

資訊透明度對於權益資金成本之影響

The Impacts of Disclosure Level on Cost of Equity Capital

施倫閔 (Lun-Min Shih)
大葉大學財務金融學系助理教授
lmshih@mail.dyu.edu.tw

張椿柏 (Chun-Po Chang)
大葉大學財務金融學系助理教授

林明正 (Ming-Cheng Lin)
大葉大學管理學院碩士班財務金融組研究生

摘要

本文主要檢視台灣上市(櫃)公司資訊透明度，董事會監督機制與權益資金成本之關聯，同時將資訊透明度區分為資訊透明度調升和資訊透明度調降，探討公司治理對權益資金成本之影響。實證結果如下：(1) 資訊透明度與權益資金成本呈負相關。進一步區分樣本為資訊透明度上升與資訊透明度下降，發覺資訊透明度變動具有增額資訊內容，故能顯著影響權益資金成本。(2) 管理者持股與權益資金成本呈負相關，支持利益收斂假說。(3) 控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，權益資金成本愈大，顯示核心代理問題確會使投資人要求較高之風險溢酬。(4) 權益資金成本會隨董監持股比率及外部董監事比率而減少，但會因董監事股權質押而增加。

關鍵字：權益資金成本、資訊透明度、公司治理

Abstract

The purpose of this paper is to examine the effect of information transparency and board characteristics on cost of equity capital. The main feature of this study is that we divide the information transparency into grade up-and-down groups, and we explore the relation between corporate governance and cost of equity capital. Overall, this paper expects to explain corporate governance and information transparency can reduce agency problem and the efficient corporate governance can decrease cost of equity capital.

The empirical results indicate as follows : First, information transparency is negatively related to cost of equity capital. Second, managerial ownership is negatively related to cost of equity capital and hence supports convergence-of-interest hypothesis. Third, as controlling right deviates from cash flow right, cost of equity capital is getting worse, that is, core agency problems become more serious in the firm. Finally, the shares of board directors and the number of the outside directors have negative relationship with cost of equity capital, but the pledged share ratio of directors have positive relationship with cost of equity capital.

Keywords : Cost of Equity Capital, Information Transparency, Corporate Governance

壹、前言

自 1997 年亞洲發生金融風暴後，國內先後一連串上市櫃公司發生財務危機的問題案件引起股票市場的動盪不安，對台灣的資本市場造成極大的震撼，同時亦喚起企業界與資本市場投資者體認資訊揭露的重要性。在國外亦相繼爆發假帳醜聞，接連發生企業舞弊案件，不但造成全球股市大幅震盪，投資人信心不足，促使各國對企業財務資訊透明的重視，期望藉由資訊公開建立公平的競爭環境。不利的外在環境使得公司在資本市場籌措資金面臨極大之困境，最終可能會引起公司財務危機，進而造成公司內部人、外部投資人及債權人之損失。如何藉由資訊揭露來減少投資人的代理風險與資訊風險，進而降低投資人的風險及公司權益資金成本，以保持公司價值極大化，乃公司在面臨資本市場困境時之重要課題。國外諸多研究發現良好的公司治理及資訊揭露制度有助於資本市場的長期良性發展。[10]研究指出新興市場國家文化特性較強調私有資訊重於透明揭露。[47]指出公司董事會主導之資訊揭露政策扮演減緩資訊不對稱重要角色。[32]則認為資本市場規模的發展程度取決於能否降低公司內部人與投資者間的資訊不對稱。[18]認為好的公司治理能提供一個有效的機制，達到減少管理者的投機行為、改善公司報導品質，進而為增加公司價值。[26]則發現投資者在進行投資決策時會將公司治理相關資訊視為重要的投資準則，並願意為公司治理良好和董事會高度獨立性的企業，付出較高的溢價。

近年來我國政府主管機關在公司治理規範及資訊揭露制度上均有很多改變，特別是藉由法規修訂以改善企業的資訊透明度，期望透過提升企業資訊透明的方

式，降低企業管理者與外部投資人間之資訊不對稱。由「公開發行公司年報應行記載事項準則」與「證券發行人財務報告編製準則」等揭露相關法規的規範中，亦可發現證管機關對於揭露的規範已逐漸趨於完整。公司資訊評比是資本市場近期新發展出的重要機制。資訊揭露的最終目的在於協助投資人了解公司真實經營狀況。有公信力的專業機構可幫助投資人了解公司落實公司治理的成果，增加公司資訊的透明度。國外有許多公司治理評等的相關機構，如里昂證券（CLSA）和標準普爾（S&P）。在我國為了落實公司治理、提升企業資訊透明度，由臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會（簡稱證基會），自 2003 年建構「資訊揭露評鑑系統」且已成為我國上市櫃公司資訊揭露的重要參考機制，針對國內上市、櫃公司企業進行資訊揭露透明度的評比。此評鑑系統係以上市櫃公司的年報內容與公司在資訊公開觀測站的資訊內容，選取五類指標，分別為（1）資訊揭露相關法規遵循情形、（2）資訊揭露時效性、（3）預測性財務資訊之揭露、（4）年報之資訊揭露（包括：營運及財務資訊透明度、股權結構及董事會）及（5）企業網站之資訊揭露。選取以上五類指標之原因係考量年報與公開資訊觀測站為目前投資人取得企業資訊之最主要來源，而企業網站上資訊是目前企業與投資人間最及時之溝通管道。受評公司依評鑑成績高低，區分為 A+ 級、A 級、B 級、C 級以及 C- 級五級，做為資訊揭露程度之區分。

長久以來，資訊透明度對於權益資金成本之影響一直是研究者關切的重要議題，亦是證管機關為鼓勵與倡導企業提升資訊揭露的主要訴求之一。雖然部份國外研究者證實發現增加資訊揭露水準能降低權益資金成本[19,33]。然而，國內研究者甚少探討資訊揭露水準與權益資金成本議題。本論文即以台灣上市櫃公司為研究對象，先探討公司治理是否有助於提升公司的資訊透明度，其次就公司之資訊揭露結果來探討是否有助於改善權益資金成本。

