

資訊揭露透明度與公司治理對公司價值與經營績效影響之探討 -台灣上市櫃公司之實證研究

Discussion on the Impact of Information Disclosure Transparency and Corporate Governance on Corporate Value and Operating Performance - Empirical Study of Taiwan-listed Companies

劉定焜 (Ting-Kun Liu)
黃雅卿 (Ya-Ching Huang)
朝陽科技大學財務金融系

摘要

2001年美國爆發的安隆事件，2008年發生的金融海嘯，以及近期台灣上市公司大同集團子公司與母公司之經營問題，這一次次的金融危機與企業問題，不是單一因素所造成的，而是許多問題累加而成的，財務上的疏失、公司內部的治理問題與企業對於外部的資訊揭露不足所造成的誤差，以上種種都會影響到企業的自身價值與投資者的投資判斷，而一連串金融事件的爆發，使得全球投資大眾對資本市場失去信心，因此，國際間企業與投資大眾開始對資訊揭露透明度意識與呼聲日益高漲，直至今日，資訊揭露已成為許多投資機構與投資人在乎的重要指標。

由於過去探討資訊揭露透明度與公司治理對公司價值與經營績效影響之研究，結論並不一致，涵蓋之內容也不夠廣泛。因此，本研究建構 2005 年至 2014 年之季資料 panel data；採用台灣證券暨期貨市場發展基金會，資訊揭露評鑑系統第三屆至第十二屆之資料作為資訊揭露透明度變數，首先建構公司價值之 panel data model 觀察資訊揭露透明度與公司治理變數對公司價值之影響。其次，建構資訊揭露透明度與公司治理對經營績效之 panel data model，藉由上述模型進一步確認，公司價值以及經營績效之關鍵決定因素，最後，期望本研究實證結果能讓投資者對選股決策有明確的參考方向，對於政府制定企業財務方面政策有所依循方針，對公司企業則藉以提升企業本身的價值與績效，達到企業與投資人雙贏局面。

關鍵詞：資訊揭露透明度；公司治理；panel data；市場價值；經營績效

Abstract

The Anlong incident broke out in the United States in 2001. The financial tsunami that occurred in 2008. As well as the recent operation problems of Taiwan-listed company Datong Group's subsidiaries and parent companies. The financial crisis that has occurred again and again is not caused by a single factor, but is accumulated through many problems. The errors caused by financial negligence, internal corporate governance problems, and insufficient disclosure of external information by the company, all of the above Both will affect the company's own value and investors' investment judgment. The outbreak of financial events has caused the global investment public to lose confidence in the capital market. Therefore, the investment public began to raise awareness of information disclosure transparency. Until today, information disclosure has become an important indicator that many investment institutions and investors care about.

In the past, studies on the impact of information disclosure transparency and corporate governance on company value and operating performance have resulted in inconsistent conclusions and insufficient coverage. Therefore, this study constructs panel data quarterly data from 2005 to 2014. Using the Taiwan Securities and Futures Market Development Foundation, the third to twelfth data of the information disclosure evaluation system as information disclosure transparency variables. First construct a panel data model of company value to observe the impact of information disclosure transparency and corporate governance variables on company value. Secondly, construct a panel data model of information disclosure transparency and corporate governance variables on operating performance. With the above model, the key factors that determine the company's value and operating performance are further confirmed. Finally, it is hoped that the empirical results of this research can provide a reference for policy formulation of relevant government units, development of business strategies for industries or enterprises, and investment decisions of the general public. To achieve a win-win situation for enterprises and investors.

Keywords: Information Disclosure Transparency; Corporate Governance; Panel Data; Market Value; Operating Performance.

壹、緒論

一、研究背景與動機

金融與我們的生活密不可分，每天有無數的資金在市場上投資、流動。2001 年美國爆發安隆事件，由於資訊的不對稱與財務報表的過度修飾，造成了一場金融的重大災難；然而在 2008 年，金融危機又再次發生，此次最重要的原因，在於代理問題所造成的道德風險與投資人對資訊的不對稱；2017 年台灣大同集團，因子公司與母公司出現經營危機，陸續宣布將芙蓉大樓、華映、綠能等重大處分，並出售台北市及新北市土地、建物，其過程過於草率，造成大同公司之主因，主要是因資訊揭露不透明與公司治理之問題。不可否認的是，危機不是單一因素造成，而是透過許多的問題累加而成的，財務上的疏失、公司內部的治理問題與企業對於外部的資訊揭露程度所造成的誤差，以上種種都會影響到企業的自身價值與投資者的投資判斷，而一次次的金融事件爆發，使全球的投資大眾對資本市場失去信心，因此投資大眾開始對資訊揭露透明度意識抬頭，直至今日，資訊揭露已成為許多投資機構與投資人在乎的重要指標。

