揭露評分項目之描述含糊籠統，若採用此評鑑系統，恐將無法明確地顯現出各公司在揭露實務上的差異。相較之下，Botosan (1997) 所發展索引表中之揭露評分項目較為具體明晰，容易凸顯出各家公司年報揭露實務的差異[15]。另一方面，由於各公司年報中對各揭露項目之敘述長短不一，縱使是同一揭露項目，其說明之詳細程度亦有不同，若以加權[16]的方式來評分應是較為合理的方式，而Botosan (1997) 係以有無提供量化之資訊做為加權之標準，在評分的過程中可以很容易且很

[14] 可至證券暨期貨市場發展基金會網站 http://www.sfi.org.tw 下載 (瀏覽日：2003 年 7 月 9 日)。

[15] Botosan (1997) 使用之揭露索引表係參考 AICPA (1994) 財務報告研究、SRI International (1987) 投資人資訊需求調查報告及 CICA (Canadian Institute of Chartered Accountants) 年報研究而建立的。

[16] 此「權」的概念，並非指財務概念之「重要性 (價值) 」的權，而大致指的是揭露「量」之權 (如對揭露項目，提供量化資訊之說明)。

客觀地加以判斷[17]。因此，本文揭露分數之衡量方式主要係以 Botosan (1997) 之揭露索引表與評分標準為基礎，並依我國之情況略加修改[18]。此外，本文亦參考證券暨期貨市場發展基金會之「資訊揭露評鑑系統」之自評表，從中選取三項較為具體之年報評分項目，故本研究之揭露項目主要共分為六大類[19]，分述如下：

A. 背景資訊 (Background Information)：包括公司目標的敘述、公司整體策略的說明、討論本年度實現公司目標所採取的行動、預計未來幾年公司所要採取的行動、實現公司目標的時間架構、討論進入障礙及競爭環境、討論進入障礙及競爭環境對公司目前獲利的影響、討論進入障礙及競爭環境對公司未來獲利的影響、提供企業整體一般性的說明、主要產品及市場的辨識與特徵描述等。企業年報中如有揭露上述背景資訊之相關項目，每項給予一分。若提供之資訊中包含較為具體的之數量化資訊，則再給予額外的一分。例如台積電在2002年年報中對其目標描述 (給予一分) 中有明確指出次年每月之生產計畫數值 (再給予一分)，並有說明其實現目標之重點行動：「以下是民國九十二年重點的技術發展與推廣及其相關支援服務….」(給予一分)。台積電此類別得分為20分。

B. 歷史性資訊的彙總 (Summary of Historical Results)：包括資產報酬率、邊際利潤、資產週轉率、股東權益報酬率或提供足以計算上述項目的資訊、提供至少最近四季之銷售及淨利的彙總

[17] Botosan (1997) 之評分法為加權之評分方式，係因 Botosan (1997) 格外重視量化資訊之提供，因為精確、具體的資訊較為有用，而且也較容易被閱表者所瞭解。故同一揭露項目，除品質性資訊之描述外，若能多提供量化資訊，則可獲得額外之分數。

[18] 本研究先參考具代表性之幾家上市公司 (如台積電、聯電、台塑..等等) 之年報予以對照美國與我國揭露項目之差異，再進行 Botosan 評分表之修正，以使其更適合我國特色，修改部分如美國與我國會計名詞之差異，英文語意或揭露項目敘述部分，提高管理階層的討論與分析部分之分數以及增加我國證期會之資訊揭露評鑑系統部分。

[19] 本研究之索引項目共分為六大類計有 67 個項目，其中第一類為背景資訊共 16 項最高得分為 26 分，第二類為歷史資訊的彙總共 5 項最高得分為 9 分，第三類為關鍵之非財務性統計資訊共 20 項最高得分為 40 分，第四類為預測資訊共 10 項最高得分為 26 分，第五類為管理階層之討論與分析共 13 項最高得分為 52 分，第六項為參考「資訊揭露評鑑系統」所發展之評分項目共 3 項最高得分為 6 分，總計最高分為 159 分。

資料等。年報中若提供五個年度的歷史性財務資訊，則給予一分，如提供超過五個年度者，再加一分。例如台積電僅有提供五個年度資產報酬率之資訊，並未提供超過五個年度之資訊(如提供至次年3/31日之資產報酬率)，故此項僅給予一分。台積電此類別得分為6分。

C. 關鍵非財務性統計資訊 (Key Non-Financial Statistics)：包括員工人數、員工平均年齡、平均每位員工的薪酬、本年度訂購存貨量、次年度訂購存貨裝運百分比、最近五年所設計的產品之銷貨百分比、市場佔有率、本年度新收到的訂單、主要產品或主要銷售地區的銷售量、單位售價及銷售成長率、材料消耗量(價格)、不良率、生產前置時間、主要區域的銷售成長、損益兩平的銷售金額、投入對產出的比率等。在評分方面，對於每一項非財務性統計資訊予以揭露者，均給予兩分。例如：「台積電在半導體產業…的市場佔有率為56%」(給予兩分)。台積電在此類別得分為22分。

D. 預計資訊 (Projected Information)：包括提供預計盈餘 (銷貨) 與實際盈餘 (銷貨) 之比較、討論公司未來銷貨或獲利的機會、討論公司未來銷貨或獲利所面臨的風險、預測市場佔有率、預計的現金流量、未來資本支出或R&D支出的預測、未來獲利的預測及銷貨收入的預測等。在評分方式上，若公司有提供各預計性項目方向上之預測者，給予兩分，若提供量化之具體資訊，則再給一分。例如台積電有提供未來一年之銷貨收入之預測給予兩分，有量化資訊再給予一分。台積電在此類別得分為17分。

E. 管理階層的討論與分析 (Management Discussion and Analysis)：包括銷貨的變動、營業淨利的變動、銷貨成本的變動、毛利的變動、銷管費用的變動、利息費用或利息收入的變動、淨利的變動、存貨的變動、應收帳款的變動、資本支出或R&D費用的變動、市場佔有率的變動、銷貨收入變動一個百分比銷貨成本 (毛利) 的變動量等。若對於上述財務數字之變動加以解釋，則給予二分；若在解釋中包含數量化資訊，則再

給予二分[20]。例如台積電在毛利變動中有列表解釋原因 (如係價格、成本及產品組合與出貨量差異造成)，並有量化資訊，故給予四分。台積電在此類別得分為32分。

F. 本研究參考證券暨期貨市場發展基金會之「資訊揭露評鑑系統」所增加的評分項目：包括公司年報是否揭露董事與監察人酬勞之細目與形式 (不限金額)、公司年報是否揭露履行社會責任的描述 (如環保政策與改善計畫)，若年報中有揭露上述兩項者，各給予一分，若有量化資訊者，各再給予一分。其次，公司年報是否揭露壞帳提列方式的評估依據及基礎 (需明確指出使用何種評估基礎)，例如明確指出使用賒銷百分比法、應收帳款餘額百分比法或帳齡分析法者，給予一分。若年報中另揭露量化資訊者，如提供壞帳百分比之明確數字，則再給予一分。例如台積電有提供詳細環保措施，但無量化資訊，故給予一分。台積電在此類別得分為4分。

最後，將樣本公司在上述六大類之揭露得分加總後，即為資訊透明度之總得分。

(2) 自變數的衡量

a. 獨立董事比率 ($INDBR_{it}$)

本文獨立董事之認定係以證期會函令 (台財證一字第0920001468號) 與臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第9條第1項第12款、補充規定第17條所定之資格為準。若全部符合以下條件者，即視為獨立董事：

A. 具有五年以上商務、法律、財務或公司業務所需之工作經驗。

B. 非為公司之受僱人或其關係企業之董事、監察人或受僱人。

[20] Botosan (1997) 在本項目之評分標準略有差異。在 Botosan 評分中，無論對財務數字變動加以解釋及解釋中包含量化數字，皆給予一分。本文則皆給予兩分。主要原因係作者在檢視各公司年報時，發現在其他項目之揭露上，各公司差異並不大 (係因主管機關嚴格要求所需揭露項目)，僅在此管理階層的討論與分析項目中，各公司揭露情形差異較大，為區別各公司資訊揭露得分，乃將此項目之得分提高。另外，公司內部重要之經營成果變化資訊，亦常在管理階層的討論與分析項目中揭露 (Knutson, 1992)。最後，管理階層的討論與分析係代表管理階層對公司經營成果之檢討，若管理階層之誠信較高，則會更詳細揭露相關檢討項目給投資人知曉，以使投資人更精確判斷公司經營情況及未來潛力，則由於資訊不對稱之程度降低，代理問題也會較少。因此，本文乃提高此項目之得分。

C. 非直接或間接持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。

D. 非前二項人員之配偶或其二親等以內直系親屬。

E. 非直接或間接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人、受僱人或持股前五名法人股東之董事、監察人、受僱人。

F. 非與公司有財務、業務往來之特定公司或機構之董事、監察人、經理人或持股百分之五以上股東。

G. 非為最近一年內提供公司或關係企業財務、商務、法律等服務、諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構團體之企業主、合夥人、董事 (理事)、監察人 (監事)、經理人及其配偶。

H. 非為公司法第二十七條所定之法人或代表人。

I. 兼任其他公司獨立董事或獨立監察人，未超過五家者。

由於董事會之運作方式係採合議制[21]，因此衡量方式係就各公司全部符合前述九點獨立性要求之董事人數與全部董事人數之比率衡量之 (Chen & Jaggi, 2000; Ho & Wong, 2001)。

b. 獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$)

本研究對監察人獨立性資格之認定，與前述之獨立董事完全相同，惟依現行法之規定，監察人職權之行使方式為單獨行使制[22]，故其衡量方式係以全部符合前述九點獨立性規定之監察人人數衡量之。

(3) 控制變數的衡量

a. 公司規模 ($LASSET_{it}$)

因為大公司的組織結構複雜，故有較多的揭露機會。Haniffa & Cooke (2002) 及Eng & Mak (2003) 等均將公司規模作為控制變數，且其研究結果均顯示公司規模與年報資訊揭露水準呈顯著正相關。而Haniffa & Cooke (2002) 研究皆用總資產帳面價值作為公司規模之代理變數，且大多數學者均取對數處理。故本研究對

[21] 依公司法第 206 條第 1 項之規定：「董事會之決議，除本法令另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之。」所謂本法另有規定，係指依本法之特別規定，應由 2/3 以上董事之出席，及出席董事過半數同意之情形而言。由此可知，董事會之運作係採合議制。

[22] 由公司法第 221 條之規定：「監察人各得單獨行使監察權。」可知其職權採單獨行使制。

公司規模係以各公司年底總資產帳面價值取對數值衡量之。

b. 負債比率 (DAR_{it})

根據代理理論，當公司以更多舉債的方式籌資時，其代理成本較高，為了取信債權人，將會揭露較多的資訊 (Jensen & Meckling, 1976)。而過去有關資訊揭露方面的研究通常都將負債比率列為控制變數之一，且Eng & Mak (2003) 等學者用負債對總資產比率衡量此變數。本研究亦以此比率衡量之。

c. 獲利能力 (ROA_{it})

獲利能力較佳的公司為了能在資本市場以最有利的方式籌資，便有動機去區分其與獲利能力較差者間的差異，而自願性揭露就是區分方法的一種 (Foster, 1986)。因此，獲利能力越好的公司應該會揭露越多的資訊。而Chen & Jaggi (2000) 及Haniffa & Cooke (2002) 的研究結果亦顯示獲利能力與揭露水準顯著呈正相關。此外，亦有眾多有關自願性揭露之研究將獲利能力加入控制變數之中 (諸如Meek et al., 1995; Robb et al., 2001; Eng & Mak, 2003等)。衡量方式係以各樣本公司之資產報酬率 (ROA_i) 為獲利能力之代理變數 (Core et al., 1999)：

ROA_i＝[稅前損益＋利息費用×(1－稅率)]/資產總額

d. 海外發行 (ADR_{it}、$GDRECB_{it}$)

根據Meek et al. (1995) 對於在美國、英國及歐洲大陸之多國企業所作的研究發現，就整體年報揭露水準而言，海外掛牌情況是最重要解釋變數之一。惟本研究站在代理理論之觀點並考量證券交易法之規定後[23]，認為即使公司在海外發行有價證券，而無掛牌交易之情形者，亦應一併列入。然而，有無掛牌交易及在不同國家或交易所發行之有價證券或公司債，都可能影響資訊揭露水準。因此，本文採用兩個虛擬變數衡量此變數。樣本公司如有發行ADR[24]者，變數值為1，反之為0；樣本公司如有發行GDR或

[23] 依證券交易法第 43 條之 6 第 4 項規定，私募有價證券之公司應符合主管機關所規定條件之自然人、法人或基金之合理請求，於私募完成前負有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務。而年報即是公司提供資訊的主要管道之一。

[24] ADR 之發行型態包含非參與型 (Unsponsored)、第一級、第二級、第三級 (Level III Sponsored)、私募 (Rule 144A) 等。其中，第二、三級才需符合美國 GAAP 財務報告之要求，因此年報揭露程度會較高；相對下，私募是不需要向美國證管會 SEC 註

ECB[25]者，變數值為1，反之為0。

e. 三元性 ($DUALITY_{it}$)

當公司有董事長兼任公司之總經理（CEO）之情況時，即存在所謂的二元性。當存在二元性時，公司會傾向保留對外部股東不利之資訊 (Ho & Wong, 2001)。Forker (1992) 發現二元性的存在不但影響公司內部監控有效性，亦有害於資訊揭露的品質。然而，在台灣「所有者」控制型態的經營制度下，實際上真正擁有公司決策權者卻有總經理、董事長或大股東等不同對象的疑惑，亦即在公司治理的監督面向 (監督公司資訊透明度) 應該規範「真正具有決策權」的人，此即董事長兼任總經理且為大股東 (持股5%以上) 等三元性。因此，本研究援引Ho & Wong (2001) 及考量台灣制度之特性，設立虛擬變數加以控制，即樣本公司有存在三元性者，其變數值為1，反之為0。

f. 董事會規模 ($DBSIZE_{it}$)

Fama & Jensen (1983) 指出董事會乃是股東用來監督管理者的媒介。然而董事會規模愈大其監督效果是否愈大，則需視其成本與效益而定 (De Andres et al., 2005)，因此其對資訊揭露品質之效果亦不確定。本研究以董事人數衡量之。

g. 會計師事務所規模 ($AFSIZE_{it}$)

在過去公司治理相關文獻如Haniffa & Cooke (2002) 及Eng & Mak (2003) 等，會計師事務所規模大多都被納入當成控制變數。DeAngelo (1981) 指出會計師事務所規模愈大，其審計品質愈高，所以較具規模的會計師事務所應較能確保公司年報揭露之水準與品質。衡量方式採虛擬變數，若選擇前四大會計師事務所 (勤業眾信、安侯建業、資誠、安永)，則變數值為1；選擇前四大會計師事務所以外者，變數值為0。

冊的，因此年報揭露程度會較低。本文之 ADR 是指第二、三級之型態，亦即有在美國證券市場正式掛牌的公司，如台積電、聯電、中華電信、友達、日月光、矽品等。這些公司之 ADR 由於係在美國正式掛牌交易，故年報之資訊揭露程度可能會較高。

