

# 公司治理與企業責任報告之揭露

程心瑤\*

銘傳大學會計學系

## 摘要

有鑑於全球愈來愈重視企業營運對社區造成的社會、環境和經濟影響，企業的利害關係人除了重視企業的財務績效之外，也愈來愈關心企業是否有善盡其「社會公民」的責任與角色。企業責任報告之目的就是在傳統的財務報表之外，進一步揭露企業的營業活動對於社會及環境所造成的影響。為了使資本市場能更有效地運作，公司管理當局應該要揭露範圍更廣、透明度更高、並有助於投資決策的攸關性資訊，因此，發布企業責任報告的企業有日益增多的趨勢。本研究之目的即在探討企業的公司治理結構之良窳與管理當局企業責任報告揭露決策的關係。本研究發現：公司治理結構愈好的企業愈傾向於揭露企業責任報告，而且也愈可能以專節的形式在該報告中揭露公司治理資訊。

**關鍵詞：**公司治理、企業責任報告、非財務性揭露

---

\* 作者感謝中原大學會計研究所研究助理夏煒琄、周瑤純、陳盈志、詹雅婷和謝昶成協助蒐集及整理資料，中原大學會計研究所 Workshop 的所有參與老師及研究生，以及兩位匿名評審對本文提供的寶貴建議。

收稿日：2008 年 3 月

接受日：2009 年 10 月

二審後接受

# Corporate Governance and Corporate Responsibility Reports Disclosure

**Hsin-Yao Cheng**

Department of Accounting  
Ming Chuan University

## Abstract

In light of the increasing emphasis on companies' social, environmental and economic impacts on the communities, stakeholders are more concerned about whether firms appropriately assume their responsibility as a social citizen. To fulfill stakeholders' demand of such non-financial information, many companies have recently begun to voluntarily issue the corporate responsibility reports (CRR) as a means to disclose their social, environmental and economic performance and their commitment to do business responsibly. This study intends to answer the following question related to the CRR disclosure: Will companies with stronger corporate governance be more willing to issue CRR? The empirical results reveal that the stronger the companies' corporate governance, the more likely the management will issue CRR. Particularly, these companies tend to disclose their corporate governance policy and procedures in a separate section in the CRR. The implications of these findings are discussed.

**Keywords:** *Corporate governance, Corporate responsibility report, Non-financial disclosure.*

Submitted March 2008  
Accepted October 2009  
After 2 rounds of review

## 壹、緒論

自從 18 世紀資本市場形成以來，如何能夠抑制公司所有權和經營權分離之後所產生的管理當局機會主義(opportunism)行為，一直是資本市場與主管機關關心的問題。由於公司是否具備健全的治理結構會影響公司的資訊品質，所以公司財務報表透明度不足以及公司治理機制缺乏往往會嚴重傷害資本市場的投資人。近年來美國安隆(Enron)和世界通訊(WorldCom)等公司醜聞案的發生，更突顯了公司治理的重要性。公司治理結構的不良，不僅會影響財務報表的品質與可靠度，更會導致外部審計的效果不彰，而為了要使資本市場有效運作，公司必須提供投資人及債權人攸關、可靠和及時的資訊。有鑑於此，主管機關試圖積極地促進公司改善其公司治理結構，而資訊揭露及財務報表透明度則為公司治理結構的主要指標(Ho and Wong 2001)。

管理當局的自願性揭露包括了財務性和非財務性的。過去文獻(Cormier and Gordon 2001; Richardson and Welker 2001; Al-Tuwaijri, Christensen and Hughes 2004)以自行建立的非財務性揭露水準衡量指標來探討與非財務性揭露相關的議題，例如，Cormier and Gordon (2001)主張大規模公司會揭露較多的非財務性揭露，Al-Tuwaijri et al. (2004)檢視環境績效與環境揭露的關係，Richardson and Welker (2001)則同時探討財務性揭露和非財務性揭露與資金成本的關係。雖然這些文獻分別探討了非財務揭露的影響因素以及其對資本市場的影響，但是，過去文獻所探討的非財務性揭露範圍較有限，採用自行建立的非財務性揭露衡量指標可能會造成研究結果的偏誤，而且，過去直接檢視公司治理結構與管理當局非財務揭露之關係的文獻並不多。由於管理當局非財務性揭露的數量和品質也是資訊透明度的一項指標，所以非財務性揭露的水準也會受到公司治理結構是否健全的影響。