貳、相關文獻

一、資訊透明度

資訊透明度是指企業將公司的經營策略、財務狀況、績效及公司治理等方面有關的資訊，向社會大眾及投資者做即時且適當的揭露。而董事會是公司中代表股東行使監督權的重要部門，其必須要求公司管理階層定期彙總及報告相關的財務及非財務資訊讓股東充分了解公司的經營狀況，也必須具有足夠的專業知識及經驗來執行其任務。除定期的經營成果報告外，董事會對於公司的重大交易也必須建立一套監管的機制，公司的透明度自然會提高。[4]認為企業若能提供更多經營資訊給投資者，讓投資者進一步瞭解公司資訊，不但能降低存在於企業內部人與外部人的資訊不對稱性所造成公司主事者或經理人做出不利公司的行為而損害股東的權益外，更能因資訊的充分掌握而提高其投資意願，因為多數投資人除了想投資經營績效良好的公司外，也希望能避免投資到高風險的公司，而資訊不透明的公司也就成了潛在的高風險族群，進而降低了投資人的投資意願。如果

公司企業的資訊不透明，便會產生資訊不對稱性的情形存在於企業內部人員與外部投資大眾，投資者會因資訊無法充分掌握，而擔心企業內部人員做出不利公司的行為，而損害股東及投資者的權益進而降低投資該企業之意願。因此資訊透明度對於降低企業資金成本，與提昇企業價值具有相當程度的影響力。

經濟合作暨發展組織 (OECD) 於 1998 年提出五項公司治理原則，並於 2004 年修訂為六大架構後，作為企業體執行及落實公司治理制度之參考基準，其中包含 (1) 公司治理基礎架構、(2) 保障股東權益、(3) 公平對待所有股東、(4) 保障利害關係人之權益、(5) 資訊揭露及透明度及 (6) 董事會之責任。以上可以發現資訊揭露及透明度已被明確地列入其中，意味著公司的資訊揭露與透明度對於公司治理的發展是一個關鍵因素。公司治理架構應該確保公司的資訊能及時且正確地揭露於大眾，包括公司的財務、績效、股權結構、以及公司的治理。至少應揭露的重大資訊包括 (1) 公司目標、(2) 公司財務和營運結果、(3) 主要股權結構和表決權狀況、(4) 董事和重要執行長的薪酬政策與董事會成員任職資格、選任程序、是否在其他公司擔任董事之職務以及其獨立性、(5) 重大可預見的風險及 (6) 公司治理結構與政策。而這些資訊在編製、查核時應以高標準的會計、審計和財務報表編製的準則來製作並適時、及時揭露於公眾。同時年報的查核應由會計師執行，且資訊的傳播管道應符合公平、及時以及成本效益之原則。資訊透明度的衡量方法，一般多使用揭露指數來衡量，而揭露指數在過去文獻上，多採用專業評等機構所評鑑之揭露指數，及內容分析法之揭露指數。目前，在國外有許多針對企業的資訊透明度專業進行衡量、評等的專門機構，如美國財務分析師聯 (FAF)、標準普爾 (S & P)、里昂證券 (CLSA) 等，而我國則有證券暨期貨發展基金會的「資訊揭露評鑑系統」。美國財務分析師聯盟每年針對受評公司，在該公司會計年度於資訊揭露所做的努力，給予總體性的評估。揭露資訊來源包括年報、季報、報章雜誌、與分析師的直接會談及回應分析師的回應等。亦有部分研究以 FAF 提供之揭露指數為衡量企業揭露水準的依據[35,42,48,51]。

標準普爾於 2001 年進行企業透明度與資訊揭露的研究報告，該報告之研究對象選自標準普爾全球 1200 指數企業，以及標準普爾新興市場指數內的 400 家主要企業。標準普爾使用 Standard & Poor's 和 Moody 的排名制度來進行衡量，以公司財務資料種類公開的透明度和資訊揭露程度來進行排名，其 98 項指標可區分為以下三類：第一類為公司股權結構與股東關係 (共 28 項揭露指數)；第二類為財務透明度與資料揭露水準 (共 35 項揭露指數)；第三類為董事會結構與議事程序 (共 35 項揭露指數)，排名結果可作為投資人來判斷公司透明度和資訊揭露程度的依據。

我國證券暨期貨發展基金會之「資訊揭露評鑑系統」，證券暨期貨發展基金會為鼓勵企業作自願性資訊揭露並落實公司治理，證交所及櫃買中心委託證基會建置「資訊揭露評鑑系統」，採用非官方自發性規劃設計，以全體上市、櫃公司為評鑑對象，一年辦理一次評鑑，以一個完整會計年度為評鑑資料分析期，目前已辦理至第十二屆。

二、代理問題與權益資金成本

(一) 權益代理問題

根據利益收斂假說[13,39]，當管理者持股提高時，管理者與股東的利益愈趨於一致，管理者濫用公司資源的誘因將降低，因為管理者因特權消費、怠惰或追求非公司價值極大化行為，所造成財富損失將由自己承擔時，故產生努力經營公司誘因，並以提高股東財富為目標。[40]認為管理者持股，可使管理者與股東間的利益連結更緊密，因此管理者持股比率愈高時，管理者與股東利益會愈趨一致，愈不會浪費公司資源進行特權消費，傷害公司的價值，故管理者持股比率與代理成本具有負向關係。然而，[38]提出鞏固職位假說，認為隨著管理者持股比率增加至足以保障其職位時，管理者便可能產生違背股東利益的行為，偏離公司價值極大化的目標。[1,44]指出，當管理者持股比率介於 5% 至 25% 時，管理者持股比率愈高時，會透過控制公司決策來鞏固自我職權與利益，甚至選擇對其他股東不利的方案，故管理者持股比率與代理成本具有正向關係。

綜合上述，管理者持股比率增減對於投資人而言，代表代理風險的重要訊息，理性投資人亦會藉此調整必要報酬率，導致公司權益資金成本之變動。據此，本研究形成假說如下，

假說 1：其他條件不變下，管理者持股比率對權益資金成本具有顯著影響

(二) 核心代理問題

根據正向的誘因效果的觀點，當控制股東所擁有的現金流量權增加，有正的誘因效果，會透過好的經營決策達到公司價值的提升。[21]認為 M-B ratio 與最大股東的所有權間呈正相關，即所有權愈大，企業價值愈大。[7]實證發現，控制股東現金流量權占控制權比率愈大時，其會有較強的誘因努力經營，進而降低關係人交易比率。然而，根據財富侵佔假說的觀點，當控制股東所掌握之控制權比率與現金流量權比率的偏離程度愈大時，將使控制股東與其他股東目標愈趨不一致，控制股東獲得私有利益僅需要負擔少量成本，導致控制股東有傷害小股東財富的誘因。[12,41]均認為控制權和所有權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題。[21]在探討控制股東的股權偏離對於公司價值的影響時，發現東亞國家上市公司的控制股東常利用常利用金字塔結構及交叉持股的方式提升對被投資公司的控制力，且當控制股東所掌握的控制權與現金流量權之偏離程度愈大時，會提高控制股東傷害小股東財富的動機，導致公司價值降低。[43]的研究亦發現控制股東的股權偏離會導致代理成本之提高。[3]發現當所有權集中在家族後，公司的風險取向可能會由保守轉為積進，亦會有較多非法活動，甚至傷害公司的利益。[7]亦發現控制股東的股權偏離時，控制股東擁有較多控制權，但現金流量權低時，則會降低控制股東在財富侵佔時對自己的損失，故愈有可能移轉與侵佔公司資源。[1]指出控制權和現金流量請求權偏離現象產生時，會引發控制股東與小股東間的代理問題，且偏離程度愈大公司價值愈小。