[25] 國內有發行 GDR 或 ECB 之公司亦甚多，且多在英國倫敦交易所或盧森堡交易所發行。因此，亦需接受各發行國或交易所之揭露規範，如文前所述，英國等國家之資訊揭露要求亦甚高，可能促使發行 GDR 或 ECB 之公司提高年報資訊揭露程度。故本文進一步測試有發行 GDR 或 ECB 公司之資訊透明度是否較沒有發行者為高。

h. 家族企業 ($FAMILY_{it}$)

家族企業之資訊透明度可能較低，因為企業股東大部分為同一家族成員，對於公司之內部資訊較能有管道獲得，亦不需藉由公開資訊監督公司各種投資及營運計畫，因此不需要揭露較多公開資訊 (Haniffa & Cooke, 2002)。Haniffa & Cooke (2002) 研究顯示家族成員佔董事會比率愈高之公司，其公開資訊揭露較低。本研究以董事會為同一家族 (具配偶或二親等以內關係) 之人數佔董事會人數之比率衡量之 (Ho & Wong, 2001)。

i. 大股東持股比率 ($BLOCKRATE_{it}$)

大股東持股比率愈高，可能因為害怕失去控制權而減少公司資訊揭露。Hossain et al. (1995) 研究顯示持股前十大股東佔董事會持股比率愈高，公司揭露之公開資訊愈少。Haniffa & Cooke (2002) 結果則顯示兩者呈正相關。本研究以持股5%以上之大股東持股比率衡量之 (Eng & Mak, 2003)。

j. 機構投資人持股比率（$INSTRATE_{it}$）

機構投資人持股比率愈高，因其具有專業能力及較大影響力，愈能發揮其功能監督公司資訊透明度，以降低資訊不對稱現象 (Barth & Kasznik, 1999; 金成隆等，2002)。而機構投資人若為政府時，公司資訊透明度亦會愈高 (Eng & Mak, 2003)。本研究以排除個人持股外之其他法人、政府機構等之持股比率衡量之 (金成隆等，2002)。

k. 董監事持股比率 ($DSRATE_{it}$)

資訊蒐集成本愈高，則資訊揭露品質愈低。當董監事持股比率愈高，則投資人資訊蒐集之成本愈低，資訊揭露之品質愈高；Forker (1992) 實證即顯示董監事持股比率愈高者，資訊揭露品質愈高。本研究以所有董監事持股佔流通在外股數之比率衡量之。

l. 經理人持股比率 ($CEORATE_{it}$)

當公司經理人持股比率低時，會產生較大之代理問題。而外部股東係用來監督經理人之行為，以降低代理問題 (Jensen & Meckling, 1976)。然而以外部股東監督經理人需要成本，因此自願性揭露即成為降低代理問題之替代方法 (Eng & Mak, 2003)。Ruland et al. (1990) 及Eng & Mak (2003) 研究皆顯示當公司經理人持股比率愈高，其自願性揭露程度愈高。本研究以公司經理人(經理級以上之主管，包含經理、部門經理、協理、執行長、副執

行長、部門總經理、副總經理、副總裁、總經理、總裁) 持股佔流通在外股數之比率衡量之。

m. 研發密集度 ($R\&D_{it}$)

Hall (1993) 皆指出研發支出或研發密集度與企業績效及其市場價值有顯著正相關。Sougiannis (1994) 更指出企業的研發支出具有遞延效果。此結果顯示研發支出或研發密集度對於企業價值具有正面貢獻，然而，其效果可能遞延於未來才實現。因此，當公司研發密集度愈高時，其愈有動機揭露更多內部資訊，以使投資人瞭解公司之未來潛力。本研究以研發費用與銷貨淨額之比率衡量之。

n. 公司上市年齡 ($LIST_{it}$)

公司上市之年齡可能會影響其資訊揭露之程度。Choi (1973) 指出當公司剛上市時，因為需要以比較低之成本募集較多之資金，因此相對於上市較久之公司，其資訊揭露程度較高，以取得投資人之信任 (Haniffa & Cooke, 2002)。

o. 公司風險 ($RISK_{it}$)

公司風險代表著公司資訊環境與營運環境面臨之風險。當公司風險提高，投資人所要求之補償會較高，因此，公司有誘因揭露更多內部資訊，以提高投資人之投資意願。Core et al. (1999) 以股票報酬變異性衡量美國公司風險。惟我國股市並非強式效率市場，若干環境又受到國際訊息影響。因此，本研究雖仍以標準差 (代表Core et al. (1999) 所稱之變異性) 方式衡量風險，但改以公司營收標準差 (以當年度各公司月營收之標準差衡量) 衡量之。

p. 成長潛力 ($GROWTH_{it}$)

成長型之公司相對會有較高之資訊不對稱及代理成本 (Gaver & Gaver, 1993)，因此，成長潛力愈高之公司被預期會揭露較多之資訊 (Eng & Mak, 2003)。Collins & Kothari (1989) 以股權市場價值與帳面價值之比率衡量公司成長機會。本研究亦以此比率衡量成長潛力。

q. 有損失之企業 ($LOSE_{it}$)

企業實質上若有損失，會愈晚公布財報，也會有更多資訊隱瞞投資人，以使投資人對公司之負面看法降低；因此，有損失之企業，其資訊透明度應會較低。本研究以虛擬變數衡量之，1表示有稅後淨損之企業，0表示有稅後淨利之企業。

r. 產業別虛擬變數 (D_j)

Cooke (1993)、Meek et al. (1995) 均發現不同產業的資訊揭露水準確實不同。衡量方式係依台灣證券交易所之分類方式將產業分為18類，設置17項虛擬變數。

(4) 迴歸模式 (檢測假說一及假說二)

本研究探討獨立董監事對公司資訊透明度之影響所建立之迴歸模式如下：

$$TSCORE_{it}=\beta_0+\beta_1 INDBR_{it}+\beta_2 INSVR_{it}+\beta_3 INDBR_{it}*INSVR_{it}+\beta_4 LASSET_{it}+\beta_5 DAR_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_7 ADR_{it}+\beta_8 GDRECB_{it}+\beta_9 DUALITY_{it}+\beta_{10} DBSIZE_{it}+\beta_{11} AFSIZE_{it}+\beta_{12} FAMILY_{it}+\beta_{13} BLOCKRATE_{it}+\beta_{14} INSTRATE_{it}+\beta_{15} DSRATE_{it}+\beta_{16} CEORATE_{it}+\beta_{17} R\&D_{it}+\beta_{18} LIST_{it}+\beta_{19} RISK_{it}+\beta_{20} GROWTH_{it}+\beta_{21} LOSE_{it}+\sum_{j=1}^{17}\delta_j D_j+e_{it} \quad (1)$$

各變數定義如前述。

2. 獨立董事、獨立監察人、資訊透明度與公司價值之關係

Ohlson (1995) 及Feltham & Ohlson (1995) 之會計基礎評價模式指出股價決定於帳面價值、異常盈餘與其他資訊等三者。本研究旨在探討獨立董監事、公司資訊透明度是否具有價值攸關性，故在此評價模式下，可將獨立董監事與公司資訊透明度視為其他資訊處理。

(1) 應變數之衡量

a. 公司價值 (MV_{it})

本研究以t+1年4月底公司之總市值衡量之[26]。

(2) 自變數之衡量

a. 獨立董事比率 ($INDBR_{it}$)

如前述，以符合獨立性之董事人數除以全部董事人數衡量之。

b. 獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$)

如前述，以符合獨立性之監察人人數衡量之。

[26] 本研究對公司資訊透明度之衡量係以 2002-2004 年上市公司之年報揭露水準為代理變數，為配合公司財務報表公告日 (次年 4 月底)，故本研究之公司價值係各以次年 4 月底各上市公司之總市值衡量之。

c. 調整產業差異後之公司資訊透明度 ($TSCOREind_{it}$)

公司資訊透明度係以本研究索引項目設算之資訊透明度總分衡量之。然而，公司資訊透明度得分會受產業影響而有不同，故應調整產業差異，以計算調整產業差異後之公司資訊透明度。本研究依18個產業各自調整產業內公司資訊透明度。衡量方式係以個別公司資訊透明度得分除以該產業透明度得分平均值。

(3) 控制變數之衡量

a. 股東權益帳面價值 (BVE_{it})

以第i家公司t年期末股東權益帳面價值衡量之。

b. 異常盈餘 (ANI_{it})

對於異常盈餘之衡量方式，過去許多文獻皆使用當期實際盈餘減去前期帳面價值乘以必要報酬率；而必要報酬率之衡量方式，大多數文獻每年皆使用固定資金成本率，如Sougiannis (1994)及Callen et al. (2005) 使用美國一年期或月平均國庫券利率衡量。本研究使用選樣期間年平均國庫券利率衡量。其衡量方式為：

$$ANI_{it} = NI_{it} - R_{ft} * BVE_{it-1}$$

其中R_{ft}為公司在第t期之必要報酬率 (以國庫券利率衡量)。

c. 公司規模 ($LASSET_{it}$)

不同規模之公司，其價值可能也會不同。在許多公司評價研究中，公司規模常為一重要解釋變數 (Hall, 1993; Bosworth & Rogers, 2001)。本研究以各公司年底總資產帳面價值取對數值衡量之。

d. 負債比率 (DAR_{it})

不同公司所面臨的風險可能不同，其風險溢酬 (risk premiums) 亦會不同 (Bosworth & Rogers, 2001)。本研究參考Bosworth & Rogers (2001) 之作法，使用負債比率 (即負債總額除以資產總額) 衡量之。

e. 產業別虛擬變數 (D_j)

產業別虛擬變數目的在控制不同產業因風險、獲利機會等不同而導致市場價值亦會有所不同 (Bosworth & Rogers, 2001)。衡量方式係依台灣證券交易所之分類方式將產業分為18類，設置17項虛擬變數。

(4) 迴歸模式 (檢測假說三、四及五)

本研究建立之迴歸模式如下：

$$MV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BVE_{it} + \gamma_2 ANI_{it} + \gamma_3 TSCOREind_{it} + \gamma_4 INDBR_{it} + \gamma_5 INSVR_{it}$$

$$+ \gamma_6 INDBR_{it} * INSVR_{it} + \gamma_7 LASSET_{it} + \gamma_8 DAR_{it} + \sum_{j=1}^{17} \varphi_j D_j + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

各變數定義如前述。

三、研究期間、樣本選取與資料來源

本研究以 2002 年以前已上市之公司為研究對象，研究期間為 2002 至 2004 共三年。其中由於金融保險業具有特殊性，並有許多專屬之特別規定，與一般產業差異甚大，不宜與一般產業混同處理，故予以排除。此外，對於變數值有遺漏者，一律刪除，以求樣本資料之一致性。經過上述之選樣過程後，本研究資訊透明度迴歸共蒐集到 1551 個 (公司價值迴歸為 1738 個) 上市公司年資料樣本進行縱橫斷面 (pooling or panel) 之研究[27]。有關獨立董事、獨立監察人、三元性、海外發行及評估各公司資訊透明度得分之資料係取自上市公司股東會年報[28]，其餘資料皆來自台灣經濟新報社資料庫。樣本公司產業分佈情形如表 1 所述。

[27] 本研究經過上述篩選過程，最後取得資訊透明度迴歸中 2002 年 479 個、2003 年 529 個及 2004 年 543 個，共 1551 個樣本；公司價值迴歸中 2002 年 553 個、2003 年 578 個及 2004 年 607 個，共 1738 個樣本。

[28] 可至公開資訊觀測站：mops.tse.com.tw 下載 (瀏覽日：2003 年 10 月 1 日)。

表 1 樣本公司產業分佈

產業代號	產業名稱	產業家數	樣本家數	樣本/產業家數
11	水泥	8	8	1.0000
12	食品	24	21	0.8750
13	塑膠	21	19	0.9048
14	紡織人纖	60	58	0.9667
15	電機機械	33	29	0.8788
16	電器電纜	16	10	0.6250
17	化學工業	31	27	0.9355
18	玻璃陶瓷	7	6	0.8710
19	造紙	7	6	0.8571
20	鋼鐵金屬	24	23	0.9583
21	橡膠輪胎	9	8	0.8889
22	汽車	5	4	0.8000
23,24,30,61	資訊電子	275	237	0.8618
25	營建建材	32	27	0.8438
26	運輸	16	15	0.9375
27	觀光	6	6	1.0000
29	百貨貿易	12	11	0.9167
99	其他	38	38	1.0000
	合計	624	607	

註：產業家數乃根據台灣經濟新報社所提供至 2004 年底為止之上市各產業公司總家數。

肆、實證結果

一、平均數差異性檢定結果分析

1. 有無設置獨立董事之公司資訊透明度差異檢定

檢定結果如表 2 所示，無論是獨立樣本 t 檢定或 M-W 等級檢定結果皆達 1%之顯著水準，且已設置獨立董事之公司，其資訊透明度得分之平均數及等級平均數均高於未設置之公司。此結果初步支持設立獨立董事之公司，其資訊透明度較高。

2. 有無設置獨立監察人之公司資訊透明度差異檢定

由表 2 可知，不管是有母數之 *t* 檢定或無母數之 M-W 檢定，結果均達 1%之顯著水準，顯示已設置獨立監察人之公司與未設置獨立監察人公司兩者間之資訊透明度確實存有差異，而且已設置獨立監察人之公司，其資訊透明度得分之平均數及等級平均數皆高於未設置之公司。此結果初步支持設立獨立監察人之公司，其資訊透明度較高。

表 2 資訊透明度差異檢定之結果

有母數 *t* 檢定				
	獨立董事		獨立監察人	
	已設置	未設置	已設置	未設置
個數	599	1151	591	1158
平均數	61.831	53.774	61.362	54.055
t 值	13.160		11.709	
顯著性	0.000***		0.000***	
無母數 M-W 檢定				
個數	599	1151	591	1158
等級平均數	1088.16	764.83	1064.42	778.33
Z 值	12.705		11.210	
顯著性	0.000***		0.000***	

註：***p<0.01。

二、敘述性統計與相關分析

1. 敘述性統計分析

由表 3 之 Panel A 可知，各公司資訊透明度得分 ($TSCORE_{it}$) 之全距在 28 與 101 之間，全部公司之平均得分在 56.688[29]，與中位數 56 相差無

[29] 本文與 Botosan (1997) 在管理階層的討論與分析項目之給分標準上，有所差異 (如本文註 20 所示)，因此本研究之透明度得分比 Botosan (1997) 高出甚多。若將給分標準設定為相同，則結果如下表所示。由下表可知國內資訊透明度些微高於美國，此結果似與一般認知新興國家財報資訊較不透明有所抵觸。此可能源於作者主觀評分的誤差，Botosan (1997) 在其文中亦有提出此點問題。Botosan (1997) 指出因為其透明度評分之內部一致性較低，因此其實證結果可能受到透明度評分之隨機衡量誤差而導致其實證檢定之檢定力降低 (請參考該文 335 頁最後一段及註 16 之說明)。本文之內部一致性亦不高 (雖然較 Botosan 為高)，因此亦可能存在衡量誤差