由於過去探討資訊揭露透明度與公司治理對公司價值與經營績效影響之研究，結論並不一致，陳玉儒 (2015) 其研究結果顯示自願性揭露與公司治理的部分皆呈負向顯著，也就是說不主動揭露和對公司有過多監督，反而績效較好；但沈榮芳 (2006) 的研究結果顯示，資訊揭露程度與公司價值之間呈顯著正向關係，但研究涵蓋之內容也不夠廣泛。因此，本研究建構 2005 年至 2014 年之季資料 panel data；採用台灣證券暨期貨市場發展基金會，資訊揭露評鑑系統第三屆至第十二屆之資料作為資訊揭露透明度變數，首先建構公司價值之 panel data model 觀察資訊揭露透明度與公司治理變數對公司價值之影響。其次，建構資訊揭露透明度與公司治理對經營績效之 panel data model，藉由上述模型進一步確認，公司價值以及經營績效之關鍵決定因素，最後，期望本研究實證結果能讓投資者對選股決策有明確的參考方向，對於政府制定企業財務方面政策有所依循方針，對公司企業則藉以提升企業本身的價值與績效，達到企業與投資人雙贏局面。

貳、研究方法

一、研究樣本選取與資料來源

(一) 研究樣本

本研究對象為證券暨期貨市場發展基金會-資訊揭露評鑑系統，第三屆至第十二屆曾入選之國內上市公司，再透過經濟新報資料庫 (TEJ)，進一步找出實證所需資料，最終排除因資料取得之限制、樣本年限不足以及資料殘缺之個股；本研究期間訂為 2005 至 2014 年。*

*因第一屆與第二屆僅公布透明度較佳之前三分之一公司名單，但未有詳細分配說明，故本研究期間訂為 2005 至 2014 年。

(二) 資料來源

本研究資料來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)、台灣證券交易所、公開資訊觀測站、證券暨期貨市場發展基金會—資訊揭露評鑑系統，以及各樣本公司網站。

二、變數定義

本節根據本研究的四大構面：資訊揭露透明度、公司治理、財報與總體面，將每個構面的變數提出解釋與說明計算方式。

(一) 應變數

本研究參考許聯誠 (2018)、許淑盈 (2014)、蔡維哲 (2012)、沈榮芳 (2006)與 Shepherd (1986) 的主張，訂定公司價值的衡量變數是股價與 Tobin's Q；經營績效的衡量變數，則是總資產報酬率 (ROA) 與股東權益報酬率 (ROE)。

1. Q 比率 (Tobin's Q)

$$\text{Tobin's Q} = (\text{股權} + \text{負債的帳面價值}) / \text{總資產的帳面價值}。$$

Tobin's Q 值主要係提供投資者評估公司價值的參考指標，在學術上亦常作為衡量公司價值的變數。而有關公司價值的文獻中，許聯誠 (2018)、沈榮芳 (2006) 與 Shepherd (1986) 係採用 Tobin's Q 值作為公司價值的衡量方法。因此，本研究擬定 Tobin's Q 作為衡量公司價值之被解釋變數之一。

2. 股價 (Market Cap)

股價 = 公司股票發行總股數 × 股價。

股價即股價市值，是指股票在交易過程中交易雙方達成的成交價，市價直接反映著股票市場的行情。在學術上亦作為衡量公司價值的變數。因此本研究擬定股價作為衡量公司價值之被解釋變數之一。

3. 總資產報酬率(ROA)

$$\text{ROA} = [\text{全年稅後淨利} + \text{全年利息} \times (1 - \text{稅率})] / [(\text{期初資產} + \text{期末資產}) / 2]。$$

資產報酬率(ROA)主要衡量企業利用資產的經營效率，資產報酬率越高，代表整體資產帶回的獲利越高。學術上常作為衡量經營績效之變數，Georgeta Vintila and Radu Alin Paunescu (2016) 便是以 ROA 與 ROE 作為衡量公司績效之變數，因此本研究擬定資產報酬率為衡量經營績效之被解釋變數之一。

4. 股東權益報酬率(ROE)

$$\text{ROE} = \text{全年稅後淨利} / [(\text{期初股東權益} + \text{期末股東權益}) / 2]。$$

股東權益報酬率(ROE)為衡量企業整體股東資金創造獲利的效率，股東權益報酬率越高，代表公司為股東賺回的獲利越高。而在學術上，股東權益報酬率亦常作為衡量經營績效的變數。因此，本研究擬定資產報酬率為衡量經營績效之被解釋變數之一。

(二) 自變數

1. 資訊揭露透明度 (TRUST)

資訊揭露評鑑系統評分標準是將受評公司區分為「上市公司」與「上櫃公司」兩組，分別公布評鑑結果，各組依評鑑成績高低[最後評鑑得分 = 原始總分 (亦即得分指標之總數) ÷ 適用指標數 (即總指標數-不適用指標數) × 100]來評定評鑑等級，本研究是以上市公司資訊揭露評鑑系統評鑑等級作為評分標準，並以此作為本文資訊揭露透明度之代理變數，由於第一屆 (2003 年) 至第十二屆 (2014 年) 其評鑑等級有些許更動，本研究經整理分述如下：

- (1)第一屆與第二屆僅公布透明度較佳之前三分之一公司名單，但未有詳細分配說明。
- (2)第三屆至第八屆依評鑑成績高低區分為 A+級、A 級、B 級、C 級以及 C-級共五級，由於證基會未將原始評鑑得分公開，只提供資訊揭露評鑑區間等級，因此，本研究為便於統計資料數據，根據分數標準及配分比例，就評鑑等級訂定樣本資訊揭露擷取分數。評鑑等級及分數標準參考表 1。