綜合上述，本研究預期當控制股東所掌握的控制權與現金流量權偏離程度愈大時，將會增加控制股東傷害外部股東的風險，因此，控制股東控制權與現金流量權偏離對投資人是不良的警訊，理性投資人會藉由提高必要報酬率，以做為承擔代理風險的補償，因而增加權益資金成本。據此，本研究形成假說如下，

假說 2：其他條件不變下，控制權與現金流量權偏離程度與權益資金成本呈現正相關

(三) 董監事監督機制

董事會為企業的核心內部治理機制，公司有設置獨立董監事時，對公司治理及管理當局決策會有較完整的控管與監督，其資訊品質與財務報表品質亦會有所提升，進而可緩和及管理當局與股東或其他利害關係人的代理問題[1,8,14]。此外，[29]研究指出，外部獨立董事在人力市場的監督機制之下，為建立及維持專業聲譽，會有充分誘因監督財務報表編製，故董事會獨立性可提升監督功能，[45,52]亦得相似結果，外部董事比率愈高，有效抑制盈餘管理，進而增加財務報告品質。亦發現，獨立董事比率有助於抑制盈餘管理的行為。

綜合上述，本研究預期隨著外部董監事席次比率增加，董事會超然獨立性與監督控制的能力得以提升，有助於公司的經營效率增進及降低相關代理問題衍生的風險。因此，設置外部董監事對投資人是良的訊息，理性投資人亦會降低必要報酬率，使得權益資金成本下降。據此，本研究形成假說如下，

假說 3：其他條件不變下，外部董監事比率與權益資金成本呈現負相關

當董監事持股比率愈高時，為了自身利益會更有效率去監督管理者，降低管理者與股東間的代理問題，減少管理者進行盈餘操縱的行為，進而增加公司的價值[13]。因此董監事持股比率愈高，其監督的功能越易發揮，其代理問題應較輕微。然而，當董監事持股質押造成董監事控制權不變下，實質所有權降低，造成實質控制權與所有權的偏離，使得控制股東與外部股東的代理問題更加嚴重，進而影響公司未來的經營績效。諸多研究結果認為董監事持股質押與公司經營績效呈現負相關[5,20]，或對財務危機發生機率有預測能力。對持股質押的董監事而言，質押使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，當公司股價下跌時，將面臨補提擔保的壓力，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊，企圖影響股價。而[5]亦發現董監事質押行為會影響盈餘管理行為。[2]發現控制股東股票質押比率愈高的公司，原本的監督效果會減緩，代理問題愈嚴重，對公司價值傷害的程度亦愈大。

綜合上述，本研究預期當董監事持股比率愈高時，能有效率監督管理者，但董監事持股質押比率增加時，反而會提高董監事侵害外部小股東的風險，因此，董監事持股比率與董監事持股質押行為對投資人具有不同涵意，理性投資人會藉由調整必要報酬率，以做為承擔代理風險的補償，因而影響權益資金成本。據此，本研究形成假說如下，

假說 4：其他條件不變下，董監事持比率與權益資金成呈現負相關

假說 5：其他條件不變下，董監事持股質押比率與權益資金成呈現正相關

三、資訊揭露與權益資金成本

在資訊不對稱情況下，管理當局可能產生有逆選擇問題，亦可能增加控制股東傷害外部股東財富的動機，使得代理問題的風險增加，理性的投資人預期代理風險的可能性，便會要求較高的風險溢酬做為承擔代理風險的補償，進而增加公司的權益資金成本。在[24]研究指出，提高資訊透明度將可以降低管理當局與投資人間的資訊不對稱，增加投資人對公司股票的需求，改善股票的流動性，進而使公司的權益資金成本下降。[9,18]亦認為若能提升公司資訊透明度，將可改善公司經營者與股東之間存在資訊不對稱的代理問題。[35]則認為增加資訊揭露程度，能解決控制股東與外部股東之間代理問題。[16,17]研究亦支持增加資訊揭露程度能減緩控制股東的代理問題，進而降低權益資金成本。此外，當資訊風險無法藉由投資組合分散時，投資人便會要求更高必要報酬率以做為承擔風險的補償。[11,34]研究指出，增加資訊揭露程度有助於降低投資人所面臨的資訊風險，投資人因而降低所要求的必要報酬率，導致公司的權益資金成本下降。[25,31]皆認為當資訊揭露愈完整，愈可分散資訊風險，投資人要求的必要報酬便會較低，進而可降低權益資金成本。[30,33,47]研究結果顯示，提高自願性揭露水準不僅能降低資訊不對稱及股票買賣價差，更可獲得更多分析師的推薦，並進影響公司權益資金成本。

綜合上述，本研究預期增加資訊透明度時，能同時減少管理者與股東及控制股東與外部股東間的資訊不對稱，降低代理問題所產生之風險，因此，理性投資人亦會降低必要報酬率，使得權益資金成本下降。據此，本研究形成假說如下，**假說 6：其他條件不變下，資訊透明度與權益資金成本呈負相關。**

叁、研究樣本與模型設定

本論文以在臺灣證券交易所掛牌交易之上市公司為研究樣本，樣本期間為 2005 年至 2014 年。由於金融保險業和證券業的財務資料結構與一般傳統的產業有所差異，因此本研究會將此二個產業排除在本研究之外，且國營事業性質與一般民營企業有很大的差異，且財務報表的編製亦不完全依照一般公認會計原則，因此國營事業亦不納入本研究，最後相關治理變數、股價及財務資料漏缺不全者亦一併排除在本研究之外。