幾，顯示各公司資訊透明度得分之分佈狀況相當接近常態分配。另外，資訊透明度平均分數遠低於滿分 159 分，顯示台灣上市公司之資訊透明度亟待加強。獨立董事比率 ($INDBR_{it}$) 之平均數僅為 0.084，而獨立監察人 ($INSVR_{it}$) 之平均人數亦未達一人，顯示我國公司目前獨立董監事之設置尚在起步階段，大多數公司尚未引進獨立董監事。在控制變數方面，三元性 ($DUALITY_{it}$) 之平均數僅為 0.161，顯示國內公司董事長兼任總經理且為持股 5%以上之大股東之情形不高。海外發行 GDR 及 ECB ($GDRECB_{it}$) 之公司平均數為 0.133，遠低於 0.5，顯示我國僅有少數上市公司從事海外發行有價證券。至於會計師事務所規模 ($AFSIZE_{it}$) 之平均數高達 0.835，可知我國大多數上市公司仍選擇前四大會計師事務所簽證。家族成員佔董事會比率 ($FAMILY_{it}$) 平均為 32.8%，顯示我國上市公司董事會由家族控制不在少數。機構投資人持股比率 ($INSTRATE_{it}$) 平均為 38%，顯示我國上市公司股票大部分仍分散在散戶中。研發費用佔銷貨淨額比率 ($R\&D_{it}$) 平均僅 2.1%，中位數僅 0.9%，顯示大部分上市公司投入於研發之資金仍極少。

由 Panel B 模式 (2) 中各變數之敘述性統計量可看出，樣本公司之平均市值(MV_{it}) 約為其帳面價值 (BVE_{it}) 的 1.8 倍，顯示帳面價值低估公司價值。而由標準差之分析亦可發現，公司市值之波動程度也較帳面價值大。

(事實上在評分表中確實有許多細項需要由評分者主觀判斷是否給分，此時評分要求之寬鬆與嚴苛即關聯到分數之高低)，此為無法避免之問題。因此，本研究之實證結果也有可能因透明度評分之衡量誤差而導致檢定力降低。

			百分位數						
透明度得分	樣本量	平均數	1%	25%	50%	75%	99%	標準差	Cronbach's alpha
本研究	1551	33.22	18.56	29.10	33.00	37.00	51.45	6.03	0.68
Botosan	122	30.00	12.00	25.00	29.60	35.00	46.00	7.70	0.64

表 3 變數敘述性統計

Panel A 模式 (1)

變數 [a]	樣本數	最小值	最大值	平均數	中位數	標準差
$TSCORE_{it}$	1551	28.000	101.000	56.688	56.000	11.914
$INDBR_{it}$	1551	0.000	0.600	0.084	0.000	0.133
$INSVR_{it}$	1551	0.000	3.000	0.417	0.000	0.652
$LASSET_{it}$	1551	5.730	11.570	7.723	6.994	1.476
DAR_{it}	1551	0.020	0.960	0.409	0.410	0.161
ROA_{it}	1551	-2.450	0.420	0.529	0.056	0.118
ADR_{it}	1551	0.000	1.000	0.010	0.000	0.098
$GDRECB_{it}$	1551	0.000	1.000	0.133	0.000	0.340
$DUALITY_{it}$	1551	0.000	1.000	0.161	0.000	0.367
$DBSIZE_{it}$	1551	2.000	26.000	7.147	7.000	2.893
$AFSIZE_{it}$	1551	0.000	1.000	0.835	1.000	0.371
$FAMILY_{it}$	1551	0.000	1.000	0.328	0.286	0.313
$BLOCKRATE_{it}$	1551	0.000	0.721	0.167	0.150	0.105
$INSTRATE_{it}$	1551	0.002	1.000	0.380	0.356	0.227
$DSRATE_{it}$	1551	0.001	0.798	0.234	0.211	0.134
$CEORATE_{it}$	1551	0.000	0.231	0.008	0.001	0.017
$R\&D_{it}$	1551	0.000	0.410	0.021	0.009	0.034
$LIST_{it}$	1551	0.000	42.000	8.765	6.000	9.519
$RISK_{it}$	1551	500.630	7,802,794.620	176,584.504	53,806.817	474,666.793
$GROWTH_{it}$	1551	0.000	8.780	1.403	1.162	0.894
$LOSE_{it}$	1551	0.000	1.000	0.197	0.000	0.398

Panel B 模式 (2)

變數 [b]	樣本數	最小值	最大值	平均數	中位數	標準差
MV_{it}	1738	0.080	1,206.820	18.350	3.426	67.543
BVE_{it}	1738	-2.520	404.500	9.997	2.909	29.246
ANI_{it}	1738	-733.450	2.400	-13.928	-4.187	41.449
$TSCOREind_{it}$	1738	0.301	1.743	1.002	0.997	0.195
$INDBR_{it}$	1738	0.000	0.750	0.087	0.000	0.135
$INSVR_{it}$	1738	0.000	3.000	0.430	0.000	0.666
$LASSET_{it}$	1738	5.730	11.670	7.748	7.015	1.483
DAR_{it}	1738	0.020	0.976	0.421	0.416	0.174

註：[a] 表中各變數定義為：$TSCORE_{it}$：公司資訊透明度得分；$INDBR_{it}$：獨立董事佔董

事會席次比率；$INSVR_{it}$：獨立監察人人數；$LASSET_{it}$：取年底公司總資產帳面價值之對數值；DAR_{it}：負債帳面價值對總資產帳面價值比；$DBSIZE_{it}$：董事會規模；$AFSIZE_{it}$：會計師事務所規模；ADR_{it}：海外發行 (美國)；$GDRECB_{it}$：海外發行 (英國或盧森堡或其他地區)；$DUALITY_{it}$：三元性，董事長兼任總經理且持股超過5%；ROA_{it}：總資產報酬率；$FAMILY_{it}$：同一家族佔董事會人數之比率；$BLOCKRATE_{it}$：持股5%以上之大股東持股比率；$INSTRATE_{it}$：機構投資人持股比率；$DSRATE_{it}$：董監事持股比率；$CEORATE_{it}$：經理人持股比率；$R\&D_{it}$：研發費用除以銷貨淨額；$LIST_{it}$：公司上市年齡；$RISK_{it}$：i公司t年月營收標準差；$GROWTH_{it}$：公司股權市值除以帳面價值；$LOSE_{it}$：稅後淨損或淨利公司之虛擬變數；MV_{it}：第t+1年4月底公司市值；BVE_{it}：期末股東權益帳面價值；ANI_{it}：異常盈餘；$TSCOREind_{it}$：調整產業平均值之公司資訊透明度得分。

[b] MV_{it}、BVE_{it}、ANI_{it}的單位為百萬元。

表 4 至表 6 分別為不同獨立董事比率區間、不同獨立監察人人數及不同獨立董事比率與獨立監察人人數交乘項下，公司資訊透明度得分與公司價值的敘述統計分析結果。由表 4 結果可初步得知，當獨立董事比率愈高，則公司資訊透明度與公司價值皆愈高，亦即獨立董事比率與公司資訊透明度及公司價值的關係為正相關。表 5 結果顯示獨立監察人人數由 0 至 2 人逐步增加下，公司資訊透明度與公司價值愈高，然而在 3 人時，又有往下降的現象，因此其彼此間的相關性可能不確定。由表 6 結果可知，獨立董事比率與獨立監察人人數交乘項愈高，公司價值愈高，但公司資訊透明度則有往上升後再往下降的現象。

表 4 獨立董事次數分配、公司資訊透明度得分與公司價值的關係表

獨立董事比率	樣本數 N	資訊透明度得分(平均)	資訊透明度得分(標準差)	樣本數 N	公司價值(平均)	公司價值(標準差)
0	1040	53.780	10.344	1139	8.056	27.349
0.05~0.2	216	57.319	9.706	249	12.172	22.406
0.21~0.4	240	65.763	12.921	310	50.360	129.290
0.41~0.6	45	68.286	16.245	40	103.161	163.756

表 5 獨立監察人次數分配、公司資訊透明度得分與公司價值的關係表

獨立監察人人數	樣本數 N	資訊透明度得分(平均)	資訊透明度得分(標準差)	樣本數 N	公司價值(平均)	公司價值(標準差)
0	1034	54.059	10.669	1146	10.124	42.492
1	400	60.735	11.869	451	31.929	98.266
2	105	66.762	14.055	126	46.752	99.749
3	12	60.000	10.260	15	3.445	3.532

表 6 獨立董監次數分配、公司資訊透明度得分與公司價值的關係表

獨立董事比率*獨立監察人人數	樣本數 N	資訊透明度得分(平均)	資訊透明度得分(標準差)	樣本數 N	公司價值(平均)	公司價值(標準差)
0	1150	54.226	10.627	1277	10.644	42.579
0.07~0.4	312	62.106	11.323	128	11.882	19.135
0.41~0.8	95	69.867	15.024	230	40.610	120.034
0.81~1.32	14	67.429	14.862	103	72.720	131.482

表 7 及表 8 分別表示以獨立董事比率與調整產業平均值後之公司資訊透明度及獨立監察人與公司資訊透明度平均數高低分群，進行變數獨立性之卡方檢定結果。由表 7 結果可知，卡方檢定達相當顯著水準(χ^2=93.490，p<0.01)，顯示獨立董事比率與公司資訊透明度有關，且當獨立董事比率高時，資訊透明度高的公司數 (382 家) 比資訊透明度低的公司數 (203 家) 多；反之，當獨立董事比率低時，資訊透明度高的公司數 (470 家) 比資訊透明度低的公司數 (683 家) 少。另外，公司資訊透明度高且獨立董事比率高之公司價值遠高於其他各群，而公司資訊透明度低且獨立董事比率低之公司價值則遠低於其他各群。表 8 之公司資訊透明度與獨立監察人人數之獨立性卡方檢定結果亦呈現出類似情形。

表 7 獨立董事次、公司資訊透明度得分與公司價值的卡方檢定

	獨立董事比率高	獨立董事比率低	總和
資訊透	n=382	n=470	852
明度高	「公司價值」平均數=49.360	「公司價值」平均數=11.777	
	「公司價值」標準差=128.089	「公司價值」標準差=39.152	
資訊透	n=203	n=683	886
明度低	「公司價值」平均數=17.653	「公司價值」平均數=5.813	
	「公司價值」標準差=38.520	「公司價值」標準差=15.197	
總和	585	1153	N=1738
	χ^2=93.490 (p<0.01)		

註：調整產業平均值後之資訊透明度 ($TSCOREind_{it}$) 與獨立董事比率 ($INDBR_{it}$) 兩組分類項之高低，係以平均數為基準，凡高於平均數者被歸類為高，低於平均數者被歸類為低。資訊透明度之平均數為 1.0017，獨立董事比率之平均數為 0.0871。

表 8 獨立監察人次、公司資訊透明度得分與公司價值的卡方檢定

	獨立監察人人數高	獨立監察人人數低	總和
資訊透	n=364	n=488	852
明度高	「公司價值」平均數=45.980	「公司價值」平均數=15.684	
	「公司價值」標準差=120.297	「公司價值」標準差=61.185	
資訊透	n=228	n=658	886
明度低	「公司價值」平均數=15.814	「公司價值」平均數=6.001	
	「公司價值」標準差=32.847	「公司價值」標準差=18.213	
總和	592	1146	N=1738
	χ^2=55.818 (p<0.01)		

註：調整產業平均值後之資訊透明度與獨立監事人數 ($INSVR_{it}$) 兩組分類項之高低，係以平均數為基準，凡高於平均數者被歸類為高，低於平均數者被歸類為低。資訊透明度之平均數為 1.0017，獨立監事人數之平均數為 0.4304。

2. 相關係數分析

(1) 獨立董事比率、獨立監察人人數與公司資訊透明度

首先，由表 9 可瞭解模式 (1) 之重點變數：獨立董事比率 (*INDBR*)、獨立監察人人數 (*INSVR*) 與公司資訊透明度得分 (*TSCORE*) 之相關係數各為 0.407 與 0.324，呈顯著正相關

(p<0.01)，表示獨立董事佔董事會席次比率愈高之公司或設置獨立監察人人數愈多之公司，其公司資訊透明度愈高。其次，就控制變數觀之，總資產報酬率 (*ROA*)、海外發行 (*ADR*、*GDRECB*)、董事會規模 (*DBSIZE*)、會計師事務所規模 (*AFSIZE*)、機構投資人持股比率 (*INSTRATE*)、董監事持股比率 (*DSRATE*)、研發密集度 (*R&D*)、公司風險 (*RISK*) 及成長潛力 (*GROWTH*) 皆與公司資訊透明度得分呈顯著正相關，大致與過去文獻之研究結果一致。而家族企業 (*FAMILY*)、上市年齡 (*LIST*)、有損失之企業 (*LOSE*) 與公司資訊透明度得分之關係，皆呈現顯著負相關，亦與過去文獻一致。

（2）獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值

由表 10 可知，公司資訊透明度得分、獨立董事比率及獨立監察人人數皆與公司市值 (*MV*) 呈顯著正相關 (p<0.01)，表示公司資訊透明度愈高及聘任較多獨立董監事之公司，其公司市值也愈高，符合本研究之預期。此外，股東權益帳面價值 (*BVE*)、異常盈餘 (*ANI*) 及公司規模 (*LASSET*) 均與公司市值呈顯著正相關，與以往文獻結果一致；而負債比率 (*DAR*) 則與公司價值呈顯著負相關，顯示公司運用財務槓桿過度，對投資人可能係一負面訊息。

另外，兩個模式中之自變數間有部分呈顯著相關，顯示可能有共線性之問題，本研究將在迴歸分析時進一步利用變異膨脹因素 (variance-inflation factor; VIF) 進行診斷。

表 9 相關係數矩陣－模式 (1)

	TSCORE	INDBR	INSVR	LASSET	DAR	ROA	ADR	GDRECB	DUALITY	DBSIZE	AFSIZE	FAMILY	BLOCKRATE	INSTRATE	DSRATE	CEORATE	R&D	LIST	RISK	GROWTH	LOSE
TSCORE		0.407***	0..324***	-0.130	0.029	0.087***	0.148***	0.067***	0.008	0.089***	0.082***	-0.115***	-0.005	0.115***	0.082***	0.039	0.147***	-0.171***	0.140***	0.197***	-0.089***
INDBR			0.602***	-0.110	-0.033	0.149***	0.009	0.063**	0.094***	-0.040	0.081***	-0.107***	-0.007	0.055**	0.150***	0.069***	0.137***	-0.374***	0.018	0.225***	-0.143***
INSVR				0.171***	-0.097***	0.158***	-0.026	0.062**	0.074***	-0.006	0.107***	-0.077***	-0.015	0.000	0.103***	0.048**	0.196***	-0.326***	-0.013	0.200***	-0.141***
LASSET					0.010	0.003	0.096***	0.204***	-0.067***	0.121***	0.041	-0.012	-0.128***	0.083***	-0.004	0.030	-0.051**	0.098***	0.154***	-0.070***	-0.026
DAR						-0.326***	-0.050**	0.064***	-0.060**	-0.006	-0.078***	-0.003	0.019	-0.032	-0.076***	-0.139**	-0.232***	0.043*	0.059**	-0.113***	0.238***
ROA							0.019	0.024	-0.036	0.035	0.124***	-0.025	0.048*	0.216***	0.139***	0.042*	0.029	-0.136***	0.088***	0.455***	-0.678***
ADR								-0.039	-0.043*	0.066***	0.044*	-0.059**	0.024	0.095***	-0.046*	0.034	0.061**	0.020	0.164***	0.067***	-0.049*
GDRECB									0.046*	0.056**	0.143***	-0.090***	-0.107***	0.067***	-0.132***	-0.026	0.089***	-0.017	0.292***	0.066***	-0.007
DUALITY										-0.164***	0.095***	0.060**	0.037	-0.097**	0.031	-0.015	0.021	-0.136***	-0.006	-0.038	0.031
DBSIZE											0.001	-0.168***	-0.096***	0.153***	0.067***	0.025	-0.077***	0.272***	0.114***	0.128***	-0.070***
AFSIZE												-0.110***	-0.036	0.145***	0.067***	0.091***	0.134***	-0.086***	0.096***	-0.124***	-0.077***
FAMILY													0.070***	-0.210***	-0.058**	-0.129***	-0.142***	0.046*	-0.060**	0.076***	0.016
BLOCKRATE														0.195***	-0.169***	0.004	-0.107***	0.013	-0.008	0.282***	-0.040
INSTRATE															0.386***	0.102***	-0.100***	0.095***	0.200***	0.120***	-0.170***
DSRATE																	-0.013	-0.194***	-0.002	0.020	-0.168***
CEORATE																		-0.076***	-0.026	0.250***	-0.101***
R&D																			-0.022	-0.276***	-0.072***
LIST																				0.185***	0.168***
RISK																					-0.126***
GROWTH																					
LOSE																					