經濟的成長為企業帶來利益，但也使社會大眾對企業活動的關注程度提高，而隨著全球對環境和企業倫理議題的敏感度增加，企業的利害關係人(stakeholders)也愈來愈關心企業在經濟社會中是否所扮演了適當的角色。由於媒體對於諸如破壞環境、不當處理勞資事件以及由失當的製造過程導致危及消費者權益等事件的大肆報導，使得資本市場也開始將公司是否訂有適當的企業社會責任政策列入考量。為了因應這些趨勢，公司必須在經濟、社會和環境等三方面都具備永續經營的理念，以克盡其企業社會責任，也就是說，企業必須權衡其獲利的目標與所有利害關係人的需求，並與其所在的社區建立長久的夥伴關係(partnership)，這就是所謂的「永續發展原則(the sustainability principle)」(Rowe 2006)，而企業的利害關係人就藉著企業所揭露的企業責任報告(corporate responsibility reporting，以 CRR 代表之)來審查企業對於「永續發展原則」的達成程度。CRR 之目的是在企業所報導的財務結果之外，揭露企業的營業活動對於社會和環境所造成的影響，因此 CRR 也稱為 triple bottom line 報告。由於企業愈來愈重視其企業社會責任，訂有企業社會責任政策的企業愈

來愈多，藉著 CRR 揭露企業履行社會責任的績效也將漸漸成為全球的趨勢。雖然 CRR 的重要性日益提高，揭露 CRR 的公司也愈來愈多，但是，過去並無文獻針對 CRR 加以深入及完整的探討。因此無論對管制機關、實務界或學術界而言，皆需要與管理當局揭露 CRR 的動機以及揭露 CRR 的公司之公司特性有關的實證證據。

有鑑於揭露 CRR 已逐漸成為全球的趨勢，KPMG 自從 1993 年開始，即針對全世界十個國家的前一百大公司所揭露的 CRR 進行國際性的調查，而且分別在 1993、1996、1999、2002 及 2005 年發佈其調查報告。KPMG 2005 年的 CRR 調查是針對全球五百大公司中的前二百五十家（以 G250 表之），以及包含澳洲、比利時、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、德國、義大利、日本、荷蘭、挪威、南非、西班牙、瑞典、英國及美國等十六個國家的前一百大公司（以 N100 表之）。KPMG (2005)指出：CRR 的目的是在向企業的利害關係人傳達該企業更透明更有會計責任的形象，而 CRR 的內容不止包含環境績效，而是將環境、社會以及經濟績效的資訊加以整合再以 CRR 揭露出來。2005 年的調查結果顯示：相對於在 2002 年的 G250(N100)中，有 45% (23%)的公司會揭露 CRR，G250 (N100)在 2005 年揭露 CRR 的比例已經增加到 52% (33%)。另外，在 1999 年時，幾乎所有 CRR 揭露的都是環境資訊，但是 2005 年的調查顯示，已經有 68% (48%)的 G250 (N100)公司在 CRR 中揭露與永續經營有關的資訊，亦即將社會、環境和經濟績效的議題包含在內。雖然與美國和世界其他的國家比較起來，國內對於企業責任的重視程度仍嫌不足，但是根據遠見雜誌 (2006) 的調查，國內上市公司之企業社會責任平均分數已經由 2004 年不及格的 58.2 分提升到 2005 年 68.2 分，雖然結合年報揭露其履行企業社會責任之資訊的上市公司比例沒有明顯變動，但是公佈單獨的 CRR 之上市公司比例已由 4.8% 成長到 5.3%，可見國內企業揭露 CRR 的趨勢亦在漸漸形成之中。由於本研究所要探討的 CRR 之揭露內容是財務報表以外的重要資訊，所以係屬於管理當局自願揭露的非財務性資訊。相對於過去的非財務性揭露文獻(Hughes 2000; Al-Tuwaijri et al. 2004)所探討的量化財務報表附註揭露資訊，本研究探討的是獨立於財務報表以外，揭露質性資訊的 CRR。CRR 揭露了與公司的企業責任有關的資訊，而健全的公司治理正掌握了實踐企業責任的核心元素—透明、責任與誠信，使得公司可以藉著健全的層層治理系統，透過嚴密的內控與外部審計以及其他的監督機制，成為具有資訊透明度以及公平誠信的企業組織，因此，本研究推論公司治理結構與 CRR 之揭露與否存在一定的關係。有鑑於此，本研究擬由外部股東的觀點，以 CRR 這項資訊範圍較廣的綜合性非財務自願性揭露探討公司治理結構與管理當局非財務性揭露的關係，以期能有助學術界及實務界更加了解管理當局的自願性揭露行為，也能提供資本市場投資人作為進行企業評價時的重要參考依據。