本論文中之應變數為權益資金成本 (COEC)，衡量方式採用資本資產訂價模式 (CAPM)，對於應變數權益資金成本之計算以資本市場定價模型的市場模型來求算。依據 CAPM 權益資金成本等於無風險利率，加上市場之預期風險溢酬與該公司風險係數之乘積，計算方式如下：

$$COEC_{it} = R_{ft} + \beta_{it} [E(R_{mt}) - R_{ft}] \quad (1)$$

其中， $COEC_{it}$ 為 i 公司股票在第 t 期的預期報酬，即為公司的權益資金成本， R_{ft} 為第 t 期的無風險利率，本文以研究期間台灣銀行一年期定期存款利率作為替代變數。 β_{it} 為 i 公司股票在第 t 期的系統風險值，本文以台灣經濟新報股價報酬五年進行運算。 $E(R_{mt})$ 為市場投資組合預期報酬率，以台灣加權股價指數年報酬率計算。

在自變數中，首先為代理問題與股權結構變數。以管理者與股東之代理問題 (MAN) 而言，對於管理者持股比率國內外文獻並無一致標準定義，Agrawal 等人將管理當局分成最高管理者、次高管理者及管理者暨董監事來探討，發現管理者暨董監事對公司決策的影響相當顯著。[23]以董監事及管理者持股比率，探討其對公司決策的影響。而[1,3]以總經理、副總及管理者等負責重要決策之高階主管持股合計除以流通在外股數定義管理者持股比率。本論文將管理者持股比率定義為總經理、副總及管理者等負責重要決策之高階主管持股合計除以期末流通在外股數。對於家族股東與少數股東之核心代理問題而言國內外文獻針對最終控制權所發展出公司治理指標大都從控制權與現金流量權偏離程度為代理變數 [41,50]。然而控制權的計算方法並不一致，[21,22]以最終控制者直接持股率加各控制鏈最小間接持股率總和來衡量，而[41]以最終控制者直接持股率加各控制鏈最末端持股率總和來衡量控制權。本論文控制股東的控制權仍採用[41]所提出的方法，其計算如下：

$$\text{控制股東控制權} = \text{控制股東直接持股率} + \sum \text{各控制鏈最末端間接持股率} \quad (2)$$

其中直接控制部分是指控制股東以個人名義或家族成員所持有的股權和其所控制的未上市櫃關係法人持股率，間接控制部分則是控制股東透過所控制的其他上市櫃公司持有的股權。由控制股東的控制權計算結果可知該家族對目標公司的決策影響力。現金流量請求權的計算乃採用控制股東的控制權之直接持股率加上各控制鏈間接持股率乘積總和。對於董監事股權質押比率(PLE)而言，董監事股權質押，根據[20]定義為年底董監事股權質押股數占董監事持股之比率。在董事會獨立性 (IND) 而言，董事會通常由內部董事、獨立外部董事所組成。在此本論文將內、外部董事一並考慮，以外部董事比率為董事會獨立性代理變數。

在控制變數項裡，以公司規模 (SIZE) 而言，規模較大的公司，其信用風險亦相對較低，因此較容易取得融資，而投資人亦會願意降低要求的報酬率[46]。企業因而取得較低的權益資金成本[17]。[27]曾發現股票報酬存在規模效應，即公司規模能解釋平均股票報酬橫斷面的變異。在[28]的三因子模式中，公司規模則是影響股票報酬的風險因素之一。據此，本研究預期公司規模與權益資金成本呈負相關。公司規模定義為前一年年底總資產帳面值取自然對數。以淨值市值比 (BM) 而言，在[28]的三因子模式中，淨值市值比是影響股票報酬的重要風險因素之一。[27]研究顯示，美國公司股票的平均報酬與公司權益淨值市值比呈正相關。[15]以日本的股票為對象，亦發現淨值市值比在解釋股票橫斷面的平均報

酬上，扮演著相當重要的角色，且兩者呈正向顯著關係。此外，研究公司治理與權益資金成本之關係的研究如[16,37]的研究亦發現淨值市值比較高的公司，權益資金成本較高。據此，本研究預期淨值市值比與權益資金成本呈正相關。淨值市值比定義為前一年年底普通股股東權益的帳面值除以普通股股東權益的市值。以系統性風險（BETA）而言利用[49]所提出的市場模式，以估算日往前 60 個月的月報酬資料(樣本公司至少需有 24 個月的月報酬資料)，估計樣本公司的 β 值。市場模式如下：

$$\gamma_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times \gamma_{m,t} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中 $\gamma_{i,t}$ 為 i 公司股票在第 t 個月的實際報酬率； β_i ：為 i 公司股票之系統性風險；

$\gamma_{m,t}$ ：為市場投資組合在第 t 個月的實際報酬率； ε_{it} ：為殘差項。

以負債比率（LEV）而言[48]認為負債比率愈高，企業發生財務危機、破產之可能性隨之增加，投資人對高財務風險的公司會要求較高的必要報酬率，以彌補承擔的財務風險，企業的權益資金成本因此增加。負債比率定義為年底總負債帳面值除以總資產帳面值。

本論文從代理問題的角度去探討資訊透明度對權益成本影響，並將代理問題區分權益代理問題及核心代理問題，同時為區別訊透明度變化對權益資本成本之影響，故再將資訊透明度分為調升評等與調降評等兩個變數，建構不同之多元迴歸模式進行分析。