註：屬量變數之相關係數為 Pearson 相關係數，屬質變數之相關係數為 Spearman 相關係數。表中各變數之定義請參考表 3。*p<0.1，**p<0.05，***p<0.01。

表 10 相關係數矩陣－模式 (2)

	MV	*BVE*	*ANI*	*TSCOREind*	*INDBR*	*INSVR*	*LASSET*	*DAR*
MV								
BVE	0.880***							
ANI	0.825***	0.685***						
TSCOREind	0.331***	0.317***	0.268***					
INDBR	0.324***	0.279***	0.291***	0.315***				
INSVR	0.203***	0.198***	0.203***	0.227***	0.625***			
LASSET	0.249***	0.379***	0.085***	0.024	-0.017	0.164***		
DAR	-0.085***	-0.078***	-0.134***	0.076***	-0.070***	-0.118***	0.012	

註：相關係數為Pearson相關係數。表中各變數之定義請參考表3。*p<0.1，**p<0.05，***p<0.01。

三、多元迴歸結果分析

1. 獨立董事、獨立監察人對公司資訊透明度之影響

(1) 假說一與假說二之檢測結果

表 11 顯示，在獨立董事比率方面，無論各年度或全體樣本，獨立董事比率($INDBR_{it}$) 對公司資訊透明度 ($TSCORE_{it}$) 皆有顯著正向影響 (p<0.1)。此一結果支持本研究之假說一[30]，並與 Leftwich et al. (1981)、Fama & Jensen (1983)、Forker (1992)、Malone et al. (1993) 及 Chen & Jaggi (2000) 之研究結果一致，但與 Eng & Mak (2003) 以新加坡樣本之結果相反，顯示台灣獨立董事之角色與香港類似，為扮演協助股東監督公司資訊揭露之角色 (Chen & Jaggi, 2000)，而非如新加坡為資訊

[30] 由於本研究測量資訊透明度得分之方法係改編自 Botosan (1997) 之索引表，本研究改編後的公司資訊透明度得分之 Cronbach'α 係數為 0.66 (未改編前如註 29 所示為 0.68)，而 Botosan (1997) 所求得之 α 係數為 0.64，與本研究相當，故應可信賴本研究所採用之衡量工具及衡量結果。另外，由於資訊透明度測驗的計分存在著評分者主觀判斷的誤差，必須考慮評分者信度 (亦即求取不同評分者所評分數之相關性) (郭生玉，1991)；本研究由兩位作者分別評分結果，其相關係數為 0.923，達相當顯著水準。主要係資訊透明度評分表內容之敘述相當明確 (如有討論營業淨利變動之原因得一分，原因中有量化資訊再得一分)，用以評各家公司年報，各項目有無得分相當客觀明確，故而評分標準應具有較高之一致性，因此由兩位作者分別評分之相關性應也會很高。另外，本研究以另一位作者之評分結果代入所有迴歸分析，實證結果與本文結果亦無太大差異。

揭露之替代角色。此結果表示獨立董事佔董事會比率愈高者，其公司資訊透明度愈高，顯見引進獨立董事確實能有效地監督公司管理者之投機行為，進而促使公司揭露更多的資訊。

本研究樣本同時包含橫斷面與縱斷面資料，係屬不平衡之追蹤資料 (unbalanced panel data)。依據 Greene (2000) 之觀點，採用追蹤資料進行迴歸實證時，需考慮使用固定效果 (fixed effect) 模型 (係指不同觀察樣本，擁有不同的特定常數，但不隨時間變動而改變) 或隨機效果 (random effect) 模型 (係指不同觀察樣本，擁有不同的特定隨機變數) 估計係數。資料型態究竟適合使用 pooled OLS、固定效果或隨機效果模型，本研究運用 F 檢定及 Hausman 檢定進行測試。結果發現在資訊透明度迴歸 F=1.647 (0.000^{***}) [在公司價值迴歸 F=3.563 (0.000^{***})]，顯示固定效果模型優於 pooled OLS；在資訊透明度迴歸 χ^2=40.905 (0.006^{***})[在公司價值迴歸 χ^2=235.639 (0.006^{***})]，顯示固定效果模型優於隨機效果模型。因此，本研究公司資訊透明度模型的資料型態最適合使用之方法為固定效果模型，因此實證結果將以固定效果模型之結果進行分析，以得到更可靠的結果。

由表 12 可知，在固定效果模型下，獨立董事比率對公司資訊透明度之影響仍達相當顯著水準 ($p<0.01$)。此結果表示獨立董事佔董事會比率愈高之公司，其公司資訊透明度愈高。因此，在本研究期間 (2002-2004)，若公司聘任之獨立董事佔董事會比重愈高，由於董事會決議係採合議制，顯見獨立董事之力量愈大，愈能有效監督公司年報之資訊揭露。

在獨立監察人方面，由表 11 可發現，全體樣本之獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$)對公司資訊透明度達統計顯著影響 ($p<0.05$)，支持本研究之假說二；然而，由分年觀之，此結果僅是 2002 年之顯著性所帶來的效果，2003 及 2004 年皆未達顯著水準。此結果顯示，在 2002 年當年度引進獨立監察人之後，尚能強化監察人之監控功能，因而能提高公司資訊透明度；但在 2003 及 2004 年此效果卻消失了。此實證結果顯示聘任獨立監察人是否對公司資訊透明度有提升效果仍有待未來研究進一步測試。

本研究預期利用聘任獨立監察人以加強監察人之獨立性後，應可發揮監察人的監督效果，以提高公司資訊揭露水準，但結果卻顯示只有 2002 年支持此一觀點。2003 年及 2004 年之結果並未支持上述觀點，可能的原因有以下幾項：一、獨立監察人雖較一般監察人較具獨立性，

但因監察人職權係採單獨行使制，雖然所受之羈絆較少，但因為獨立監察人皆有其正式的工作 (如學術界者有教育工作、實務界者有本身公司要經營)，個別能力及時間皆有限，此時可能需要團隊分工合作才能發揮更強的監督效果，因而使得台灣之獨立監察人未能如德國或日本採用監察人會一般發揮監督公司資訊揭露之效果。二、以往文獻 (Leftwich et al., 1981; Forker, 1992; Malone et al., 1993; Chen & Jaggi, 2000) 大都支持英美等西方國家之審計委員會制度對公司資訊揭露有顯著正面效果，但台灣並無此審計委員會制度，反而有監察人制度 (此為台灣與英美等西方國家在公司治理制度方面較大之差異)，且獨立董事 (亦具有監督功能且為團隊監督) 與獨立監察人之職責有部分重疊及劃分不清之處 (葉銀華、李存修，2003)，可能導致兩者有替代效果；本研究結果顯示獨立董事比率對公司資訊透明度之提升有正面貢獻，而獨立監察人卻未能發揮效果，可能表示獨立監察人之效果被獨立董事所取代。三、目前獨立監察人之提名與選舉並無正式法令妥善處理，原則上係依公司法第 192 條之 1 的規定採用候選人提名制度，並載明於公司章程，再由股東會依據候選人選任之。候選人之提名原則上由持有已發行股份百分之一以上之股東，以書面向公司提出，或由董事會提出。此一作法可能導致獨立監察人之獨立性不足。因為監察人之功能為監督董事會，若獨立監察人由董事會或持股百分之一以上之股東 (較可能為大股東) 提名，可能導致獨立監察人無法代表小股東來監督大股東或董事會，導致監督效果降低及產生大股東會有侵略小股東利益之代理問題，使得公司資訊之透明度無法有效提高。

本文進一步考慮固定效果模型，由表 12 可知，在固定效果模型下，全體樣本之獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$) 對公司資訊透明度未達統計顯著影響 ($p>0.1$)，並未支持本研究之假說二。因此，在正確考慮樣本存在個別公司或產業之差異下，實證結果顯示整體樣本之獨立監察人人數與公司資訊透明度並無顯著關聯性。整體而言，獨立監察人對公司資訊透明度之監督效果在整體樣本期間並不存在（如前述，僅有 2002 年當年具有效果），其可能的原因已如前述。

就獨立董事與獨立監察人兩者之交乘項 ($INDBR_{it}$*$INSVR_{it}$) 而言，無論表 11 之 OLS 或表 12 之固定效果模型結果，皆顯示獨立董事比率與獨立監察人人數之交乘項在整體樣本未達顯著水準 ($p>0.1$)，此結果表示公司同時聘任比較多的獨立董事及獨立監察人，並沒有比單獨聘任較多獨立董事或獨立監察人，產生較高的資訊透明度之效果。

然而，若就各年度樣本而言，2002 及 2003 年並未達顯著水準，而 2004 則是達相當正向顯著水準 ($p<0.01$)，此結果顯示在 2004 年之獨立董事及獨立監察人對公司資訊透明度似乎存在互補效果，亦即當公司聘任愈多獨立監察人，則獨立董事對提昇公司資訊透明度之效果愈高[31]。此結果可解讀為當獨立董事比率不高時，其監督公司資訊揭露之效果可藉由多聘任獨立監察人來強化。

表 11 獨立董事、獨立監察人對公司資訊透明度影響之分年度 OLS 迴歸結果

(1)式：$TSCORE_{it}=\beta_0+\beta_1 INDBR_{it}+\beta_2 INSVR_{it}+\beta_3 INDBR_{it}*INSVR_{it}+\beta_4 LASSET_{it}+\beta_5 DAR_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_7 ADR_{it}+\beta_8 GDRECB_{it}+\beta_9 DUALITY_{it}+\beta_{10} DBSIZE_{it}+\beta_{11} AFSIZE_{it}+\beta_{12} FAMILY_{it}+\beta_{13} BLOCKRATE_{it}+\beta_{14} INSTRATE_{it}+\beta_{15} DSRATE_{it}+\beta_{16} CEORATE_{it}+\beta_{17} R\&D_{it}+\beta_{18} LIST_{it}+\beta_{19} RISK_{it}+\beta_{20} GROWTH_{it}+\beta_{21} LOSE_{it}+\sum_{j=1}^{17}\delta_j D_j+e_{it}$

		2002(n=479)		2003(n=529)		2004(n=543)		全體樣本(n=1551)	
變數	預期符號	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
$INDBR_{it}$	+	***19.54***	***0.001******	***17.47***	***0.056****	***16.76***	***0.042****	***22.24***	***0.000*****
$INSVR_{it}$	+	***1.44***	***0.063****	***2.22***	***0.310***	***-0.82***	***0.603***	***1.30***	***0.040****
$INDBR_{it}$* $INSVR_{it}$	+	-0.90	0.834	9.78	0.367	25.81	0.001***	5.90	0.133
$LASSET_{it}$	+	1.84	0.147	-0.11	0.938	0.79	0.586	-0.44	0.015**
DAR_{it}	+	4.97	0.113	2.49	0.457	3.50	0.264	4.16	0.021**
ROA_{it}	+	-7.09	0.392	1.91	0.790	-0.75	0.748	-0.40	0.866
ADR_{it}	+	13.61	0.012**	12.54	0.001***	14.73	0.004***	14.43	0.000***
$GDRECB_{it}$	+	3.22	0.042**	2.87	0.059*	1.84	0.277	3.10	0.000***
$DUALITY_{it}$	-	-0.10	0.929	-0.21	0.873	-0.84	0.478	-0.58	0.406
$DBSIZE_{it}$	?	0.15	0.308	0.25	0.170	0.30	0.090*	0.25	0.009***
$AFSIZE_{it}$	+	0.10	0.932	0.42	0.740	1.41	0.262	0.81	0.243
$FAMILY_{it}$	-	-0.05	0.970	-0.37	0.815	-1.61	0.319	-0.35	0.700
$BLOCKRATE_{it}$	-	0.05	0.246	0.03	0.600	-0.07	0.190	0.00	0.901
$INSTRATE_{it}$	+	-0.00	0.914	0.05	0.126	0.03	0.348	0.04	0.015**
$DSRATE_{it}$	+	0.01	0.706	0.00	0.908	0.04	0.389	0.01	0.563
$CEORATE_{it}$	+	-0.01	0.942	0.29	0.261	0.21	0.439	0.20	0.168

[31] 我們可以利用一階微分方式來瞭解此效果：$\frac{\partial TSCORE}{\partial INDBR}=\beta_1+\beta_3 INSVR>0$。若 $\beta_3>0$，則當 INSVR 之值愈大，INDBR 對 TSCORE 之正向影響愈大；亦即當公司聘任愈多獨立監察人，則獨立董事人數佔董事會比率愈高對提昇公司資訊透明度之效果愈大。

$R\&D_{it}$	+	6.49	0.670	13.06	0.389	15.58	0.374	13.69	0.139
$LIST_{it}$	-	-0.04	0.596	-0.01	0.883	0.00	0.991	0.00	0.861
$RISK_{it}$	+	8.06E	0.499	6.97E	0.390	1.14E	0.149	1.30E	0.013**
$GROWTH_{it}$	+	1.30	0.034**	0.64	0.294	0.49	0.492	0.69	0.050*
$LOSE_{it}$	-	0.57	0.682	-0.28	0.856	2.49	0.064*	1.07	0.151
D1	?	6.27	0.093*	8.18	0.037**	3.88	0.303	6.72	0.002***
D2	?	7.71	0.015**	10.44	0.003***	5.64	0.112	8.35	0.000***
D3	?	7.16	0.021**	7.68	0.023**	0.77	0.794	6.25	0.000***
D4	?	-0.77	0.663	1.04	0.675	-3.76	0.100	-0.76	0.545
D5	?	8.61	0.000***	9.11	0.001***	3.85	0.195	7.80	0.000***
D6	?	0.57	0.891	5.17	0.301	6.03	0.221	3.95	0.149
D7	?	-3.01	0.167	-3.90	0.155	-5.73	0.031**	-3.54	0.015**
D8	?	-8.89	0.048**	-6.01	0.123	-11.90	0.006***	-8.03	0.010***
D9	?	-4.30	0.318	-3.41	0.432	-9.65	0.027**	-5.42	0.030**
D10	?	1.34	0.491	4.01	0.097*	-0.67	0.763	2.39	0.055*
D11	?	3.57	0.351	4.58	0.207	0.05	0.989	3.09	0.140
D12	?	3.24	0.332	4.67	0.152	-8.77	0.208	0.43	0.889
D13	?	1.27	0.377	3.65	0.084*	-2.83	0.170	1.67	0.116
D14	?	-4.97	0.007***	-1.64	0.500	-8.01	0.001***	-4.27	0.010***
D15	?	-3.88	0.081*	-1.18	0.627	-8.16	0.003***	-3.68	0.010***
D16	?	-9.14	0.011**	-10.25	0.011**	-14.23	0.000***	-11.63	0.000***
D17	?	-2.36	0.530	0.43	0.909	-7.99	0.023**	-2.66	0.205
		Adj-R^2=0.230 F=5.651(0.000***)		Adj-R^2=0.305 F=7.085(0.000***)		Adj-R^2=0.348 F=8.615(0.000***)		Adj-R^2=0.318 F=20.023(0.000***) D-W=0.907	