表 1 第三屆至第八屆資訊揭露評鑑等級及標準

評鑑等級	分數標準	本研究擷取分數
A+級	80(含)分以上	80分
A 級	70(含)分以上未滿80分	70分
B 級	60(含)分以上未滿70分	60分
C 級	50(含)分以上未滿60分	50分
C-級	低於50分	40分

資料來源：依第三屆至第八屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果暨評鑑程序說明資料整理

- (3)第九屆至第十二屆依評鑑成績高低區分為 A++級、A+級、A 級、A-級、B 級、C 級以及 C-級等七級，由於證基會未將原始評鑑得分公開，只提供資訊揭露評鑑區間等級，因此，本研究為便於統計資料數據，根據分數標準及配分比例，就評鑑等級訂定樣本資訊揭露擷取分數。評鑑等級及分數標準參考表 2。

表2 第九屆至第十二屆資訊揭露評鑑等級及標準

評鑑等級	分數標準	本研究擷取分數
A++級	85(含)分以上	85分
A+級	80(含)分以上未滿85分	80分
A 級	70(含)分以上未滿80分	70分
A-級	60(含)分以上未滿70分	60分
B 級	50(含)分以上未滿60分	50分
C 級	45(含)分以上未滿50分	45分
C-級	低於45分	40分

資料來源：依第九屆至第十二屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統結果暨程序說明資料整理

2. 公司治理

(1)董事會規模 (Bodsize)

董事會規模 = 董事席次 + 監事席次。本研究所指之董事會規模以董監事席次為代理變數，Bacon (1973) 認為當董事會規模愈大時，愈能夠發揮監督功能，除此之外，董事會規模越大，其具有的專業或背景可能更廣泛，較能給予管理者中肯之建議，並發揮監督之功能。

(2)大股東持股比 (Bighold)

大股東持股比 = 大股東持股數 (TSE) ÷ 總股數 × 100。主管機關定義之大股東，即持股 10% 以上但未擔任董監事職務之股東。Agrawal and Mandelker (1987) 認為當股權愈集中於某些大股東時，大股東越有誘因去監督管理當局，從而提高公司之價值。

(3)董事持股比 (Dirhold)

董事持股比為董事持股數占流通在外股數的比率。呂妍旻 (2011) 指出當董事持股比率愈高，將有助於提高財務報表資訊揭露的透明度。

3. 財務變數

(1)每股盈餘 (EPS)

每股盈餘 = 稅後淨利 ÷ 在外流通普通股股數。每股盈餘是公司的獲利指標，對於有公開市場股票交易的公司而言，每股盈餘和公司的股價都有一定的聯動性，因此這也是公司現有股東與潛在投資人衡量公司獲利的關鍵要素之一。呂麒麟等人 (2008) 認為股權結構與資訊揭露間的關係會受到當年度每股盈餘多寡的影響，在盈餘較佳時，

股權結構的影響是顯著的，而在盈餘為負時，股權結構的影響則不顯著，顯示在公司盈餘表現不佳時，股權結構對公司的資訊揭露影響也跟隨著下降。

(2)存貨周轉率 (IT)

存貨周轉率 (次) = 銷售(營業)成本 ÷ 平均存貨。存貨周轉率是企業營運能力分析的重要指標之一，其表達存貨的流動性及存貨資金占用量是否合理，在企業管理決策中也被廣泛地使用。余惠芳等人 (2016) 認為降低內部保留比率，做好盈餘管理，降低存貨周轉率對公司績效將有顯著影響。

4. 總體面變數

(1)實質 GDP 成長率 (GDP)

$GDP = ((\text{當期 GDP} - \text{上期 GDP}) \div \text{上期 GDP})$ 。本研究所指之實質 GDP 成長率為經濟成長率為 GDP 按固定期價格計算的年增率(目前我國是以八十五年價格為基期)，當 GDP 成長率為正時，表示此地區經濟處於擴張階段，經濟活動也越活躍；反之，如果 GDP 成長率為負時，即代表該地區的經濟進入衰退時期。徐欣慈 (2017) 認為我國實質經濟成長率與我國觀光類股公司經營績效(股東權益報酬率)有顯著正向影響。

(2)領先指標綜合指數 (Index)

領先指標綜合指數主要用來預測未來整體景氣的變化，當領先指標抵達高峰時，則可預期一段時間後景氣亦將達高峰。李勝榮(2016) 研究結果顯示，由敏感度分析得知景氣循環是影響銀行績效重要的因素之一。

三、研究方法介紹

(一) 縱橫資料分析法(panel data)

1. 縱橫資料模型介紹

依據研究資料的型態不同，分析方法可分為橫斷面分析 (crosssection analysis) 與時間序列分析 (time series analysis)，並以傳統之最小平方法 (ordinary least square, OLS) 最為廣泛使用。其迴歸式如下：

$$Y_{i,t} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{k,i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