模式一：代理問題與資訊透明度對權益成本之影響

$$COEC = f(MAN, CORE, RANK, SIZE, LEV, BETA, BM) \quad (4)$$

模式二：代理問題、資訊透明度及監督機制對權益成本之影響

$$COEC = f(MAN, CORE, RANK, PLE, IND, SIZE, LEV, BETA, BM) \quad (5)$$

模式三：代理問題與資訊透明度調升對權益成本之影響

$$COEC = f(MAN, CORE, RANKUP, SIZE, LEV, BETA, BM) \quad (6)$$

模式四：代理問題、資訊透明度調升及監督機制對權益成本之影響

$$COEC = f(MAN, CORE, RANKUP, PLE, IND, SIZE, LEV, BETA, BM) \quad (7)$$

模式五：代理問題與資訊透明度調降對權益成本之影響

$$COEC = f(MAN, CORE, RANKDOWN, SIZE, LEV, BETA, BM) \quad (8)$$

模式六：代理問題、資訊透明度調降及監督機制對權益成本之影響

$$COEC = f(MAN, CORE, RANKDOWN, PLE, IND, SIZE, LEV, BETA, BM) \quad (9)$$

肆、實證結果

本研究將樣本公司變數之敘述量統計彙整於表 1，權益資金成本其最小值者為-16.422%，最大值為 68.026%，平均數為 5.786%，標準差為 5.185%，且電子產業平均權益資金成本為 6.028%高於非電子產業之 5.567%；資訊透明度部分，將此一變數分為一至五的五個等級，最大值為 5，最小值為 1，平均數為 2.979，標準差為 0.917%，且電子產業資訊透明度平均為 2.926 低於非電子產業之 3.027。在公司治理變數部分，管理者持股比率全樣本平均為 1.6%，電子產業平均為 1.9%，非電子平均為 1.3%，顯示管理者持股比率因產業類別會有很大差異；核心代理問題代理變數控制權與現金流量請求權偏離程度全樣本平均為 6.0%，電子產業平均為 5.9%，非電子平均為 6.1%，顯示非電子產業一股一權的偏離現象較明顯。董監事持股比率全樣本平均為 23.0%，電子產業平均為 21.3%，非電子平均為 24.6%，而董監事股權質押比率全樣本平均為 8.2%，電子產業平均為 7.3%，非電子平均為 8.9%，兩者非電子產業皆高於電子產業。外部董監事比率全樣本平均為 14.1%，電子產業平均為 15.4%，非電子平均為 13.0%，電子產業高於非電子產業。控制變數方面，公司規模與負債比率電子產業皆低於非電子產業，但系統風險與淨值市值比則是電子產業高於非電子產業。

針對變數進行獨立 T 檢定，檢驗變數是否會因產業別而有顯著差異，結果顯示，權益資金成本電子產業顯著高於非電子產業，管理者持股比率與外部董監事比率電子產業亦顯著高於非電子產業，但資訊透明度、控制權與現金流量請求權偏離程度、董監事持股與董監事股權質押比率非電子產業皆顯著高於電子產業。其餘控制變數亦皆有顯著性的差異，顯示本文產業分類具有相當的區別性。

表 1 敘述統計量表

變數	最小值	最大值	平均數			標準差			T 檢定
			全樣本	電子	非電子	全樣本	電子	非電子	
COEC	-16.422	68.026	5.786	6.028	5.567	5.185	5.415	4.959	17.298 ***
RANK	1.000	5.000	2.979	2.926	3.027	0.917	0.954	0.880	-21.366 ***
MAN	0.000	0.294	0.016	0.019	0.013	0.026	0.027	0.024	46.282 ***
CORE	0.000	0.917	0.060	0.059	0.061	0.102	0.096	0.108	-3.788 ***
DIR	0.000	0.950	0.230	0.213	0.246	0.140	0.129	0.148	-46.574 ***
PLE	0.000	1.000	0.082	0.073	0.089	0.163	0.152	0.173	-20.004 ***
IND	0.000	0.750	0.141	0.154	0.130	0.146	0.147	0.145	32.836 ***
SIZE	11.935	21.418	15.263	15.215	15.307	1.330	1.358	1.301	-12.859 ***
LEV	0.002	0.902	0.352	0.336	0.367	0.163	0.154	0.170	-34.682 ***
BETA	-1.761	6.451	0.866	0.913	0.823	0.292	0.267	0.306	61.499 ***
BM	0.130	19.590	1.688	1.752	1.629	1.395	1.449	1.340	16.209 ***

說明：COEC 為權益資金成本；RANK 為資訊透明度；MAN 為管理者持股比率；CORE 為核心代理問題代理變數；PLE 為董監事股權質押比率；IND 為外部董監事比率；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市值比。

表 2 為權益資金成本與及他相關變數的 Pearson 相關係數，從表中可知所有變數與權益資金成本皆呈顯著關係，其中權益資金成本與資訊透明度、管理者持

股比率、董監事持股比率、外部董監事比率及公司規模呈顯著負相關，表示資訊透明度愈高、管理者持股與董監事持股比率愈高、外部董監事比率愈高之公司，其權益資金成本愈低。而權益資金成本與控制權與現金流量請求權偏離程度、董監事股權質押比率、負債比率、電子業之虛擬變數、系統風險及淨值市值比呈顯著正相關，表示控制權與現金流量請求權偏離程度愈高、董監事股權質押比率愈大之公司，其權益資金成本亦會愈高。整體而言自變數彼此間相關係數以控制權與現金流量請求權偏離程度與董監事持股比率及公司規模與系統風險較大，係數為別為 0.443 與 0.361，且後續各表的變異膨脹因素值(VIF)均低於 5，因此本研究各變數間，應無嚴重共線性的問題。

表 2 相關係數矩陣

	COEC	RANK	MAN	CORE	DIR	PLE	IND	SIZE	LEV	ELEC	BETA	BM
COEC	1											
RANK	-.008 ***	1										
MAN	-.009 ***	.003	1									
CORE	.017 ***	.003	.207 ***	1								
DIR	-.088 ***	.008 ***	-.038 ***	.443 ***	1							
PLE	.005 *	-.004	-.099 ***	-.062 ***	-.097 ***	1						
IND	-.049 ***	.022 ***	.127 ***	.054 ***	.011 ***	-.128 ***	1					
SIZE	-.109 ***	.022 ***	-.176 ***	.109 ***	-.107 ***	.180 ***	-.152 ***	1				
LEV	.026 ***	-.001	-.027 ***	-.017 ***	-.018 ***	.116 ***	-.066 ***	.219 ***	1			
ELEC	.044 ***	-.055 ***	.118 ***	-.010 ***	-.117 ***	-.051 ***	.084 ***	-.035 ***	-.093 ***	1		
BETA	.291 ***	.022 ***	-.003	.061 ***	-.265 ***	.054 ***	.093 ***	.361 ***	-.067 ***	.154 ***	1	
BM	.030 ***	.007 ***	.054 ***	.052 ***	.058 ***	-.085 ***	.161 ***	.009 ***	-.052 ***	.044 ***	-.016 ***	1

說明：COEC 為權益資金成本；RANK 為資訊透明度；MAN 為管理者持股比率；CORE 為核心代理問題代理變數；PLE 為董監事股權質押比率；IND 為外部董監事比率；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市值比。其中 *表示在顯著水準 10% 下顯著，**表示在顯著水準 5% 下顯著，***表示在顯著水準 1% 下顯著。