註：D_j：產業別，共分為18類，設置17項虛擬變數 (D1：水泥；D2：食品；D3：塑膠；D4：紡織人纖；D5：電機機械；D6：電器電纜；D7：化學工業；D8：玻璃陶瓷；D9：造紙；D10：鋼鐵金屬；D11：橡膠輪胎；D12：汽車；D13：資訊電子；D14：營建建材；D15：運輸；D16：觀光；D17：百貨貿易)；其它各變數定義請參考表3。本研究使用White (1980) 測試異質性，如有違反同質性者，t值顯著性業已調整。各變數之VIF值皆遠在10以下，且最大者亦不超過5，顯示共線性問題並不嚴重。*表示p值小於0.1；**表示p值小於0.05；***表示p值小於0.01。

表 12 獨立董事、獨立監察人對公司資訊透明度影響之 panel data 迴歸結果

(1) 式：$TSCORE_{it}=\beta_0+\beta_1 INDBR_{it}+\beta_2 INSVR_{it}+\beta_3 INDBR_{it}*INSVR_{it}+\beta_4 LASSET_{it}+\beta_5 DAR_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_7 ADR_{it}+\beta_8 GDRECB_{it}+\beta_9 DUALITY_{it}+\beta_{10} DBSIZE_{it}+\beta_{11} AFSIZE_{it}+\beta_{12} FAMILY_{it}+\beta_{13} BLOCKRATE_{it}+\beta_{14} INSTRATE_{it}+\beta_{15} DSRATE_{it}+\beta_{16} CEORATE_{it}+\beta_{17} R\&D_{it}+\beta_{18} LIST_{it}+\beta_{19} RISK_{it}+\beta_{20} GROWTH_{it}+\beta_{21} LOSE_{it}+\sum_{j=1}^{17}\delta_j D_j+e_{it}$

		OLS		固定效果		隨機效果	
變數	預期符號	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
$INDBR_{it}$	+	***22.24***	***0.000******	***25.04***	***0.000******	***23.20***	***0.000******
$INSVR_{it}$	+	***1.30***	***0.040****	***1.24***	***0.143***	***1.62***	***0.021****
$INDBR_{it}$* $INSVR_{it}$	+	5.90	0.133	4.05	0.274	5.03	0.111
$LASSET_{it}$	+	-0.44	0 .015**	0.46	0.634	-0.45	0.041**
DAR_{it}	+	4.16	0.021**	3.32	0.138	4.74	0.009***
ROA_{it}	+	-0.40	0.866	6.28	0.098*	1.09	0.714
ADR_{it}	+	14.43	0.000***	10.74	0.002***	7.52	0.006***
$GDRECB_{it}$	+	3.10	0.000***	2.92	0.010***	3.45	0.000***
$DUALITY_{it}$	-	-0.58	0.406	-1.05	0.253	-1.03	0.164
$DBSIZE_{it}$	?	0.25	0.009***	0.09	0.460	0.32	0.001***
$AFSIZE_{it}$	+	0.81	0.243	0.68	0.434	0.73	0.319
$FAMILY_{it}$	-	-0.35	0.700	0.68	0.537	-0.24	0.786
$BLOCKRATE_{it}$	-	0.00	0.901	-0.02	0.651	-0.00	0.952
$INSTRATE_{it}$	+	0.04	0.015**	0.01	0.605	0.02	0.153
$DSRATE_{it}$	+	0.01	0.563	0.01	0.855	0.01	0.698
$CEORATE_{it}$	+	0.20	0.168	0.06	0.749	0.18	0.251
$R\&D_{it}$	+	13.69	0.139	6.99	0.522	19.82	0.026**
$LIST_{it}$	-	0.00	0.861	0.02	0.713	-0.01	0.790
$RISK_{it}$	+	1.30E-06	0.013**	1.89E-06	0.019**	1.58E-06	0.005***
$GROWTH_{it}$	+	0.69	0.050*	0.23	0.604	0.62	0.091*
$LOSE_{it}$	-	1.07	0.151	0.48	0.627	-0.04	0.965
D1	?	6.72	0.002***				
D2	?	8.35	0.000***				
D3	?	6.25	0.000***				
D4	?	-0.76	0.545				
D5	?	7.80	0.000***				
D6	?	3.95	0.149				
D7	?	-3.54	0.015**				
D8	?	-8.03	0.010***				
D9	?	-5.42	0.030**				
D10	?	2.39	0.055*				
D11	?	3.09	0.140				
D12	?	0.43	0.889				
D13	?	1.67	0.116				
D14	?	-4.27	0.010***				

D15	?	-3.68	0.010***		
D16	?	-11.63	0.000***		
D17	?	-2.66	0.205		
		F=1.647 (0.000***)			χ^2=40.905 (0.006***)
		Adj-R^2=0.318		Adj-R^2=0.381	Adj-R^2=0.208
		F=20.023(0.000***)		F=2.541(0.000***)	F=20.330(0.000***)

註：D_j：產業別，共分為18類，設置17項虛擬變數 (D1：水泥；D2：食品；D3：塑膠；D4：紡織人纖；D5：電機機械；D6：電器電纜；D7：化學工業；D8：玻璃陶瓷；D9：造紙；D10：鋼鐵金屬；D11：橡膠輪胎；D12：汽車；D13：資訊電子；D14：營建建材；D15：運輸；D16：觀光；D17：百貨貿易)；其它各變數定義請參考表3。本研究使用White (1980) 測試異質性，如有違反同質性者，t值顯著性業已調整。各變數之VIF值皆遠在10以下，且最大者亦不超過5，顯示共線性問題並不嚴重。*表示p值小於0.1；**表示p值小於0.05；***表示p值小於0.01。

(2) 資訊透明度中各控制變數之結果

就其他控制變數之實證結果而言，由表 11 之個別年度 OLS 模型及表 12 之固定效果模型可知，各年度及全體樣本呈現較一致之結果為海外發行 (ADR_{it}、$GDRECB_{it}$) 等變數。其中在美國發行 ADR (ADR_{it}) 與公司資訊透明度呈相當顯著正相關，顯示在美國發行 ADR 並掛牌交易的公司之資訊透明度顯著高於無海外發行之公司，其原因如註 28 所述，在美國掛牌交易之公司必須符合 GAAP 較嚴格的資訊揭露標準。而在其他國家發行 GDR 或 ECB 之公司 ($GDRECB_{it}$) 的資訊透明度亦顯著高於無海外發行之公司，表示有海外發行之公司因須同時符合多個國家揭露法規的要求，故須揭露較多的資訊，此一結果與 Hossain et al. (1995)、Meek et al. (1995)、Robb et al. (2001) 等學者之研究結果一致。

另外，就全體樣本觀之，由表 12 之固定效果模型可發現，公司獲利能力 (ROA_{it})及公司風險 ($RISK_{it}$) 皆與公司資訊透明度呈顯著正相關，與過去文獻研究一致。其中，公司獲利能力之實證結果與 Haniffa & Cooke (2002) 的結論一致，表示獲利能力愈好的公司，為了發佈好消息以讓投資人知道其與獲利能力差的公司有所區別或為了能在資本市場以最有利的方式籌資，將會揭露較多的資訊 (Meek et al., 1995; Haniffa & Cooke, 2002)。其次，公司風險與資訊透明度呈顯著正相關，表示當公司風險愈高，則其收益或獲利變異較大，投資人對於此風險較高之公司常猶恐避之不及，為提高投資人之投資意願，公司乃揭露

更多內部資訊，以降低投資人不確定之風險。

就個別年度而言，在 2004 年公司董事會規模 ($DBSIZE_{it}$) 與公司資訊透明度呈顯著正相關，顯示當年度台灣樣本公司董事會規模愈大，愈能發揮其監督效益 (亦即提高公司資訊透明度)。在 2001 年公司成長潛力 ($GROWTH_{it}$) 與公司資訊透明度呈顯著正相關，表示當年度成長潛力愈高之公司，其未來愈有可能獲利，為降低與投資人間之資訊不對稱及代理成本 (Gaver & Gaver, 1993)，公司更有可能揭露資訊。

在產業別方面，由表 11 之 OLS 模型結果可知，水泥 (*D1*)、食品 (*D2*)、塑膠(*D3*)、電機機械 (*D5*)、鋼鐵金屬 (*D10*)等產業之資訊透明度顯著高於其他產業，而化學工業 (*D7*)、玻璃陶瓷 (D8)、造紙 (*D9*)、營建建材 (*D14*)、運輸 (*D15*) 與觀光 (*D16*) 等產業之資訊透明度顯著低於其他產業。

2. 獨立董監事、公司資訊透明度對公司價值之影響

(1) 假說三、四及五之檢測結果

由表 13 之 OLS 模型及表 14 之固定效果模型可知，在各年度及全體樣本中，公司資訊透明度得分 ($TSCOREind_{it}$) 與公司價值 (MV_{it}) 皆呈顯著正相關 ($p<0.1$)，足見公司資訊透明度之提昇，確實有助於提高公司價值，此一結果支持本研究之假說三。此實證結果正如 Healy et al. (1999) 所言，擴大揭露將導致投資人向上修正公司股票的評價。因資訊透明度愈高有助於降低公司內部人與投資人間資訊不對稱的程度，減少代理問題的產生，並降低代理成本，故較易贏得投資人的信賴，吸引投資人投資，進而提昇公司價值。此結果與 Bens & Monahan (2004) 之研究結果一致。

在表 13 之 OLS 模型及表 14 之固定效果模型中，無論各年度或全體樣本，獨立董事比率 ($INDBR_{it}$) 對公司價值之影響亦皆為正向，且達 5%之顯著水準，實證結果支持假說四。此結果誠如 Fama & Jensen (1983) 所言，獨立董事可以視為一種監督管理者的活動而達到提升公司績效的手段，因為獨立董事為了追求個人身價之極大化，也會藉由對公司管理者有效之監督來維持其聲譽。而此結果亦顯示，當公司設置獨立董事而透露出公司治理較佳之訊息並能提昇公司績效時，投資人較願意多支付溢價來購買公司的股票。此結果與 Chaganti et al. (1985)、Rosenstein & Wyatt (1990)、Barnhart et al. (1994)、Solomon et al. (2003)、陳業寧等 (2004) 及陳振遠等 (2005) 等之認知或研究結果一致。

另外，無論 OLS 或固定效果模型皆顯示，獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$) 之係數未達顯著，假說五之推論並未獲得支持。究其原因，可能為我國目前對於公司監控機制有分外部監控與內部監控，而投資人認為外部監控機制（如證期會及會計師）之公信力較佳，且對於違法行為之處罰亦有法源依據，相較之下，引進獨立監察人僅係讓監察人發揮原有之監督功能而已；而且如前所述，獨立監察人之獨立性及其單獨行使權力，而非團隊分工合作之監督方式，可能造成投資人對其監督力量存有疑慮。因此，使得投資人對於外部監控機制較為信賴，而對獨立監察人之監控機制較不具信心。尤其在引進獨立董事之後，獨立董事除能監督公司管理者外，更能直接參與公司決策之制定，因此在其他監管機制比獨立監察人更強之情況下，獨立監察人對公司價值便無顯著影響。此一結果亦與前述獨立董事對公司資訊透明度有顯著影響，而獨立監察人則無影響之結果相呼應。

而獨立董事比率與獨立監察人人數之交乘項係數在各年度 (2002 年除外) 及全體樣本中亦未達顯著水準，未支持假說六，顯示投資人解讀兩者並無互補監督效果。可能係投資人認為各公司皆單獨聘任獨立董事及獨立監察人，而且較不認為獨立監察人有單獨行使職權之能力，因而公司增加獨立監察人之名額，無法使投資人認知獨立董事團隊之監督力量愈高，因此亦無法反映在股價上。甚至認為獨立董事之職權與獨立監察人有重疊之處，導致職權劃分不清，以及因聘任職權重疊之人員而使公司資源之浪費，故將之解讀為負面訊息，因而使得 2002 年兩者交乘項與公司價值呈顯著負相關。

表 13 獨立董監事、資訊透明度對公司價值影響之分年度 OLS 迴歸結果

(2) 式：

$$MV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BVE_{it} + \gamma_2 ANI_{it} + \gamma_3 TSCOREind_{it} + \gamma_4 INDBR_{it} + \gamma_5 INSVR_{it} + \gamma_6 INDBR_{it} * INSVR_{it} + \gamma_7 LASSET_{it} + \gamma_8 DAR_{it} + \sum_{j=1}^{17} \varphi_j D_j + \varepsilon_{it}$$

		2002(n=553)		2003(n=578)		2004(n=607)		全體樣本(n=1738)	
變數	預期符號	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
BVE_{it}	+	1.69	0.000***	1.60	0.000***	0.75	0.000***	1.43	0.000***
ANI_{it}	+	1.47	0.001***	4.72	0.000***	6.99	0.000***	4.22	0.000***
$TSCOREind_{it}$	**+**	***9.39***	***0.110***	***18.93***	***0.033****	***9.91***	***0.049****	***16.81***	***0.000*****
$INDBR_{it}$	**+**	***30.58***	***0.009*****	***54.11***	***0.035****	***40.15***	***0.003*****	***25.52***	***0.008*****
$INSVR_{it}$	**+**	***0.07***	***0.966***	***-5.77***	***0.438***	***-3.32***	***0.374***	***-0.93***	***0.612***
$INDBR_{it}$* $INSVR_{it}$	+	-17.36	0.046**	8.44	0.767	4.68	0.737	-3.77	0.660
$LASSET_{it}$	+	-8.85	0.001***	7.75	0.018**	4.79	0.02**	-0.89	0.081*
DAR_{it}	+	3.68	0.542	-15.44	0.114	3.77	0.506	-3.73	0.392
D1	?	-9.70	0.248	-21.04	0.154	-4.70	0.616	-11.76	0.080*
D2	?	-3.72	0.512	-14.79	0.159	1.13	0.865	-5.67	0.227
D3	?	-1.58	0.790	-23.98	0.024**	-5.66	0.397	-8.11	0.090*
D4	?	-3.35	0.469	-14.52	0.079*	9.70	0.061*	-2.64	0.478
D5	?	-2.31	0.654	-16.96	0.060*	7.93	0.161	-2.70	0.511
D6	?	-2.45	0.705	-17.15	0.138	2.76	0.706	-3.61	0.489
D7	?	-2.19	0.680	-21.52	0.020**	9.51	0.100	-3.74	0.374
D8	?	-2.98	0.736	-12.47	0.421	4.49	0.648	-3.84	0.588
D9	?	-2.71	0.773	-17.27	0.297	-1.83	0.863	-6.76	0.371
D10	?	-2.93	0.605	-15.23	0.131	1.66	0.797	-4.92	0.283
D11	?	2.27	0.786	-17.88	0.225	-2.44	0.794	-5.94	0.376
D12	?	3.97	0.727	-36.83	0.066*	0.19	0.986	-8.76	0.301
D13	?	0.23	0.952	-13.65	0.046**	1.99	0.644	-2.65	0.388
D14	?	-3.37	0.535	-15.26	0.110	-0.58	0.922	-5.08	0.239
D15	?	-7.05	0.284	-16.92	0.128	-0.05	0.994	-6.32	0.216
D16	?	-2.27	0.810	-15.28	0.357	4.50	0.670	-4.79	0.528
D17	?	0.82	0.908	-14.22	0.272	2.89	0.725	-3.12	0.593
		Adj-R^2=0.820 F=101.51(0.000***)		Adj-R^2=0.747 F=69.23(0.000***)		Adj-R^2=0.895 F=207.24(0.000***)		Adj-R^2=0.806 F=290.15(0.000***) D-W=1.975	