對於橫斷面與時間序列資料的衡量，若以 OLS 分析容易產生偏誤，且如果所處理的資料之間存在異質性，則傳統 OLS 所估計出來的結果，將造成無效率的情形。故本研究探討資訊揭露透明度與公司治理對公司價值與經營績效之模型，採用兼具時間序列及橫斷面分析的 panel data。基本迴歸式如下：

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{k,i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

β_k : $k = 1, \dots, K$, 迴歸係數，在長期間內彼此都具有固定不變的常數值。

α_i : $i = 1, \dots, N$, 迴歸的截距項，假設所有的影響因素皆不同，但長期內是固定不變的。

panel data 迴歸模式之截距項會因為忽略分析單位的不同與否，造成應變數有不同的影響，所以依據資料截距項的特性，有二種不同的 panel data 模型：

(1) 固定效果模型 (fixed effects model)：適用於橫斷面與時間序列並存的樣本中有不同截距的情形，即 $\alpha_{it} = \alpha_i$ 。當殘差項與解釋變數之間存有相關性時，採用隨機效果模型會導致估計結果有所偏誤，此時應採用固定效果模型。

其迴歸式為：

$$Y_{i,t} = \sum_{j=1}^N \alpha_j D_{j,t} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{k,i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

$$D_{j,t} = \begin{cases} 1, & \text{當 } j = 1 \\ 0, & \text{當 } j \neq 1 \end{cases}$$

$$\rightarrow Y_{i,t} = \alpha_i D_{j,t} + \beta' X_{i,t} + e_{i,t}$$

α_i ：截距項係數。

$D_{i,t}$ ：虛擬變數，若 $j = i$ ，則 $D_{i,t} = 1$ ；反之， $j \neq i$ ，則 $D_{i,t} = 0$ 。

(2) 隨機效果模型 (random effects models)：適用於橫斷面與時間序列並存的樣本，其截距是隨機的情形，因此假設 α_i 為隨機係數，即可改寫成：

$$\alpha_{it} = \lambda + \mu_i \quad (4)$$

λ 為固定未知參數，表示各個個體對應變數影響結果之平均數。 μ_i 為獨立且具有相同機率分配的隨機變數。

故模型可更改式為：

$$Y_{i,t} = \lambda + \alpha_i D_{j,t} + \beta' X_{i,t} + e_{i,t} \quad (5)$$

四、實證模型

(一) 公司價值 panel data model

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 TRUST_{it} + \beta_2 Bodsiz_{it} + \beta_3 Bighold_{it} + \beta_4 Dirhold_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 IT_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \beta_8 Dirhold_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Market Cap_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TRUST_{it} + \alpha_2 Bodsiz_{it} + \alpha_3 Bighold_{it} + \alpha_4 Dirhold_{it} + \alpha_5 EPS_{it} + \alpha_6 IT_{it} + \alpha_7 GDP_{it} + \alpha_8 Dirhold_{it} + \mu_{it}$$

(二) 經營績效 panel data model

$$ROA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 TRUST_{it} + \gamma_2 Bodsiz_{it} + \gamma_3 Bighold_{it} + \gamma_4 Dirhold_{it} + \gamma_5 EPS_{it} + \gamma_6 IT_{it} + \gamma_7 GDP_{it} + \gamma_8 Dirhold_{it} + \sigma_{it}$$

$$ROE_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 TRUST_{it} + \lambda_2 Bodsiz_{e_{it}} + \lambda_3 Bighold_{it} + \lambda_4 Dirhold_{it} + \lambda_5 EPS_{it} + \lambda_6 IT_{it} + \lambda_7 GDP_{it} + \lambda_8 Dirhold_{it} + \pi_{it}$$

應變數：

Q 比率: Tobin's Q

股價: Market Cap

總資產報酬率: ROA

股東權益報酬率: ROE

自變數：

資訊揭露透明度: TRUST

董事會規模: Bodsiz

大股東持股比: Bighold

董事持股比: Dirhold

每股盈餘: EPS

存貨周轉率: IT

實質 GDP 成長率: GDP

領先指標綜合指數: Index

參、實證結果與分析

一、Panel data model 最適模型選取

本研究最適模型選定結果如表 3，選定的樣本為所有上市上櫃之公司，並將模型分為公司價值與經營績效兩項，代表公司價值之模型為 Tobin's Q、Market Cap；代表經營績效之模型為 ROA 與 ROE。首先採用 F 檢定與 LM 檢定，檢測固定效果模型與隨機效果模型的檢定結果，並判斷結果是否皆有達到顯著，若達到顯著則進一步採用 Hausman 檢定，進行固定效果模型與隨機模型之選取檢定，最終本研究結果皆為採用固定效果模型，有關各實證模型檢定適用之數值，請參考表 3。

表 3 各實證模型檢定適用之模型表

	F 檢定	LM 檢定	Hausman 檢定	實證模型
Tobin's Q 模型	627.87*** (0.0000)	2.0e+05*** (0.0000)	137.23*** (0.0000)	固定效果
Market Cap 模型	1291.02*** (0.0000)	76307.51*** (0.0000)	185115.88*** (0.0000)	固定效果
ROA 模型	5811.17*** (0.0000)	58688.33*** (0.0000)	224.44*** (0.0000)	固定效果
ROE 模型	5647.65*** (0.0000)	51385.82*** (0.0000)	417.92*** (0.0000)	固定效果