利用多變量的迴歸式來描述影響權益資金成本的因素，以權益資金成本為應變數，公司治理變數（管理者持股比率、控制權與現金流量請求權偏離程度、董監事持股比率、董監事股權質押比率、外部董監事比率），資訊透明變數（資訊透明、資訊透明程度下降、資訊透明程度上升）為主要變數，並加入相關控制變數（公司規模、負債比率、電子業之虛擬變數、系統風險、淨值市值比），探討公司治理和資訊透明度變數對於權益資金成本的影響。為辨識各變數間是否存有高度相關，利用變異數膨脹因子（VIF）進行共線性問題檢測，分析結果顯示，各表之 VIF 值都未大於 10，代表變數間並未存在嚴重的共線性問題。

由表 3 與表 4 實證結果得知，資訊透明度與權益資金成本呈顯著負向關係，即表示提高資訊透明度將可以降低管理當局與投資人間的資訊不對稱，增加投資人對公司股票的需求，改善股票的流動性，同時亦能改善公司經營者與股東之間存在資訊不對稱的代理問題，進而使公司的權益資金成本下降；管理者持股比率與權益資金成本呈顯著負向關係，與[39]所提利益收斂假說相符，即管理者持股

比率愈高時，該管理者與股東之利益會愈趨一致，管理者濫用公司資源的誘因將降低，因此愈不會浪費公司的資源進行特權消費，傷害公司的價值，故管理者持股比率與權益資金成本具有負向關係；而控制權與現金流量請求權偏離程度與權益資金成本具有正向顯著關係，與財富侵佔假說的觀點相符，即當控制股東所掌握的控制權與現金流量權偏離程度愈大時，會提高控制股東傷害小股東財富的動機，導致公司價值降低，因此理性投資人會藉由提高必要報酬率，以做為承擔代理風險的補償，因而增加權益資金成本。

董監事持股比率與權益資金成本呈負向關係，而董監事持股質押比率與權益資金成本則呈正向關係，且在顯著水準 1% 下顯著，此結果與[13]所提出的觀點相符，認為當董事的持股比率愈高時，會更有效率的去監督管理者，降低管理者與股東間的代理問題，因而降低權益資金成本，但當董監事將股權質押時，會使其個人資金狀況與公司股價走勢產生連結，基於自利動機，涉入經營的董監事可能會利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊，企圖影響股價，因此原本監督效果將減緩，代理問題轉趨嚴重，因而使權益資金成本增加。外部董監事比率與權益資金成本亦呈負向顯著關係，即外部董監事為建立及維持專業聲譽，會有充分誘因監督財務報表編製，因此提升董事會獨立性及監督功能，有助於公司的經營效率增進及降低相關代理問題衍生的風險，因而降低權益資金成本。其他控制變數結果皆符合預期，公司規模與權益資金成本為顯著負向關係，即大規模的公司，其信用風險亦相對較低，因此較容易取得融資，而投資人亦會願意降低要求的報酬率。而負債比率、電子業之虛擬變數、系統風險及淨值市值比與權益資金成本為顯著正向關係。

表 3 代理問題與資訊透明度對權益成本之影響

變數名稱	B 估計值	T		VIF
(常數)	.368	2.200	**	
RANK	-.017	-2.646	***	1.005
MAN	-1.787	-3.430	***	1.112
CORE	.330	2.621	***	1.073
SIZE	-.066	-5.710	***	1.310
LEV	.329	3.836	***	1.089
ELEC	.075	2.734	***	1.063
BETA	4.579	90.643	***	1.224
BM	-.122	-12.687	***	1.011
F	1358.290	***		
Adj-R ²	.173			

說明：RANK 為資訊透明度；MAN 為管理者持股比率；CORE 為核心代理問題代理變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市值比。其中*表示在顯著水準 10% 下顯著；**表示在顯著水準 5% 下顯著；*** 表示在顯著水準 1% 下顯著。

表 4 代理問題、資訊透明度及監督機制對權益成本之影響

變數名稱	B 估計值	T		VIF
(常數)	.398	2.225	**	
RANK	-.014	-2.966	***	1.006
MAN	-1.915	-3.411	***	1.159
CORE	.443	2.814	***	1.448
DIR	-.798	-6.875	***	1.481
PLE	.300	3.565	***	1.071
IND	-.802	-8.368	***	1.104
SIZE	-.081	-6.837	***	1.384
LEV	.318	3.700	***	1.094
ELEC	.045	2.606	***	1.074
BETA	4.423	83.471	***	1.348
BM	.110	11.194	***	1.043
F	1000.669	***		
Adj-R2	.174			

說明：RANK 為資訊透明度；MAN 為管理者持股比率；CORE 為核心代理問題代理變數；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；IND 為外部董監事比率；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市值比。其中*表示在顯著水準 10%下顯著；**表示在顯著水準 5%下顯著；*** 表示在顯著水準 1%下顯著。

將資訊透明細分，資訊透明程度調升與資訊透明程度調降，進行權益資金成本影響因素探討，由表 5 至表 6 實證結果得知，資訊透明度調升評等與權益資金成本呈顯著負相關，即增加資訊揭露來提升公司資訊透明度，能使公司獲得較低的權益資金成本，但表 7 至表 8 實證結果得知，資訊透明度調降評等與權益資金成本呈顯著正相關，表示若公司資訊透明程度變差，反而會使公司權益資金成本上升，因此公司藉由增加資訊揭露水準降低資本市場的投資人與公司管理當局之間的資訊不對稱，降低投資人所要求的資訊風險溢酬，進而降低投資人所要求的必要報酬率，使得權益資金成本下降。

公司治理變數，不論於資訊透明程度調升或調降模型結果維持不變，管理者持股，可使管理者與股東間的利益更加緊密連結，因為管理者因特權消費、怠惰或追求非公司價值極大化行為，所造成財富損失將由自己承擔，故管理者濫用公司資源的誘因將降低，故管理者持股比率與權益資金成本呈負向關係；而控制權與現金流量權產生偏離時，控制股東愈能控制公司所揭露的資訊與所使用的會計方法，為了掩飾其侵害小股東之行為，便可能隱藏財報部份資訊，因而降低公司財報盈餘資訊內涵，因而使投資人藉由提高必要報酬率以承擔可能面臨之代理風險。

此外，可藉由董監事及外部董監事進行有效率的監督，以降低管理者與股東間的代理問題，進而降低投資人所要求之必要報酬率，但當董監事持股質押時，除可能利用職務之便影響股價外，亦會造成實質控制權與所有權的偏離，使得控制股東與外部股東的代理問題更加嚴重，此時理性投資人便會藉由提高必要報酬率，以做為承擔代理風險的補償，因而增加權益資金成本。其他控制變數實證結果同前，故不再贅述。