註：各變數定義請參考表3及表6。本研究使用White (1980) 測試異質性，如有違反同質性者，t值顯著性業已調整。各變數之VIF值皆遠在10以下，且最大者亦不超過5，顯示共線性問題並不嚴重。*表示p值小於0.1；**表示p值小於0.05；***表示p值小於0.01。

表 14 獨立董監事、資訊透明度對公司價值影響之 panel data 迴歸結果

(2) 式：

$$MV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BVE_{it} + \gamma_2 ANI_{it} + \gamma_3 TSCOREind_{it} + \gamma_4 INDBR_{it} + \gamma_5 INSVR_{it}$$

$$+ \gamma_6 INDBR_{it} * INSVR_{it} + \gamma_7 LASSET_{it} + \gamma_8 DAR_{it} + \sum_{j=1}^{17} \varphi_j D_j + \varepsilon_{it}$$

		OLS		固定效果		隨機效果	
變數	預期符號	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
BVE_{it}	+	1.43	0.000***	1.22	0.000***	1.32	0.000***
ANI_{it}	+	4.22	0.000***	2.30	0.000***	3.48	0.000***
$TSCOREind_{it}$	***+***	***16.81***	***0.000******	***20.02***	***0.010****	***21.41***	***0.000******
$INDBR_{it}$	***+***	***25.52***	***0.008******	***5.70***	***0.071****	***22.40***	***0.006******
$INSVR_{it}$	***+***	***-0.93***	***0.612***	***0.75***	***0.681***	***0.10***	***0.950***
$INDBR_{it}$* $INSVR_{it}$	+	-3.77	0.660	4.16	0.630	-1.25	0.864
$LASSET_{it}$	+	-0.89	0.081*	-1.85	0.000***	-1.42	0.000***
DAR_{it}	+	-3.73	0.392	2.83	0.785	-5.30	0.263
D1	?	-11.76	0.080*				
D2	?	-5.67	0.227				
D3	?	-8.11	0.090*				
D4	?	-2.64	0.478				
D5	?	-2.70	0.511				
D6	?	-3.61	0.489				
D7	?	-3.74	0.374				
D8	?	-3.84	0.588				
D9	?	-6.76	0.371				
D10	?	-4.92	0.283				
D11	?	-5.94	0.376				
D12	?	-8.76	0.301				
D13	?	-2.65	0.388				
D14	?	-5.08	0.239				
D15	?	-6.32	0.216				
D16	?	-4.79	0.528				
D17	?	-3.12	0.593				
		F=3.563 (0.000***)				χ^2=235.639 (0.006***)	
		Adj-R^2=0.806 F=290.15(0.000***)		Adj-R^2=0.901 F=25.571(0.000***)		Adj-R^2=0.773 F=737.668(0.000***)	

註：各變數定義請參考表3及表6。本研究使用White (1980) 測試異質性，如有違反同質性者，t值顯著性業已調整。各變數之VIF值皆遠在10以下，且最大者亦不超過5，顯示共線性問題並不嚴重。*表示p值小於0.1；**表示p值小於0.05；***表示p值小於0.01。

(2) 公司價值中各控制變數之結果

由表 13 之 OLS 模型及表 14 之固定效果模型實證結果顯示，股東權益帳面價值 (BVE_{it}) 與異常盈餘 (ANI_{it}) 對公司價值均呈顯著之正向影響，此與 Ohlson (1995) 及 Feltham & Ohlson (1995) 之研究結果相符。表示當股東權益帳面價值愈高，以及公司之超常盈餘愈高，愈受投資人之青睞，因而公司市價愈高。公司規模之代理變數總資產對數值 ($LASSET_{it}$) 與公司價值之關係較不穩定，2002 年為負相關，但 2003 及 2004 年則為正相關。此結果可能與不同年度股市熱絡與否有關，亦可能係本研究變數衡量誤差所致，有待未來研究進一步加以驗證。在產業方面，實證顯示僅有 2003 年各產業與其他產業之公司價值有較顯著的差異；而就整體三年而言，只有水泥與塑膠產業之公司價值顯著低於其他產業。[32]

四、敏感性分析

1. 極端值與非線性問題之檢測

本研究為檢視分析結果可能受極端值之影響，以及應變數與自變數之間可能存在非線性關係，乃參考金成隆等 (2002) 之作法，將應變數與自變數皆使用十與二十分位數重新執行迴歸分析。分析結果顯示與原始迴歸測試假說之結果差異不大，顯示原始結果尚稱穩健 (robustness)。

2. 自變數衡量方式之檢測

本研究參考 Eng & Mak (2003) 之分析方式，就模式 (1) 之公司規模、負債比率、獲利能力與公司風險等變數，另以其他代理變數取代，藉以瞭解迴歸模式各係數之顯著性有無重大改變。以公司規模之其他代理變數 (市場價值及銷貨淨額) 取代總資產後，各假說之顯著性結果並無太大之改變；而以負債對股東權益比率替代模式 (1) 之負債對總資產比率，結果亦無明顯之差別；此外，以獲利能力之另一常用之代理變數 (股東權益報酬率) 取代資產報酬率後，結果亦類似。最後，公司風險改以

[32] 為比較公司帳面價值、異常盈餘及本研究之獨立董監事與資訊透明度對公司價值之增額解釋能力，本研究另外刪除獨立董監事及資訊透明度相關變數後，重新執行迴歸結果其 Adj-R^2=0.603，顯示本研究變數之增額解釋能力為 0.203；另外，使用 Ramsey's Regression Specification Error Test (RESET) 進行模型設定測試結果，F=35.587 ($p<0.000$)，log likelihood ratio=35.778 ($p<0.000$)，皆顯示加入本研究之公司治理變數後，Ohlson 評價模式更為完整。

總資產報酬率 (ROA) 標準差 (以各公司當年度各季 ROA 標準差衡量) 衡量之，實證結果假說之顯著性並無任何改變。綜上，本研究結果尚稱穩健。

3. 加入獨立董監事虛擬變數及刪除無設立獨立董監事之公司

由於樣本中有半數以上之公司並無設立獨立董事及獨立監察人，為檢視這些樣本是否影響實證結果，本研究另執行兩種敏感性分析。其一為分別設立一個有無獨立董事 (IND_{it}) 及獨立監察人 (INS_{it}) 之虛擬變數，並置入各虛擬變數與獨立董事比率及獨立監察人人數之交乘項，實證模式如 (3) 式所示。其二為將獨立董事比率及獨立監察人人數為 0 之樣本刪除。實證結果如表 15 所示[33]，獨立董事比率與公司資訊透明度仍呈顯著正相關，而獨立監察人人數則仍與公司資訊透明度無關，與原始模式結果一致；另外，獨立董事與獨立監察人之交乘項在包含虛擬變數及刪除無設立獨立董監事之樣本迴歸中仍未達顯著水準，此結果仍支持獨立董事與獨立監察人對提昇公司資訊透明度並不具有互補效果。其他控制變數除在刪除無設立獨立董監事之迴歸中獲利能力變為不顯著，董事會規模及機構投資人持股比率變為正向顯著外，皆差異不大。此結果顯示本研究實證結果尚稱穩健。

$$TSCORE_{it}=\omega_0+\omega_1 IND_{it}+\omega_2 IND_{it}*INDBR_{it}+\omega_3 INS_{it}+\omega_4 INS_{it}*INSVR_{it}$$
$$+\omega_5 INDBR_{it}*INSVR_{it}+\omega_6 LASSET_{it}+\omega_7 DAR_{it}+\omega_8 ROA_{it}$$
$$+\omega_9 ADR_i+\omega_{10} GDRECB_{it\,t}+\omega_{11} DUALITY_{it}+\omega_{12} DBSIZE_{it}$$
$$+\omega_{13} AFSIZE_{it}+\omega_{14} FAMILY_{it}+\omega_{15} BLOCKRATE_{it}+\omega_{16} INSTRATE_{it}$$
$$+\omega_{17} DSRATE_{it}+\omega_{18} CEORATE_{it}+\omega_{19} R\&D_{it}+\omega_{20} LIST_{it}$$
$$+\omega_{21} RISK_{it}+\omega_{22} GROWTH_{it}+\omega_{23} LOSE_{it}+e_{it} \quad (3)$$

[33] 表 15 之實證結果中，加入虛擬變數之迴歸模型係使用固定效果模型 (F 檢定及 Hausman 檢定皆達顯著水準)，而刪除無獨立董監事之迴歸模型則使用隨機效果模型 (F 檢定達顯著水準，但 Hausman 檢定未達顯著水準)。

表 15 獨立董事、獨立監察人對公司資訊透明度影響之敏感性分析

		原始模式(1)		加入虛擬變數(3)		刪除無獨立董監事(n=439)	
變數	預期符號	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
$\boldsymbol{INDBR_{it}}$	+	25.04	0.000***			27.87	0.000***
$\boldsymbol{INSVR_{it}}$	+	1.24	0.143			3.53	0.118
IND_{it}	+			2.12	0.189		
$\boldsymbol{IND_{it}*INDBR_{it}}$	+			36.15	0.000***		
INS_{it}	+			3.52	0.123		
$\boldsymbol{INS_{it}*INSVR_{it}}$	+			3.99	0.101		
$\boldsymbol{INDBR_{it}*INSVR_{it}}$	+	4.05	0.274	- 0.53	0.897	- 0.20	0.970
$LASSET_{it}$	+	0.46	0.634	0.54	0.573	- 1.03	0.001***
DAR_{it}	+	3.32	0.138	3.28	0.142	3.54	0.316
ROA_{it}	+	6.28	0.098*	6.58	0.083*	- 7.51	0.375
ADR_{it}	+	10.74	0.002***	9.95	0.004***	22.43	0.000***
$GDRECB_{it}$		2.92	0.010**	3.14	0.005***	2.35	0.090*
$DUALITY_{it}$	-	- 1.05	0.253	- 1.11	0.229	- 0.97	0.399
$DBSIZE_{it}$	?	0.09	0.460	0.11	0.379	0.49	0.016**
$AFSIZE_{it}$	+	0.68	0.434	0.58	0.506	0.19	0.890
$FAMILY_{itt}$	-	0.68	0.537	0.69	0.534	0.13	0.942
$BLOCKRATE_{it}$	-	- 0.02	0.651	- 0.01	0.727	- 0.02	0.685
$INSTRATE_{it}$	+	0.01	0.605	0.01	0.601	0.07	0.008***
$DSRATE_{it}$	+	0.01	0.855	0.01	0.813	0.03	0.442
$CEORATE_{it}$	+	0.06	0.749	0.04	0.816	0.41	0.152
$R\&D_{it}$	+	6.99	0.522	6.11	0.574	16.90	0.221
$LIST_{it}$	-	0.02	0.713	0.02	0.706	- 0.13	0.127
$RISK_{it}$	+	1.89E-06	0.019**	1.85E-06	0.021**	2.16E-06	0.050**
$GROWTH_{it}$	+	0.23	0.604	0.19	0.675	0.47	0.430
$LOSE_{it}$	-	0.48	0.627	0.49	0.620	0.56	0.748
		F=3.563 (0.000***)		F=1.643 (0.000***)		F=1.569 (0.000***)	
		χ^2=235.639 (0.006***)		χ^2=50.226 (0.006***)		χ^2=20.208(p=0.508)	
		Adj-R^2=0.381		Adj-R^2=0.383		Adj-R^2=0.222	
		F=2.541(0.000***)		F=2.546(0.000***)		F=9.634(0.000***)	

註：各變數定義請參考表3及表6。本研究使用White (1980) 測試異質性，如有違反同質性者，t值顯著性業已調整。各變數之VIF值皆遠在10以下，顯示共線性問題並不嚴重。*表示p值小於0.1；**表示p值小於0.05；***表示p值小於0.01。

4. 內生性問題

以代理理論而言，當公司聘任獨立董事及獨立監察人，其主要任務係監督公司資訊揭露，因此有獨立董監事之公司，其資訊透明度應會較高。然而，就訊號發射理論而言，當公司本質較佳及資訊透明度較高，

為向投資人傳遞其體質良好之訊息，可能較願意設立獨立董監事。另外，楊朝旭 (2004) 研究發現，公司為向市場傳遞公司真實價值之資訊，會自願設立獨立董事。因此，獨立董監事與資訊透明度及公司價值之間可能存在內生性 (endogeneity) 問題。為考量變數內生性問題，本研究另設立模式 (4) 及 (5)，另外，為配合模式 (2) 為調整產業平均值後之公司資訊透明度，亦將模式 (1) 改為模式 (6)，並採聯立方程式 (simultaneous-equation model) 聯立模式 (2)、(4)、(5) 與 (6)，以嘗試消除內生性問題；實證利用兩階段最小平方法 (two-stage least squares method) 進行分析。實證結果如表 16 所示。

$$INDBR_{it}=\theta_0+\theta_1 INSVR_{it}+\theta_2 MV_{it}+\theta_3 TSCOREind_{it}+\theta_4 LASSET_{it}+\theta_5 DAR_{it}+\theta_6 ROA_{it}+\theta_7 ADR_{it}+\theta_8 GDRECB_{it}+\theta_9 DUALITY_{it}+\theta_{10} DBSIZE_{it}+\theta_{11} FAMILY_{it}+\theta_{12} BLOCKRATE_{it}+\theta_{13} INSTRATE_{it}+\theta_{14} DSRATE_{it}+\theta_{15} CEORATE_{it}+\theta_{16} R\&D_{it}+\theta_{17} LIST_{it}+\theta_{18} RISK_{it}+\theta_{19} GROWTH_{it}+\theta_{20} LOSE_{it}+\sum_{j=1}^{17}\lambda_j D_j+\zeta_{it} \quad (4)$$

$$INSVR_{it}=\alpha_0+\alpha_1 INDBR_{it}+\alpha_2 MV_{it}+\alpha_3 TSCOREind_{it}+\alpha_4 LASSET_{it}+\alpha_5 DAR_{it}+\alpha_6 ROA_{it}+\alpha_7 ADR_{it}+\alpha_8 GDRECB_{it}+\alpha_9 DUALITY_{it}+\alpha_{10} DBSIZE_{it}+\alpha_{11} FAMILY_{it}+\alpha_{12} BLOCKRATE_{it}+\alpha_{13} INSTRATE_{it}+\alpha_{14} DSRATE_{it}+\alpha_{15} CEORATE_{it}+\alpha_{16} R\&D_{it}+\alpha_{17} LIST_{it}+\alpha_{18} RISK_{it}+\alpha_{19} GROWTH_{it}+\alpha_{20} LOSE_{it}+\sum_{j=1}^{17}\psi_j D_j+\xi_{it} \quad (5)$$

$$TSCOREind_{it}=\beta_0+\beta_1 INDBR_{it}+\beta_2 INSVR_{it}+\beta_3 INDBR_{it}*INSVR_{it}+\beta_4 LASSET_{it}+\beta_5 DAR_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_7 ADR_{it}+\beta_8 GDRECB_{it}+\beta_9 DUALITY_{it}+\beta_{10} DBSIZE_{it}+\beta_{11} AFSIZE_{it}+\beta_{12} FAMILY_{it}+\beta_{13} BLOCKRATE_{it}+\beta_{14} INSTRATE_{it}+\beta_{15} DSRATE_{it}+\beta_{16} CEORATE_{it}+\beta_{17} R\&D_{it}+\beta_{18} LIST_{it}+\beta_{19} RISK_{it}+\beta_{20} GROWTH_{it}+\beta_{21} LOSE_{it}+e_{it} \quad (6)$$