資料來源:本研究整理

二、公司價值決定因素之 panel data model 實證結果

(一) 影響 Tobin's Q 模型實證分析

從表 4 得知，資訊揭露透明度、董事會規模、大股東持股比、董事持股比、每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率與領先指標綜合指數，皆會對公司價值之 Tobin's Q 帶來顯著影響。Shepherd (1986) 認為欲以 Tobin's Q 來衡量公司經營績效，其前提假設是為股價能夠真正反映公司的價值，即證券市場應具有其效率性。根據本研究結果顯示，對於有參與資訊揭露評鑑之上市櫃公司，公司資訊揭露透明度與公司價值呈正向關係，意指當資訊揭露透明度越高，其公司價值亦會越高，會有此結果，許是因為當公司對投資大眾與公司股東公布之訊息越加透明，大眾對此公司投資時，將會越加放心，也因此造就公司價值的提升或穩定；此外，透過本研究結果，發現董事會規模與公司價值呈負向關係，表示當董事會規模越小，公司價值將會越高，導致此研究結果原因，許是因為擁有越大董事會之公司，將會有越多的規章和議程投票時間，也越容易造成公司的經營決策無效率，使公司價值因而無法提高；大股東持股比與董事持股比，以上兩項皆與公司價值呈正向關係，代表當公司的股票，由公司之董事與大股東持股占公司比越高，其公司價值將可能越高，許是因為其公司董事與大股東持股越高，表示此公司的董事與股東皆對公司有信心，如 Denis (2001) 所認為之結果，在已建置適當公司治理機制下，對於經理人做出有損股東價值之行為，確實能有效地的降低。

每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數，前者兩項為為財務面變數，後者為總體面變數，透過本研究之 Tobin's Q 模型結果可以發現每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數變數皆為顯著，其表示在 Tobin's Q 模型中，關於本研究研究之財務面與總體面的四項變數，對企業價值皆存在顯著的關係，當四項變數的資料，符合其負相關或正相關之特質時，會使公司價值提升。

本研究結果與林宗得 (2003)、沈榮芳 (2006) 和呂麒麟等人 (2008) 研究結果相符，林宗得 (2003) 研究結果為，資訊透明度與企業價值存在顯著的正向關係；沈榮芳 (2006) 研究結果顯示，公司的資訊揭露程度與股東人數、Tobin's Q 值、公司規模和市場價值呈顯著正向關係，顯示資訊揭露愈透明、愈完整的公司，其公司價值會愈高；呂麒麟等人 (2008) 認為股權結構與資訊揭露間的關係會受到當年度每股盈餘多寡的影響。

表 4 影響 Tobin's Q 模型實證結果表

Tobin's Q	變數代號	標準差	係數	p 值
資訊揭露透明度	TRUST	.4253357	3.043419	0.000***
董事會規模	Bodsize	3.436764	-27.06653	0.000***
大股東持股比	Bighold1	.4485276	3.192874	0.000***
董事持股比	Dirhold	.547088	1.692916	0.000***
每股盈餘	EPS	2.509563	160.9859	0.000***
存貨周轉率	IT	.0016135	-.0010882	0.000***
實質 GDP 成長率	GDP	.9408079	7.510208	0.000***
領先指標綜合指數	Index1	.2368235	2.370772	0.000***

註 1：R-squared= 0.2597。

註 2：***表 p-value<0.01，達 1%顯著水準；**表 p-value<0.05，達 5%顯著水準；*表 p-value<0.1，達 10%顯著水準。

(二) 影響 Market Cap 模型實證分析

從表 5 得知，資訊揭露透明度、大股東持股比與董事持股比，對公司價值之 Market Cap(股價)帶來顯著影響，而董事會規模與並非是影響公司價值的關鍵。根據表 5 結果顯示，對於有參與資訊揭露評鑑之上市櫃公司，公司資訊揭露透明度與公司價值呈正向關係，因此當資訊揭露透明度越高，其公司價值亦會越高，此原因為當公司對投資大眾公布之資訊越多越透明時，大眾對此公司投資時，將會更加放心，也因此造就公司股價提升；此外，透過本研究結果，也發現大股東持股比與公司價值呈正向關係，表示大股東持有公司股票越多，占公司股票比例越大，此時對公司股票的價值會越高；但董事會規模對公司價值並無顯著，表示董事會規模並不會對股價模型之公司價值產生影響；董事持股比於本研究之股票模型中，為負向顯著，表示當董事們對公司持股越小時，公司的股票價值將會變高，導致此研究結果原因，許是因為公司越多的董事持有公司股票比例越高時，公司的權力就容易被整個董事會把持，容易造成公司董事為董事的利益，影響到公司決策，因此當董事持有公司股票比例越低時，控制公司的能力越小，也不容易影響到公司價值，最終將會造成當董事持股比越小，公司價值越高的結論。

每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數，前者兩項為為財務面變數，後者為總體面變數，透過本研究之 Market Cap 模型結果可以發現每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數變數皆為顯著，其表示在股價模型中，關於本研究研究之財務面與總體面的四項變數，對企業價值皆會影響公司價值。