健全的公司治理和管理當局的適當揭露皆為保護股東權利的必要方法，因此新近的實證研究文獻也探討揭露和公司治理的關係(Forker 1992)。本研究延伸有關公司治理和揭露的研究，以 DeFond, Hann and Hu (2005)發展出來的公司治理指標來衡量不同公司的治理環境，探討在美國 S&P 500 公司中，公司治理環境和管理當局是否提供 CRR 的關係。KPMG (2005)在探討影響管理當局決定是否要揭露 CRR 之因素時，特別針對公司治理方面作了深入的分析。該報告認為：由於管理當局必須對報表使用者揭露可靠的資訊，因此，主管機關在訂定與 CRR 相關的法令時，會增加公司的揭露資訊範圍，使得 CRR 中與公司治理相關的內容愈來愈多。如 2002 年的沙氏法、英國即將實施的 Operational Financial Review 以及歐盟要求公司在年報中納入環境及社會議題的規定，都使得揭露 CRR 的公司在該報告中增加對於公司治理的報導篇幅。KPMG (2005)指出：在該項調查所包括的 CRR 樣本中，雖然只有 6%的報告明確地提及 CRR 和沙氏法的關係，但是有 53%的報告特別說明了公司治理和 CRR 的關係。由此可知，有關公司治理方面的討論是 CRR 內容中的主要部份，所以本研究認為，以 CRR 的揭露與否來衡量公司的非財務性揭露，將對公司治理與非財務性揭露的關係提供更直接的證據。此外，由於有些 CRR 以公司治理專節的形式來報導其公司治理資訊，因此本研究也探討公司治理結構愈佳的公司是否愈會在 CRR 中，以專節的形式來報導公司治理資訊，檢視管理當局是否會以不同的方式表達相同的資訊來操縱投資人認知。與過去探討揭露的不同形式之文獻(Lipe 1998)不同的是，本研究並非探討資訊在財務報表中的不同表達方式，也不是研究不同資訊表達方式對股價的影響，而是探討公司治理結構的良窳程度與管理當局是否以公司治理專節來揭露公司治理資訊的關係，藉此來研究管理當局是否會藉含有公司治理專節的 CRR 來操縱投資人對該公司之公司治理結構資訊的認知，亦即，傳遞該公司擁有較佳公司治理結構的訊息。