由表 16 之實證結果顯示，在消除變數內生性問題後，模式 (6) 之獨立董事比率 ($INDBR_{it}$) 對公司資訊透明度 ($TSCOREind_{it}$) 仍呈相當顯著正向影響 ($p<0.01$)，依然支持假說一，顯示台灣上市公司所聘任之獨立

董事能有效監督公司之資訊揭露，使公司資訊透明度因而提昇。而獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$) 與公司資訊透明度則為無顯著相關，假說二並無獲得支持，顯示獨立監察人個別對公司資訊透明度無顯著貢獻，其原因如文前所述。另外，獨立董事與獨立監察人之交乘項 ($INDBR_{it}$*$INSVR_{it}$) 與公司資訊透明度無顯著關聯性，顯示當公司聘任較多獨立監察人時，對獨立董事在提昇公司資訊透明度之效果上並無幫助。因此，消除內生性後之獨立董監事與資訊透明度之關聯性結果與原始結果一致，顯示原始結果尚稱穩健。

另外，表 16 中顯示模式 (2) 之獨立董事比率 ($INDBR_{it}$) 對公司價值 (MV_{it})呈相當顯著正向影響 ($p<0.01$)，此結果亦支持原假說四，顯示台灣投資人解讀上市公司之獨立董事能發揮監督效果，監督管理當局之績效，進而提高公司價值；其次，公司資訊透明度 ($TSCOREind_{it}$) 與公司價值亦呈顯著正相關 ($p<0.05$)，顯示資訊透明度愈高之公司，亦受到投資人之青睞，進而提高公司價值。另一自變數獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$) 在聯立後之結果仍與公司價值無相關，其原因如文前所述，獨立監察人之獨立性問題，以及其單獨行使權力，而非團隊分工合作之監督方式，都可能使得投資人對其監督力量存有疑慮，亦即投資人對獨立監察人之監督效果未給予肯定，因而未能反映在提升公司價值上。而投資人解讀獨立董事與獨立監察人兩者之互補效果 ($INDBR_{it}$*$INSVR_{it}$) 仍不存在。因此，消除內生性後之獨立董監事及公司資訊透明度與公司價值之關聯性結果與原始結果仍一致，顯示本研究結果尚稱穩健。

由表 16 中之模式 (4) 之實證結果可知，公司資訊透明度 ($TSCOREind_{it}$) 對獨立董事比率 ($INDBR_{it}$) 之影響未達顯著水準，顯示公司並未為傳遞公司資訊透明度較高而自願設立獨立董事。再由表 16 之模式 (4) 與模式 (6) 之結果可知，獨立董事與公司資訊透明度間之關係僅存在監督效果，並無訊號傳遞效果，可能的原因為公司之年報係屬公開訊息，所有投資大眾皆可直接由公開資訊觀測站或其他管道取得公司年報，因此公司並不需要為傳遞年報資訊透明度較高之訊息給投資人而設立獨立董事。另外，公司價值 (MV_{it}) 對獨立董事比率為顯著正向影響 ($p<0.01$)，顯示獨立董事之訊號傳遞效果是存在的，亦即公司為傳遞其真實價值給投資人，會自願設立獨立董事，與楊朝旭 (2004) 之研究結果一致。由模式 (2) 及模式 (4) 兩者之結果可知，台灣上市公司設立獨立董事與公司價值間之關係係同時存在著監督效果與訊號傳遞效果。

另由表 16 模式 (5) 之實證結果可知，公司資訊透明度 ($TSCOREind_{it}$) 對獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$) 之影響未達顯著水準，顯示公司並未為傳

遞公司資訊透明度較高而自願設立獨立監察人。另外，公司價值 (MV_{it}) 對獨立監察人人數 ($INSVR_{it}$)為顯著正向影響 (p<0.1)，顯示聘任獨立監察人有訊號傳遞效果存在，亦即公司為傳遞其真實價值給投資人，避免公司價值被低估，會自願設立獨立監察人。綜合模式 (2)、(5) 與 (6) 之結果可知，台灣資本市場公司設立獨立監察人之目的僅為傳遞公司真實價值之訊號給投資人知曉。

表 16 聯立方程式之迴歸結果

	模式 (6)		模式 (2)		模式 (4)		模式 (5)	
變數	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
TSCOREind$_{it}$			***20.44***	***0.042****	***0.11***	***0.246***	***0.30***	***0.253***
INDBR$_{it}$	***1.39***	***0.000*****	***54.59***	***0.000*****			***2.44***	***0.000*****
INSVR$_{it}$	***0.16***	***0.101***	***-13.45***	***0.135***	***0.09***	***0.000*****		
MV$_{it}$					***0.0003***	***0.000*****	***0.0001***	***0.076****
$INDBR_{it}$* $INSVR_{it}$	0.47	0.176	42.16	0.203				
BV_{it}			1.52	0.000***				
ANI_{it}			3.69	0.000***				
$LASSET_{it}$	-0.02	0.000***	0.05	0.934	-0.01	0.003***	0.10	0.000***
DAR_{it}	0.05	0.056*	-12.70	0.018**	0.05	0.012**	-0.18	0.062*
ROA_{it}	-0.03	0.680			0.03	0.463	0.22	0.260
ADR_{it}	0.10	0.014**			-0.05	0.066*	-0.35	0.014**
$GDREDCB_{it}$	0.03	0.019**			-0.01	0.509	-0.02	0.705
$DUALITY_{it}$	-0.03	0.003***			0.01	0.125	0.01	0.817
$DBSIZE_{it}$	0.001	0.456			0.0003	0.725	0.01	0.109
$AFSIZE_{it}$	-0.01	0.282						
$FAMILY_{it}$	0.03	0.020**			-0.01	0.202	-0.03	0.548
$BLOCKRATE_{it}$	2.04E-05	0.961			0.0003	0.220	0.002	0.161
$INSTRATE_{it}$	0.001	0.001***			5.38E-05	0.709	-0.002	0.026**
$DSRATE_{it}$	-0.0001	0.744			0.001	0.014**	0.0004	0.716
$CEORATE_{it}$	-0.0002	0.939			0.002	0.311	0.003	0.651
$R\&D_{it}$	-0.36	0.009***			-0.12	0.166	0.93	0.039**
$LIST_{it}$	0.01	0.000***			-0.002	0.000***	-0.01	0.000***
$RISK_{it}$	2.53E-08	0.003***			-9.32E-09	0.087*	-5.59E-08	0.046**
$GROWTH_{it}$	-0.001	0.884			-0.001	0.881	0.03	0.142
$LOSE_{it}$	0.04	0.007***			-0.01	0.166	-0.03	0.554
	Adj-R^2=0.401 F=56.074(0.000*) D-W=0.923**		**Adj-R^2=0.816 F=275.881(0.000***) D-W=1.507**		**Adj-R^2=0.481 F=39.721(0.000***) D-W=1.589**		**Adj-R^2=0.430 F=32.561(0.000***) D-W=1.708**	

註：各變數定義請參考表3及表6。本研究使用White (1980) 測試異質性，如有違反同質性者，t值顯著性業已調整。各變數之VIF值皆遠在10以下，且最大者亦不超過5，顯示共線性問題並不嚴重。*表示p值小於0.1；**表示p值小於0.05；***表示p值小於0.01。由於篇幅限制，本表省略產業虛擬變數。

陸、結論與建議

當公司治理的議題被各界炒得沸沸揚揚之際，獨立董事的引進、監察人制度的存廢、公司資訊透明度的加強等，都是主管機關急欲改革的重點，而本研究所探討之兩大議題：一、獨立董事、獨立監察人與公司資訊透明度之關聯；二、獨立董監事、公司資訊透明度對公司價值之影響，對於我國未來公司治理改革之方向，皆深具政策性意涵。以下依本研究之目的，將研究結果彙總如次：

1. 在獨立董事、獨立監察人與公司資訊透明度之關聯性方面，本研究結果發現，獨立董事比率對公司資訊透明度有顯著正向影響。顯示在引進獨立董事後，將可提升董事會決策的品質，並發揮監督管理者之功能，進而提升資訊透明度。另外，獨立董事與獨立監察人之互補效果，對公司資訊透明度之影響則較不確定。
2. 本研究利用會計基礎評價模式探討獨立董監事、公司資訊透明度得分是否為評估公司價值之其他攸關資訊。研究結果發現，獨立董事比率及公司資訊透明度皆為公司評價之攸關資訊。此項結果意謂著公司聘任獨立董事，因其本身之聲譽及專業知識、經驗等受到投資人肯定後，能增加公司價值。此外，當公司資訊透明度愈高、設置獨立董事之人數愈多，而透露出公司治理較佳之訊息時，代表投資人對公司經營者之信心愈高，愈願意多支付溢價來購買公司治理較佳公司的股票。然而，公司聘任獨立監察人之舉動，可能因其獨立行使職權之能力有限，而較不受投資人肯定，致使其對公司價值之影響並不顯著。
3. 本文在敏感性分析中發現，我國上市公司聘任獨立董事，對公司資訊透明度僅存在監督效果，並無訊號傳遞效果；另外，獨立董事之聘任對公司價值則同時存有監督與訊號傳遞效果，亦即公司聘任獨立董事除了為監督管理者績效，進而提高公司價值外，亦有欲傳遞其真實價值給投資人知曉之目的存在。而聘任獨立監察人則僅存在訊號傳遞效果。

本文結果對學術界與實務界具有幾點意涵及建議。對學術界而言，第一，以往國內外有關公司治理成效之文獻，多半集中於公司治理與資訊揭露之關聯性，抑或公司治理或資訊揭露之價值攸關性，本研究為極少數探討公司治理、資訊透明度與公司價值關聯性之研究，因此可彌補文獻之不足。第二，本研究採用國內正式法規之規定定義獨立董監事，其定義明確並能在年報中具體查出

並判定是否符合獨立性條件，與過去文獻如陳振遠等 (2005) 之定義[34]相較下更有法定效力。因此，研究結果應更具有法令或政策性意涵。第三，本研究資訊透明度評分之依據，係以 Botosan (1997) 根據 AICPA (1994) 財務報告研究、SRI International (1987) 投資人資訊需求調查報告及 CICA (Canadian Institute of Chartered Accountants) 年報研究所建立之索引表為標準，其評分項目明確並包含量化資訊，更容易為閱表者所瞭解，因此可為國內主管機關修正資訊揭露評鑑系統之參考。

對實務界而言，第一，藉由本研究可提供主管機關對於目前獨立董事與獨立監察人實施成效之參考，有利於主管機關日後對於公司內部監理政策之制定，而且公司管理者亦可藉此針對其公司內部治理較為需要之一環予以補強。第二，本文實證結果顯示提高公司資訊透明度有助於公司價值之提升，但國內上市公司之資訊揭露平均分數僅 56.688 分，遠低於揭露總分 159 分。此結果表示台灣多數的上市公司在公司資訊之揭露上仍有待加強。再細部探討各揭露項目後[35]，發現大部分的公司在「管理階層的討論與分析」之項目揭露程度最低，其次為「關鍵非財務性統計資訊」，再次為資訊揭露評鑑系統之「董事與監察人酬勞之細目與形式、履行社會責任的描述、壞帳提列方式的評估依據及基礎」三項，這些項目的揭露程度都未達該項目總分的四成。因此，對於上市公司而言，最應該加強這些項目之揭露。

未來研究可以本文資訊透明度評分方式及獨立董監事之定義為基礎，進行這些變數與其他公司變數或其他新議題之相關性研究。另外，若資訊透明度各類別分法更受肯定，亦可將各類別分開計算，觀察投資人看重哪類之資訊揭露，或更進一步與其他新議題結合探討。最後，獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值等三項變數可能存在中介作用，亦即獨立董監事可能透過公司資訊透明度進而影響公司價值，此部分可於未來研究進一步進行深入探究。

[34] 陳振遠等 (2005) 之定義係採用美國外部董事之定義：董事長、副董事長、公司管理階層、關係企業代表及與上述人員具有親屬關係之外的董事成員。

[35] 依各項目實際評分結果及註 19 顯示，所有樣本公司在「背景資訊」之平均得分為 11.835 分，佔此項目總分 26 分的 45.5%；「歷史資訊的彙總」平均得分為 5.645 分，佔此項目總分 9 分的 62.7%；「關鍵之非財務性統計資訊」平均得分為 13.44 分，佔此項目總分 40 分的 33.6%；「預測資訊」平均得分為 13.348 分，佔此項目總分 26 分的 51.3%；「管理階層的討論與分析」平均得分為 10.108 分，佔此項目總分 52 分的 19.4%；「參考資訊揭露評鑑系統所發展之評分項目」平均得分為 2.311 分，佔此項目總分 6 分的 38.5%。

參考文獻

王文宇，2003，公司法論，台北：元照出版有限公司。

何幸芳，2003，獨立董監事對公司價值與盈餘資訊內涵影響之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。

金成隆、林修葳、林美鳳，2002，「新上市公司股價異常漲跌與財務預測關係之研究」，會計評論，34期：31~56。

柯承恩，2002，「藉公司治理提昇高階管理競爭力」，會計研究月刊，201期：12~13。

郭生玉，1991，心理與教育研究法，十版，台北：精華出版社。

陳振遠、張智堯、王蘭芬、李文智，2005，「應用Ohlson會計評價模型探究公司治理之價值攸關性—以台灣上市公司電子業為例」，臺大管理論叢，15卷2期：123~142。

陳業寧、邱顯比、洪雲萍，2004，「獨立董事與公司治理：政府應該要求所有上市上櫃公司聘任獨立董事嗎？」，證券市場發展季刊，16卷4期：1~36。

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：55~109。

陳纘華，2004，股份有限公司內部監控制度之研究—以監察人制度為中心，東吳大學法律學系研究所碩士論文。

楊朝旭，2004，「自願聘任獨立董事之動力：訊息傳遞觀點」，2004年會計理論與實務研討會。

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：70~77。

葉銀華、李存修，2003，「台灣之獨立董監制度的改革—政策性建議」，會計研究月刊，213期：66~68。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠，2004，「公司治理機制對關係人交易的影響」，證券發展季刊，15卷4期：69~106。

劉連煜，2003，「健全獨立董監事與公司治理之法制研究—公司治理、外部監控與政府規制之交錯」，月旦法學雜誌，94期：131~154。

譚耀南，2009，「漫談公司法治下之監察人制度」，http://www.cga.org.tw/docs/publication/forums/05022003c.doc/, accessed on February 17, 2009.