表 5 代理問題與資訊透明度調升對權益成本之影響

變數名稱	B 估計值	T		VIF
(常數)	.434	2.671	***	
MAN	-1.779	-3.417	***	1.112
CORE	.429	2.611	***	1.073
RANKUP	-.047	-2.017	**	1.001
SIZE	-.066	-5.695	***	1.311
LEV	.329	3.834	***	1.089
ELEC	.074	2.684	***	1.059
BETA	4.580	90.706	***	1.223
BM	.122	12.707	***	1.011
F	1358.465	***		
Adj-R2	.173			

說明：MAN 為管理者持股比例；CORE 為核心代理問題代理變數；RANKUP 為資訊透明度調升之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市市值比。其中*表示在顯著水準 10%下顯著；**表示在顯著水準 5%下顯著；*** 表示在顯著水準 1%下顯著。

表 6 代理問題、資訊透明度調升及監督機制對權益成本之影響

變數名稱	B 估計值	T		VIF
(常數)	.455	2.605	***	
MAN	-1.910	-3.403	***	1.159
CORE	.443	2.814	***	1.448
RANKUP	-.051	-2.057	**	1.001
DIR	-.796	-6.860	***	1.480
PLE	.302	3.578	***	1.071
IND	-.807	-8.425	***	1.103
SIZE	-.081	-6.833	***	1.384
LEV	.317	3.695	***	1.094
ELEC	.043	2.565	***	1.069
BETA	4.424	83.518	***	1.347
BM	.110	11.202	***	1.043
F	1000.880	***		
Adj-R2	.174			

說明：MAN 為管理者持股比例；CORE 為核心代理問題代理變數；RANKUP 為資訊透明度調升之虛擬變數；DIR 為董事會監事持股比例；PLE 為董監事股權質押比率；IND 為外部董監事比率；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市市值比。其中*表示在顯著水準 10%下顯著；**表示在顯著水準 5%下顯著；*** 表示在顯著水準 1%下顯著。

表 7 代理問題與資訊透明度調降對權益成本之影響

變數名稱	B 估計值	T		VIF
(常數)	.420	2.586	**	
MAN	-.778	-3.415	***	1.112
CORE	.030	2.221	**	1.073
RANKDOWN	.012	2.421	**	1.001
SIZE	-.066	-5.716	***	1.311
LEV	.329	3.843	***	1.088
ELEC	.074	2.672	***	1.059
BETA	4.580	90.708	***	1.223
BM	.122	12.699	***	1.011
F	1358.136	***		
Adj-R2	.173			

說明：MAN 為管理者持股比例；CORE 為核心代理問題代理變數；RANKDOWN 為資訊透明度調降之虛擬變數；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市市值比。其中*表示在顯著水準 10%下顯著；**表示在顯著水準 5%下顯著；*** 表示在顯著水準 1%下顯著。

表 8 代理問題、資訊透明度調降及監督機制對權益成本之影響

變數名稱	B 估計值	T		VIF
(常數)	.442	2.531	**	
MAN	-1.908	-3.400	***	1.158
CORE	.442	2.807	***	1.448
RANKDOWN	.016	2.570	**	1.001
DIR	-.797	-6.862	***	1.480
PLE	.301	3.572	***	1.071
IND	-.805	-8.407	***	1.104
SIZE	-.081	-6.848	***	1.384
LEV	.318	3.704	***	1.094
ELEC	.043	2.554	**	1.069
BETA	4.425	83.522	***	1.347
BM	.110	11.196	***	1.043
F	1000.609	***		
Adj-R2	.174			

說明：MAN 為管理者持股比率；CORE 為核心代理問題代理變數；RANKDOWN 為資訊透明度調降之虛擬變數；DIR 為董監事持股比率；PLE 為董監事股權質押比率；IND 為外部董監事比率；SIZE 為公司規模；LEV 為負債比率；ELEC 為電子業之虛擬變數；BETA 為系統風險；BM 為淨值市價比。其中*表示在顯著水準 10%下顯著；**表示在顯著水準 5%下顯著；*** 表示在顯著水準 1%下顯著。

伍、結論

本研究以在台灣證券交易所掛牌交易之上市公司為研究樣本，並以證基會之「資訊揭露評鑑系統」第三屆至第十二屆之評鑑結果為資訊透明度之代理變數，配合公司治理變數進行權益資金成本影響因素之探討。實證結果發現，提高資訊透明度將可以降低管理當局與投資人間的資訊不對稱，及改善公司經營者與股東之間存在資訊不對稱的代理問題，同時亦減少控制股東傷害外部股東財富的動機，增加投資人對公司股票的信心，改善股票的流動性，進而使公司的權益資金成本下降。若將資訊透明細分為資訊透明程度調升與資訊透明程度調降，發現增加資訊揭露來提升公司資訊透明度，能使公司獲得較低的權益資金成本，相對的，若公司資訊透明程度變差，反而會使公司權益資金成本上升。

管理者持股比率與權益資金成本的關係，與[39]所提利益收斂假說相符，即管理者持股比率愈高時，因管理者因特權消費、怠惰或追求非公司價值極大化行為，所造成財富損失將由自己承擔，故管理者與股東間的利益更加緊密連結，降低管理者濫用公司資源的誘因，故管理者持股比率與權益資金成本具有負向關係；而控制權與現金流量請求權偏離程度與權益資金成本的關係，與財富侵佔假說的觀點相符，即當控制股東所掌握的控制權與現金流量權偏離程度愈大時，會提高控制股東傷害小股東財富的動機，控制股東愈能控制公司所揭露的資訊與所使用的會計方法，為了掩飾其侵害小股東之行為，因此理性投資人會藉由提高必要報酬率，以做為承擔代理風險的補償，因而增加權益資金成本。

董事會監督機制部分，外部董監事為建立及維持專業聲譽，會有充分誘因監督財務報表編製，因此提升董事會獨立性及監督功能，有助於公司的經營效率增進及降低相關代理問題衍生的風險，因而降低權益資金成本。董監事持股比率愈高時，會更有效率的監督管理者行為，改善管理者與股東間的代理問題，進而降低權益資金成本，但當董監事將股權質押時，基於自利動機，除涉入經營的董監