本研究結果與早期的研究者 Barnea et al. (1981)和蔡維哲 (2012) 研究結果相符，Barnea et al.研究認為，由於資訊無法明確地在市場上揭露，外部股東無法區別投資方案真正的價值，因而會造成低估公司價值之問題，因此只要資訊能充分揭露，將可避免低估公司價值之問題；蔡維哲 (2012) 研究結果為，大股東持股比率與企業價值間呈正向關係。

表 5 影響股價 Market Cap 模型實證結果表

股價 Market Cap	變數代號	標準差	係數	p 值
資訊揭露透明度	TRUST	.0245051	.1157361	0.000***
董事會規模	Bodsize	.1980038	.2099371	0.289
大股東持股比	Bighold1	.0258412	.1151093	0.000***
董事持股比	Dirhold	.0315196	-.1609764	0.000***
每股盈餘	EPS	.1445846	15.69039	0.000***
存貨周轉率	IT	.000093	-.0002747	0.003***
實質 GDP 成長率	GDP	.0542032	-.1384583	0.011**
領先指標綜合指數	Index1	.0136442	.4203151	0.000***

註 1：R-squared= 0.7814。

註 2：***表 p-value<0.01，達 1%顯著水準；**表 p-value<0.05，達 5%顯著水準；*表 p-value<0.1，達 10%顯著水準。

三、經營績效決定因素之 panel data model 實證結果

(一) 影響 ROA 模型實證分析

從表 6 得知，董事會規模、大股東持股比和董事持股比，對經營績效 ROA 模型結果皆為顯著之影響，而資訊揭露透明度並非是影響經營績效之關鍵。根據表 6 本研究結果顯示，以經營績效來看，有參與資訊揭露評鑑之上市櫃公司，公司資訊揭露透明度與公司績效並無影響，因此當資訊揭露透明度越高，其公司績效將會不會有明顯的影響，此原因許是因為當公司對投資大眾公布越多公司之資訊，此時公開透明的資訊，會使公司財務或資金之流動，無法隨意挪用或操作非本業之業務，進而限制公司資金運用的效率；此外，透過本研究結果發現，董事會規模與經營績效呈負向的顯著關係，當董事會規模越小時，能使公司的經營績效提高，有此結果是因為越小的董事會規模，能使公司決策能有效率的投票了結，進而使公司績效增長和增加資產的報酬；大股東持股比和董事持股比，皆與公司績效呈正向關係，表示董事持有公司股票越多時，能使公司的經營績效提高，有此結果是因為越大的大股東持股比或董事持有股票占流通股數比例越高，這兩者都能使公司許多決策決定，直接由少數人通過執行，加速了公司的經營效率，進而使公司績效增長和增加資產的報酬。

每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數，前者兩項為財務面變數，後者為總體面變數，透過本研究之 ROA 模型結果可以發現，除了存貨周轉率外，每股盈餘、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數變數皆為顯著，其表示在總資產報酬率模型中，關於本研究研究之每股盈餘、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數三項變數，將會影響公司績效。

本研究結果與邱秀清等人 (2009) 和蕭雨薇 (2017) 研究結果相符，邱秀清等人 (2009) 研究結果顯示，董監事專業性的提升可加強公司治理的監督機制；蕭雨薇 (2017)

研究結果顯示，公司治理有助於提升經營績效。但與許淑盈 (2014) 和余惠芳等人 (2016) 研究結果相反，許淑盈 (2014) 研究結果為，資訊揭露評鑑與公司的經營績效有顯著關係，企業資訊透明度愈高，有助於公司的經營績效提升；余惠芳等人 (2016) 認為降低內部保留比率，做好盈餘管理，降低存貨周轉率對公司績效將有顯著影響。

表 6 影響 ROA 模型實證結果表

總資產報酬率 ROA	變數代號	標準差	係數	p 值
資訊揭露透明度	TRUST	.0015454	.001225	0.428
董事會規模	Bodsize	.0124866	-.0398804	0.001***
大股東持股比	Bighold1	.0016296	.0040646	0.013**
董事持股比	Dirhold	.0019877	.024035	0.000***
每股盈餘	EPS	.0091179	2.021721	0.000***
存貨周轉率	IT	5.86e-06	2.64e-06	0.652
實質 GDP 成長率	GDP	.0034182	.0598418	0.000***
領先指標綜合指數	Index1	.0008604	-.0286464	0.000***

註 1：R-squared=0.6451。

註 2：***表 p-value<0.01，達 1% 顯著水準；**表 p-value<0.05，達 5% 顯著水準；*表 p-value<0.1，達 10% 顯著水準