Agrawal, A. and Knoeber, C. R., 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," **Journal of Financial Quantitative Analysis**, Vol. 31, No. 3, 377-397.

AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), 1994, **Improving Business Reporting-A Customer Focus: A Comprehensive Report of the Spcial Committee of Financial Reporting**, New York: AICPA.

Amihud, Y. and Mendelson, H., 1986, "Asset Pricing and the Bid-ask Spread," **Journal of Financial Economics**, Vol. 17, No. 2, 223-249.

Barnhart, S. W., Marr, M. W., and Rosenstein, S., 1994, "Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence," **Managerial & Decision Economics**, Vol. 15, No. 4, 329-340.

Barry, C. B. and Brown, S. J., 1984, "Differential Information and the Small Firm Effect," **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, 283-295.

Barry, C. B. and Brown, S. J., 1985, "Differential Information and Security Market Equilibrium," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 20, No. 4, 407-422.

Barry, C. B. and Brown, S. J., 1986, "Limited Information as a Source of Risk," **The Journal of Portfolio Management**, Vol. 12, No. 2, 66-72.

Barth, M. E. and Kasznik, R., 1999, "Share Repurchase and Intangible Assets," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 28, No. 2, 211-241.

Beaver, W., 1998, **Financial Reporting: An Accounting Revolution**, 3rd, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Bens, D. A. and Monahan, S. J., 2004, "Disclosure Quality and the Excess Value of Diversification," **Journal of Accounting Research**, Vol. 42, No. 4, 691-730.

Bhagat, S. and Black, B., 2001, "The Non-correlation between Board Independence and Long- term Firm Performance," **Journal of Corporation Law**, Vol. 27, No. 2, 231-274.

Bosworth, D. L. and Rogers, M., 2001, "Market Value, R&D and Intellectual Property: An Empirical Analysis of Large Australia Firms," **The Economic Record**, Vol. 77, No. 239, 323-337.

Botosan, C. A., 1997, "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," **The Accounting Review**, Vol. 72, No. 3, 323-349.

Brickley, J. A. and James, C. M., 1987, "The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking," **Journal of Law and Economics**, Vol. 30, No. 1, 161-180.

Callen, J. L., Morel, M., and Fader, C., 2005, "Productivity Measurement and the Relationship between Plant Performance and JIT Intensity," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 22, No. 2, 271-309

Campbell II, T. L. and Keys, P. Y., 2002, "Corporate Governance in South Korea: The Chaebol Experience," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 8, No. 4, 373-391.

Chaganti, R. S., Mahajan, V., and Sharma, S., 1985, "Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Tndustry," **Journal of Management Studies**, Vol. 22, No. 4, 400-417.

Chen, C. J. P. and Jaggi, B., 2000, "Association between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong," **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 19, No. 4, 285-310.

Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., and Wong, A. W. S., 2005, "Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong," **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 13, No. 4, 431-449.

Choi, F. D. S., 1973, "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market," **Journal of Accounting Research**, Vol. 11, No. 2, 159-175.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and Lang, L. H. P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1-2, 81-112.

Clarkson, P., Guedes, J., and Thompson, R., 1996, "On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 31, No. 1, 69-84.

Coles, J., Loewenstein, U., and Suay, J., 1995, "On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 30, No. 3, 347-364.

Collins, D. W. and Kothari, S. P., 1989, "An Analysis of the Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 11, No. 2-3, 143-181.

Cooke, T. E., 1993, "Disclosure in Japanese Corporate Annual Reports," **Journal of Business, Financial & Accounting**, Vol. 20, No. 4, 521-535.

Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larker, D. F., 1999, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," **Journal of Financial Economics**, Vol. 51, No. 3, 371-406.

Daily, C. M., Dalton, D. R., and Cannella, Jr. A. A., 2003, "Corporate Governance: Decades of Dialogues and Data," **Academy of Management Review**, Vol. 28, No. 3, 371-398.

De Andres, P., Azofra, V., and Lopez, F., 2005, "Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 13, No. 2, 197-210.

DeAngelo, L. E., 1981, "Auditor Size and Audit Quality," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 3, No. 3, 183-199.

Diamond, D. and Verrecchia, R., 1991, "Disclosure, Liquidity and the Cost of Equity Capital," **The Journal of Finance**, Vol. 46, No. 4, 1325-1360.

Durnev, A. and Kim, E. H., 2005, "To Steal or not to Steal-Firm Attributes Legal Environment and Valuations," **Journal of Finance**, Vol. 60, No. 3, 1461-1493.

Eng, L. L. and Mak, Y. T., 2003, "Corporate Governance and Voluntary Disclosure," **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 22, No. 4, 325-345.

Fama, E. F. and Jensen, M., 1983, "Separation of Ownership and Control," **Journal of Law and Economics**, Vol. 26, No. 2, 301-326.

Feltham, G. A. and Ohlson, J. A., 1995, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operation and Financial Activities," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, No. 2, 689-731.

Forker, J. J., 1992, "Corporate Governance and Disclosure Quality," **Accounting and Business Research**, Vol. 22, No. 86, 111-124.

Foster, G., 1986, **Financial Statement Analysis**, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Gaver, J. J. and 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**, Vol. 16, No. 1-3, 125-160.

Gibbins, M., Richardson, A., and Waterhouse, J., 1990, "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes," **Journal of Accounting Research**, Vol. 28, No. 1, 121-143.

Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A., 2003, "Corporate Governance and Equity Prices," **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, No. 1, 107-155.

Greene, W. H., 2000, **Econometric Analysis**, 4th, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Hall, B., 1993, "The Stock Market Valuation of R&D Investment during the 1980s," **American Economic Review**, Vol. 83, No. 2, 259-264.

Handa, P. and Linn, S., 1993, "Arbitrage Pricing with Estimation Risk," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 28, No. 1, 81-100.

Haniffa, R. M. and Cooke, T. E., 2002, "Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations," **ABACUS**, Vol. 38, No. 3, 317-349.

Hart, O. D., 1995, "Corporate Governance: Some Theory and Implication," **The Economic Journal**, Vol. 105, No. 430, 678-689.

Healy, P. M. and Palepu, K. G., 2001, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, No. 1-3, 405-440.

Healy, P. M., Hutton, A. P., and Palepu, K. G., 1999, "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 16, No. 3, 485-520.

Ho, S. S. M. and 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**, Vol. 10, No. 2, 139-156.

Hossain, M., Perera, M. H. B., and Rahman, A. R., 1995, "Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies," **Journal of International Financial Management and Accounting**, Vol. 6, No. 1, 69-85.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Financial Economics**, Vol.

3, No. 4, 305-360.

Klapper, L. F. and Love, I., 2004, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, No. 5, 703-728.

Klein, A., 1998, "Firm Performance and Board Committee Structure," **Journal of Law and Economics**, Vol. 41, No. 1, 275-299.

Knutson, P. H. and Napolitano, G. U., 1998, "Criteria Employed by the AIMR Financial Accounting Policy Committee in Evaluating Financial Accounting Standards," **Accounting Horizons**, Vol. 12, No. 2, 170-176.

Knutson, P. H., 1992, **Financial Reporting in the 1990's and Beyond**, New York: Association for Investment Management and Research.

Lang, M. H. and Lundholm, R. J., 1993, "Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of corporate disclosures," **Journal of Accounting Research**, Vol. 31, No. 2, 246-271.

Lang, M. H. and Lundholm, R. J., 1996, "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, 467-492.

Leblanc, R. and Gillies, J., 2003, "The Coming Revolution in Corporate Governance," **Ivey Business Journal**, Vol. 68, No. 1, 1-11.

Leftwich, R., Watts, R., and Zimmerman, J., 1981, "Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reports," **Journal of Accounting Research**, Vol. 19, No. 1, 50-77.

Mace, M., 1971, **Directors: Myth and Reality**, Boston: Harvard University Press.

Malone, D., Fries, C., and Jones, T., 1993, "An Empirical Investigation of the Extent of Corporate Financial Disclosure in the Oil and Gas Industry," **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, Vol. 8, No. 3, 249-273.

Mangel, R. and Singh, H., 1993, "Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations," **Accounting and Business Research**, Vol. 23, No. 91A, 339-350.

McAllister, J. P., 2003, "Transparent Reporting?" **Strategic Finance**, Vol. 84, No. 9, 46-48.

McKinsey & Company, 2002, **Global Investor Opinion Survey: Key Findings**, New York: McKinsey & Company.

Meek, G. K., Roberts, C. B., and Gray, S. J., 1995, "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K., and Continental European Multinational Corporations," **Journal of International Business Studies**, Vol. 26, No. 3, 555-572.

Mehran, H., 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," **Journal of Financial Economics**, Vol. 38, No. 2, 163-184.

OECD, 1999, **OECD Principles of Corporate Governance**, Paris: Organization for

Economic Co-operation and Development.

Ohlson, J. A., 1995, "Earnings Book Value, and Dividends in Equity Valuation," **Contemporary Accounting Research**, Vol. 11, No. 2, 661-687.

Raffournier, B., 1995, "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies," **European Accounting Review**, Vol. 4, No. 2, 261-280.

Robb, S. W. G., Single, L. E., and Zarzeski, M. T., 2001, "Nonfinancial Disclosures across Anglo-American Countries," **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, Vol. 10, No. 1, 71-83.

Rosenstein, S. and Wyatt, D. S., 1990, "Out Side Directors, Board Independence and Shareholder Wealth," **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, No. 2, 175-192.

Ruland, W., Tung, S., and George, N. E., 1990, "Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts," **The Accounting Review**, Vol. 65, No. 3, 710-721.

Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D., and Solomon, A., 2003, "Corporate Government in Taiwan: Empirical Evidence from Taiwanese Company Directors," **Corporate Governance**, Vol. 11, No. 3, 235-248.

Sougiannis, T., 1994, "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D," **The Accounting Review**, Vol. 69, No. 1, 44-68.

Spencer, A. C., 1983, **On the Age of the Organization: The Role of the Outside Director**, New York: John Wiley.

SRI International, 1987, **Investor Information Needs and the Annual Report**, Morristown, NJ: FERF.

Weisbach, M. S., 1988, "Outside Directors and CEO Turnover," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 266-291.

White, H., 1980, "A Heteroscedasticity Consistent Covariance Matrix Estimators and a Direct Test for Heteroscedasticity," **Econometrica**, Vol. 48, No. 4, 817-838.

附錄

資訊透明度評分表

公司名稱：		
公司代碼：		
年度：		
1.背景資訊(Background information)	文字敘述	量化資訊
(1)提供公司目標之描述		
(2)提供公司策略之總體說明		
(3)討論次年度實現公司目標所採取之行動		
(4)討論未來幾年預計採取之行動		
(5)提供實現公司目標之時間架構		
(6)討論進入障礙		
(7)討論進入障礙對目前公司獲利之影響		
(8)討論進入障礙對未來公司獲利之影響		
(9)討論競爭環境		
(10)討論競爭對目前公司獲利之影響		
(11)討論競爭對未來公司獲利之影響		
(12)提供企業整體一般性之說明		
(13)辨識公司主要產品或服務		
(14)描述產品特徵		
(15)辨識主要市場或銷售地區		
(16)說明市場特性		
2.歷史性資訊的彙總(Summary of historical results)	提供五個年度	提供超過五個年度
(1)提供ROA或足以計算ROA的資訊		
(2)提供邊際利潤或足以計算邊際利潤的資訊		
(3)提供資產週轉率或足以計算資產週轉率的資訊		
(4)提供ROE或足以計算ROE的資訊		
	提供四季	超過四季
(5)提供至少最近四季之銷貨或營收及淨利的彙總資料		
3.關鍵性之非財務統計資訊(Key non-financial statistics)	提供資訊	
(1)員工人數		
(2)每位員工平均薪酬		
(3)本年度訂購之存貨數量		
(4)次年度訂購存貨裝運百分比		
(5)最近五年內公司所設計產品之銷售百分比		

(6)市場佔有率		
(7)次年度新收到之訂單		
(8)主要產品之銷售量或銷售值		
(9)每單位售價		
(10)銷貨或營收之成長率		
(11)不良率		
(12)生產前置時間		
(13)次年度員工之平均年齡		
(14)主要區域之銷貨或營收的成長率		
(15)損益兩平點		
(16)材料消耗量		
(17)所消耗材料之價格		
(18)投入對產出之比率		
(19)員工之平均年齡		
(20)主要產品之銷售成長率		
4.預計資訊(Projected information)	提供方向性預測	提供量化資訊
(1)提供預計盈餘與實際盈餘之比較		
(2)提供預計營收與實際營收之比較		
(3)討論公司未來銷售與獲利機會		
(4)討論公司未來銷售與獲利所面臨之風險及其影響		
(5)討論未來市場佔有率之預測		
(6)提供預計之現金流量		
(7)提供預計之資本支出		
(8)提供預計之研究發展支出		
(9)提供未來獲利之預測		
(10)提供未來預計之銷貨或營收		
5.管理階層討論與分析(Management discussion and analysis)	解釋變動原因	提供量化資訊
(1)營業收入或銷貨收入之變動		
(2)營業損益之變動		
(3)銷貨成本或營業成本之變動		
(4)銷貨收入變動一個百分比，銷貨成本之變動量		
(5)毛利之變動		
(6)銷貨收入變動一個百分比，毛利之變動量		
(7)銷管費用或營業費用之變動		
(8)利息費用或利息收入之變動		
(9)純益(損)之變動		
(10)存貨之變動		

(11)應收帳款之變動		
(12)資本支出或研究發展支出之變動		
(13)市場佔有率之變動		
6.本研究發展之評分項目	解釋變動原因	提供量化資訊
(1)公司年報是否揭露董事與監察人酬勞之細目與形式		
(2)公司年報是否揭露履行社會責任的描述(如環保政策與改善計畫)		
(3)公司年報是否揭露壞帳提列方式的評估依據及基礎(需明確指出使用何種評估基楚)楚礎)		

註：詳細計分方式及實例，請參考內文。

資料來源：Botosan (1997) 之揭露索引表與證券暨期貨市場發展基金會之「資訊揭露評鑑系統」，以及本研究整理。

作者簡介

邱垂昌

國立政治大學會計學系博士，現任國立彰化師範大學會計學系教授。主要研究領域為商學（會計）教育、財務會計、公司治理、經營效率、供應鏈管理、智慧資本及人工智慧應用。學術論文曾發表於 Teaching in Higher Education, Innovations in Education and Teaching International, Neurocomputing, International Journal of Production Economics, Managerial Finance, Delta Pi Epsilon Journal, Asian Journal of Management and Humanity Sciences、教育與心理研究、會計評論、公平交易季刊、政治大學學報、當代會計、高雄師大學報、國立臺北師範學院學報、新竹教育大學教育學報、商管科技季刊、會計與公司治理等期刊。

E-mail: ccchiou@cc.ncue.edu.tw

莊清騄

國立彰化師範大學會計學系碩士，現任臺灣金融控股股份有限公司財務處會計組中級辦事員。主要研究領域為財務會計、公司治理。

E-mail: 110425@mail.bot.com.tw