事可能會利用職務之便，透過盈餘管理與發布不實盈餘預期資訊影響股價外，亦會造成實質控制權與所有權的偏離，使得控制股東與外部股東的代理問題更加嚴重，因此原本監督效果將減緩，代理問題轉趨嚴重，因而使權益資金成本增加。

參考文獻

1. 王元章、張椿柏，2011，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，23(2)，131-174。
2. 王元章、張椿柏，2012，核心代理問題對盈餘管理之影響，會計審計論叢，2(2)，69-113。
3. 李春安、吳欽杉、葉麗玉，2003，所有權結構與公司非法行為關係之研究-以台灣股票上市公司為例，證券市場發展季刊，14(4)，75-138。
4. 周建新，2005，資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究，會計與公司治理，2(2)，25-46。
5. 高蘭芬、邱正仁，2002，董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響，臺大管理論叢，13(1)，127-162。
6. 陳瑞斌、許崇源，2008，資訊揭露水準對權益資金成本的影響，東吳經濟商學學報，61，67-108。
7. 葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，臺北：商智文化。
8. Aggarwal, R. K. and D. Nanda, 2004, "Access, Common Agency and Board Size," SSRN Working Paper.
9. Ali, A., T. Y. Chen, and S. Radhakrishnan, 2007, "Corporate Disclosures by Family Firms," *Journal of Accounting and Economics* 44, 238-286.
10. Ball, R., J. S. Wu and A. Robin, 1999, "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries, and Implications for Acceptance of I.A.S.," Working paper, University of Rochester.
11. Barry, C. and S. Brown, 1985, "Differential Information and Security Market Equilibrium," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20(4), 407-22.
12. Bebchuk, L. A., R. Kraakman and G. G. Triantis, 2000, "Stock Pyramids, Cross Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," In R. K. Morck(ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (1st ed.), 295-318. Chicago: University of Chicago Press.
13. Berle, A. and G. C. Means, 1932, "The Modern Corporation and Private Property," MacMillan, New York, N. Y.
14. Brickley, J.A., J. L. Coles and R. L. Terry, 1994, "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills," *Journal of Financial Economics* 35, 371-390.
15. Chan, L. K., Hamao, Y. and J. Lakonishok, 1991, "Fundamentals and Stock Returns in Japan," *Journal of Finance* 46, 1739-1789.

16. Chen, K. C. W., Chen, Z. H. and J. K. C. Wei, 2004, "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets," SSRN Working Paper.
17. Chen, K. C. W., Z. H. Chen, and J. K. C. Wei, 2003, "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets," SSRN Working Paper.
18. Chen, S., X. Chen, and Q. Cheng, 2008, "Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure," *Journal of Accounting Research* 46(3), 499-536.
19. Cheng, C. A., D. Collins, and H. Huang, 2006, "Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 27(2), 175-204.
20. Chiou, J., T. Hsiung and L. Kao, 2002, "A Study of the Relationship between Financial Distress and Collateralized Shares," *Taiwan Accounting Review* 3(1), 79-111.
21. Claessens, S., S. Djankov, J. P.H. Fan and L. H. P. Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance* 57, 2741-2772.
22. Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics* 58, 81-112
23. Crutchley, C. and Hansen, R., 1989, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends," *Financial Management* 18, 36-46.
24. Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia, 1991, "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital." *Journal of Finance* 46(4), 1325-59.
25. Duarte, J., L. Young, and F. Yu, 2008, "Credit Spreads, Governance and Information Asymmetry," Washington University and Michigan State University Working Paper.
26. Epps, R. W. and S. J. Cereola, 2008, "Do Institutional Shareholder Services (ISS) Corporate Governance Ratings Reflect a Company's Operating Performance?" *Critical Perspectives on Accounting* 19(8), 1135-1148.
27. Fama, E. F. and K. R. French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* 47(2), 427-65.
28. Fama, E. F. and K. R. French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics* 33(1), 3-56.
29. Fama, E. F. and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
30. Ferreira, M. A. and P. A. Laux, 2007, "Corporate Governance, Idiosyncratic Risk,

- and Information Flow,” *The Journal of Finance* 62, 951-989.
31. Francis, J., D. Nanda, and P. Olsson, 2008, “Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital,” *Journal of Accounting Research* 46(1), 53-99.
 32. Gul, F. A., and S. Leung, 2004, “Board Leadership, Outside Directors’ Expertise and Voluntary Corporate Disclosures,” *Journal of Accounting and Public Policy* 23(5), 351-379.
 33. Hail, L., 2002, “The Impact of Voluntary Corporate Disclosure on the Ex-ante Cost of Capital for Swiss Firms,” *The European Accounting Review* 11(4), 741-73.
 34. Handa, P. and S. C. Linn., 1993, “Arbitrage Pricing with Estimation Risk,” *Journal of Financial Economics* 28(1), 81-100.
 35. Healy, P. M. and K. G. Palepu, 2001, “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Market: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics* 31(3), 405-40.
 36. Healy, P. M., and J. M. Wahlen, 1999, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons* 13, 365-383.
 37. Huang, H, 2004, “Shareholder Rights and the Cost of Equity Capital,” SSRN Working Paper.
 38. Jensen, M. C. and R. S. Ruback, 1983, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
 39. Jensen, M. C. and W. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
 40. Jensen, M. C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance* 48(3), 831-881.
 41. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (1999), “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance* 54, 471-517.
 42. Lang, M., and R. Lundholm, 1996, “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior,” *The Accounting Review* 71(4), 467-492.
 43. Lemmon, M. L. and K. V. Lins, 2003, “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value : Evidence from the East Asian Financial Crisis,” *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
 44. Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, 1988, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
 45. Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young, 2005, “Board Monitoring and Earnings Management : Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals,” *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 1311-1346.

46. Pittman, J. A. and S. Fortin, 2004, "Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms," *Journal of Accounting and Economics* 37(2), 113-36.
47. Richardson, A. and M. Welker, 2001, "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital," *Accounting, Organization and Society* 26(5), 597-616.
48. Sengupta, P, 1998, "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *The Accounting Review* 73(4), 459-474.
49. Sharpe, W, 1964, "Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance* 29, 425-442.
50. Shleifer, A. and R. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52(2), 737-783.
51. Welker, M., 1995, "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets," *Contemporary Accounting Research* 11(2), 801-827.
52. Xie, B., W. N. Davidson and P. J. DaDalt, 2003, "Earnings Management and Corporate Governance : The Role of the Board and the Audit Committee," *Journal of Corporate Finance* 9(3), 295-316.