(二) 影響 ROE 模型實證分析

從表 7 得知，董事會規模、大股東持股比和董事持股比，對經營績效 ROE 模型結果皆為顯著之影響，而資訊揭露透明度並非是對 ROE 的經營績效影響關鍵。根據表 7 本研究結果顯示，有參與資訊揭露評鑑之上市櫃公司，公司資訊揭露透明度與公司績效並無顯著關係，因此當資訊揭露透明度越高，其公司績效將不會隨之提高，此原因與上述的資產報酬率相同，當公司對投資大眾公布越多公司之資訊，此時公開透明的資訊，會使公司財務或資金之流動，無法隨意挪用或操作非本業之業務，進而限制公司資金運用的效率；透過本研究結果，也發現大股東持股比和董事持股比，皆與公司績效呈正向關係，表示大股東持股比越大或董事持有公司持股票越多時，能使公司的經營績效提高，有此結果是因為越高的大股東持股比或董事持有股票占流通股數比例越高，這兩者都能使公司許多決策決定，直接由少數人通過執行，加速了公司的經營效率，進而使公司績效增長、資產報酬與股東權益報酬率都提高；但董事會規模，對公司績效呈負向顯著關係，表示當大董事會規模越大時，對公司的績效會相對減少，導致此原因，許是因為越小的董事會規模，能使公司決策能更快速的投票了結，進而使公司績效增長和增加股東權益報酬率。

每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數，前者兩項為為財務面變數，後者為總體面變數，透過本研究之 ROE 模型結果可以發現，除了存貨周轉率外，每股盈餘、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數變數皆為顯著，其表示在股東權益報酬率模型中，關於本研究研究之每股盈餘、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數三項變數，將會影響公司績效。

陳玉儒 (2015)、李勝榮 (2016)、徐欣慈 (2017) 和許聯誠 (2018) 研究結果相符，陳玉儒 (2015) 研究結果顯示，有實施 CSR 的金融業整體效率表現較佳，而未實施 CSR 的公司亦有較多家公司呈規模報酬遞減，表現較差。其中 CSR 除了大家熟知的社會責任外，包含公司治理；李勝榮 (2016) 研究結果顯示，由敏感度分析得知總體面是影響銀行績效重要的因素之一；徐欣慈 (2017) 研究結果顯示，認為我國實質經濟成長率與我國觀光類股公司經營績效(股東權益報酬率)有顯著正向影響；許聯誠 (2018) 研究結果顯示，公司治理機制確實會影響企業經營績效之表現，除此之外，在具有健全的公司治理機制下，加入資訊透明度對公司營運績效將有正面顯著之影響。

表 7 影響 ROE 模型實證結果表

股東權益報酬率 ROE	變數代號	標準差	係數	p 值
資訊揭露透明度	TRUST	.0028115	.004331	0.123
董事會規模	Bodsize	.0227172	-.0677306	0.003***
大股東持股比	Bighold1	.0029648	.0093668	0.002***
董事持股比	Dirhold	.0036163	.0535013	0.000***
每股盈餘	EPS	.0165884	3.681803	0.000***
存貨周轉率	IT	.0000107	8.19e-08	0.994
實質 GDP 成長率	GDP	.0062188	.0808161	0.000***
領先指標綜合指數	Index1	.0015654	-.0332085	0.000***

註 1：R-squared=0.6385。

註 2：***表 p-value<0.01，達 1% 顯著水準；**表 p-value<0.05，達 5% 顯著水準；*表 p-value<0.1，達 10% 顯著水準。

肆、結論與建議

一、結論

本研究透過資訊揭露透明度與公司治理對公司價值之影響模型發現，當以公司價值作為應變數，分別以 Q 比率和股價 (Market Cap) 來衡量資訊揭露透明度、公司治理、總體面及財務面之 8 項變數時，以 Q 比率和股價 (Market Cap) 來說，兩者對公司價值，分別以資訊揭露透明度、大股東持股比、董事持股比、每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數等 7 項變數皆為顯著，唯一不同處為，以 Q 比率來驗證公司價值時，董事會規模仍為顯著，但當採用股價 (Market Cap) 對公司價值衡量時，董事會規模為不顯著，因此在公司價值模型中，本研究之研究結論為，當我們想要探討一家公司價值時，我們可以採用資訊揭露透明度、大股東持股比、董事持股比、每股盈餘、存貨周轉率、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數等 7 項資料。

本篇研究總共探討兩方面，第一為資訊揭露透明度與公司治理對公司價值之影響，第二為資訊揭露透明度與公司治理對公司績效之影響，依據本研究的公司績效模型總資產報酬率 (ROA) 與股東權益報酬率 (ROE) 之結果可以發現，總資產報酬率 (ROA) 與股東權益報酬率 (ROE) 兩者模型在衡量公司績效指標時，結論相同，皆為董事會

規模、大股東持股比、董事持股比、每股盈餘、實質 GDP 成長率和領先指標綜合指數等 6 項變數為顯著影響，總資產報酬率 (ROA) 與股東權益報酬率 (ROE) 模型為衡量資訊透明度與公司治理對公司經營績效之影響，但資訊揭露透明度和存貨週轉率皆不顯著，從上述公司價值和公司績效之研究結果可以說明，影響一家公司之公司價值，會因為資訊揭露透明度、公司治理、財務問題和當時總體經濟所造成變化，但當想影響一家公司之經營績效時，並不會因為資訊揭露的透明程度，而有太大的影響，除此之外，本研究還發現，在影響一家公司之經營績效下，存貨週轉率並不會顯著的對經營績效帶來影響，造成其數據之可能原因為，本研究的研究公司為上市上櫃排除特定條件之所有公司，並無因不同的公司類別，做職業類別的區分，而不同的公司類別，存貨週轉率的高低，都帶有不同的意涵，甚至以銀行業來說就完全就沒有存貨的概念。