本研究以美國資本市場之資料為主的理由有二：(1)在世界各國的資本市場中，美國的市場規模最大，有世界各國的資金在市場中流通，而且相較於其他國家的市場，美國的資本市場較有效率，較能反應公開的資訊；(2)與日本及歐盟的國家不同的是，美國的公司 CRR 中所提供的資訊大部份係屬自願性揭露，而且本研究所檢測的 CRR 是過去自願性揭露文獻未曾探討過的，因此可以提供有關自願性揭露的進一步實證證據。本研究的實證結果發現：無論就整體公司治理結構或是就個別治理要素而言，公司治理結構愈好之企業愈可能揭露 CRR，而且其管理當局在 CRR 中揭露公司治理內容的可能性較大，同時也愈可能以專節的形式在該報告中揭露公司治理資訊。

本研究為首篇針對 CRR 的橫斷面研究，對國內及國外的實務界和學術界有兩點貢獻：第一，由於本研究發現公司治理結構愈好之企業愈可能揭露 CRR，因此，本研究推論企業在決定是否揭露 CRR 的同時，亦傳遞了該企業的公司治理結構資訊，所以本研究的結果可以作為資本市場投資人進行企業評

價的參考，也可以提供主管機關有關於「是否應強制企業揭露 CRR」以及「如何利用 CRR 之揭露來提高企業的資訊透明度以及強化公司治理結構」的決策參考；第二，本研究針對「公司治理結構與自願性揭露的關係」以及提供自願性揭露之企業的公司特質與其揭露動機的探討，有助於學術界更深入了解企业的自願性揭露行為。

本研究的後續結構如下：第貳節回顧管理當局揭露之相關文獻與發展本研究之實證假說；第參節說明本研究之研究方法，包含：實證模型、變數衡量及樣本篩選之標準；第肆節說明本研究的實證分析結果；第伍節闡述本研究的結論、研究限制以及對未來研究的建議。

## 貳、文獻回顧與研究假說

### 一、企業責任報告之揭露與公司治理環境的關係

在財務性揭露之外，管理當局揭露的資訊集合尚包括非財務性揭露，過去與非財務性揭露有關之文獻的研究主題包括了以平衡計分卡的架構探討非財務性的績效衡量指標(Kaplan and Norton 1996, 2001; Lipe and Salterio 2000)；總人口數和客戶佔總人口數的比例與通訊業公司之股價的相關性(Amir and Lev 1996)；專利品質與研究發展費用(Hirschey, Richardson and Scholz 2001)及顧客滿意度(Ittner and Larcker 1998)與公司市場價值的關係；顧客滿意度(Banker, Porter and Srinivasan 2000)、準時交貨程度(Nagar and Rajan 2001)、航空業的非財務品質衡量指標(Behn and Riley 1999)以及現有生產線的產品不良率(Luft and Shields 2002)對未來收益及財務報表損益的預測能力以及環境揭露方面的探討。快速的科技進步、網路企業的發展、會計師和財務分析師產業經濟的變化以及資本市場的全球化，使得經濟環境產生了重大變化，這些變化影響了財務報導和揭露的性質，也為學術界帶來了新的研究機會。Healy and Palepu (2001) 因此表示，財務報導和揭露仍然會是一個充滿機會的實證研究領域。

當公司的經營權與所有權分離時，股東會設置公司治理的機制來降低代理成本，減少管理當局和股東之間的利益衝突，因此 Jensen and Meckling (1976) 提出一個將公司的揭露行為連結到公司治理的架構。理論上，內部的公司治理機制與公司資訊的揭露之間可能是互補或替代的關係。如果兩者是互補的，則資訊揭露的品質會因為公司治理結構的加強而改善，其原因即在於公司的內部控制會因採行更多的公司治理機制而強化，而且公司內部也會有更嚴密的監督機制來抑制管理當局的機會主義行為及減少資訊不對稱的現象(Leftwich, Watts and Zimmerman 1981)。因而，在此嚴密監督的環境中，管理當局較不可能隱藏私有資訊，使得資訊揭露的數量和財務報表的品質都會提高。相反地，如果公司治理和資訊揭露的關係是替代的，由於公司治理機制會取代管理當局所揭露之資訊的功能，因此管理當局的資訊揭露不會隨著公司治理機制強化而改善。雖然 Ho and Wong (2001)認為公司治理與資訊揭露之間是否具有衝突的關係尚