二、建議

(一) 給予政府的建議

經過本研究實證模型結果可以得知，總體面對企業價值和企業績效皆相關，因此本研究對政府的建議為，當政府想解決經濟蕭條或金融災難時，可以透過財務政策來增加市場的活絡，如以的目的是希望藉由政府的投資，能引發人民增加對各種商品的需求，使整體的 GNP 及 GDP 能夠增加，達到影響企業價值和企業績效之成效。

但政府如果目標為保護台灣大型企業，是以站在企業價值之立場，建議政府能多推廣資訊透明，使企業提供更多的資訊給市場，最終將能使台灣企業更加蓬勃，政府稅收也更加穩定。

(二) 對投資大眾的建議

本研究對投資大眾的建議為，當股市動盪不安，許多投資人對欲投資之公司，抱有遲疑或是疑問時，甚至是投資人想尋找新的標的公司投資時，需要找尋健全且良好的公司前提下，投資人研究一家公司，則可採納本研究的研究顯著之變數因子，透過本研究已確定之顯著變數因子，可以更快速的了解一家公司之好壞，也能作為投資一家公司前，辦判定好壞之標準。

(三) 後續研究者的建議

由於研究限制的影響，如研究資料的缺失或資訊揭露透明度初始評鑑無數值等原因，因此建議後續的研究者，若想更進一步了解資訊揭露透明度對公司的影響，許能透過本研究之研究變數，在新增更多的變數，來以此解釋資訊揭露透明度；另外，建議後續的研究者，能夠將公司性質分門別類，如此一來變可以更準確的知道，不同公司類別，當以資訊揭露透明度與公司治理對公司價值和公司績效的影響來源。

參考文獻

1. 呂妍旻(2011)，「董事會特性與資訊透明度」，未出版碩士論文，國立高雄應用科技大學會計研究所。

2. 余惠芳，梁連文，梁立衡，詹益婷(2016)，「高槓桿觀光業、盈餘管理與股利政策之實證研究」，《全球管理與經濟》，第12卷，第2期，第125-148頁。
3. 李勝榮(2016)，「總體經濟、景氣循環因素與銀行績效關聯性之研究」，《中華管理評論國際學報》，第19卷，第2期。
4. 呂麒麟，洪嘉聲，周至文(2008)，「股權結構對資訊揭露在每股盈餘變動下之影響，以台灣上市公司為例」，《致遠管理學院學報》，第3_2期，第53-80頁。
5. 林宗得(2003)，「資訊透明度對企業價值提昇之研究，以台灣上市電子資訊產業為例」，未出版碩士論文，國立高雄第一科技大學財務管理所。
6. 沈榮芳(2006)，「資訊揭露透明度對公司價值影響之研究，以台灣上市、上櫃公司為例」，未出版碩士論文，中華大學經營管理研究所。
7. 徐欣慈(2017)，「探討總體經濟指標與財務指標對觀光產業經營績效影響之研究」，未出版碩士論文，私立崇右影藝科技大學經營管理研究所。
8. 許淑盈(2014)，「資訊透明度、公司治理與公司績效之關聯性探討」，未出版碩士論文，私立大葉大學企業管理研究所。
9. 許聯誠(2018)，「公司治理、資訊透明度與公司績效」，未出版碩士論文，私立大同大學事業經營研究所。
10. 邱秀清，李慕萱，劉仲凱(2009)，「董監事專業性與財務報表重編」，《文大商管學報》，第14卷，第1期，第1-17頁。
11. 陳玉儒(2015)，「資訊揭露透明度、公司治理與經營績效，台灣金融與食品業之跨產業實證」，未出版碩士論文，私立朝陽科技大學財務金融研究所。
12. 蔡維哲(2012)，「治理機制與企業價值之關聯性研究，以資訊服務產業為例」，未出版碩士論文，國立中山大學企業管理研究所。
13. 蕭雨薇(2017)，「探討企業社會責任、公司治理與經營績效，以金融業與非金融業之跨業比較」，未出版碩士論文，私立朝陽科技大學財務金融研究所。
14. Agrawal, A. and G. N. Mandelker (1987) "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions," *Journal of Finance*, 42(4), 823-837.
15. Bacon, J.(1973), *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board*, The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries, New York.
16. Barnea, A., R. A. Haugen and L. W. Senbet(1981), "Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review," *Financial Management*, 10(3), 7-22.
17. Denis, D. K.(2001), "Twenty-five years of corporate governance research and counting," *Review of Financial Economics*, 10(3), 191-212.
18. Georgeta Vintila and Radu Alin Paunescu(2016), "Empirical Analysis of the Connection between Financial Performance and Corporate Governance within Technology Companies Listed on NASDAQ Stock Exchange," *Journal of Financial Studies & Research*, Volume 2016, 1-20.
19. Shepherd, W. G. (1986) "Tobin's Q and the Structure-Performance Relationship: Comment," *American Economic Review*, 76, 1203-1209.