未完全釐清，但是 Hill (1999)主張公司應該設置能夠重覆核對和互相平衡的公司治理制度。

根據過去的文獻(Leftwich et al. 1981; Fama and Jensen 1983)，若董事會中的獨立董事所佔之比例較高，則對於管理當局的機會主義行為會提供更有效的監督，而 Forker (1992)則發現當董事會中的獨立董事愈多時，對於財務揭露品質的監督會加強，管理當局持有私有資訊的利益會降低。至於董事會中的審計委員會，Forker (1992)發現審計委員會的存在和有關認股權之揭露的品質有正向的關係。除此之外，Ho and Wong (2001)也發現管理當局自願性揭露的程度與獨立董事比例及是否設置審計委員會等個別的公司治理特質因素有關。過去研究不同公司治理機制之效果的文獻分別探討了所有權結構(Ho and Wong 2001)、機構投資人股權比例(Bushee and Noe 2000)、外部董事在董事會中所佔的比例(Forker 1992)、單一領導結構(Ho and Wong 2001)及高階管理當局認股權的影響(Miller and Piotroski 2000)等公司治理環境的組成要素。然而由於這些不同要素之間可能存在互補或替代的關係，因此從這些文獻的研究結論並無法得知這些組成要素的綜合效果，亦即整體的公司治理環境。因此，DeFond et al. (2005)基於過去以單一公司治理結構要素探討公司治理環境時，可能因為忽略這些不同要素之間的交互作用而造成以偏蓋全的缺失，發展出一個結合六項不同公司治理結構要素之公司治理環境總指標，以彌補過去文獻的不足。此六項公司治理結構的要素包括公司董事會規模、董事會獨立性、審計委員會規模、審計委員會獨立性、用來捕捉公司處理股東權利之態度的 G-index (Gompers, Ishii and Metrick 2003)以及機構投資人股權比例。本研究所探討的影響管理當局自願性揭露之公司治理環境，亦涵蓋公司治理結構的不同層面，因此亦以 DeFond et al. (2005)的公司治理總指標來衡量公司的整體治理結構<sup>1</sup>。本研究相信，此一公司治理總指標能夠更客觀地衡量公司的整體治理結構。另外，為了避免在過去探討自願性揭露的文獻(Ho and Wong 2001)中，以作者自行建構的自願性揭露指標來衡量管理當局自願性揭露程度時，所可能造成的客觀性問題，本研究以 CRR 之揭露與否來代表管理當局的自願性揭露程度。

由於 CRR 係屬於管理當局的自願性揭露，而自願性揭露與強制性揭露最大的不同即在於管理當局的揭露動機。無論管理當局是基於何項目的揭露 CRR，公司治理方面的議題都是該報告的主要內容之一，因此可以合理推論，若管理當局自願揭露 CRR，則與未揭露 CRR 之公司相比，該公司會有較佳的

---

<sup>1</sup> DeFond et al. (2005)的公司治理總指標包含六個不同的變數，而其中一個變數是機構投資人股權比例。由於 S&P 500 公司在向 SEC 申報機構投資人股權比例時是以某企業持有其他企業的股權比例之資料申報，因此本研究無法依據 DeFond et al. (2005)對機構投資人股權比例的變數定義由 EDGAR 資料庫蒐集該變數所需之資料。職是之故，本研究逕將代表機構投資人股權比例的變數從公司治理總指標中刪除，使得本研究採用的公司治理總指標只包含董事會規模、董事會獨立性、審計委員會規模、審計委員會獨立性以及 G-index 五個變數。

公司治理結構。本研究以 DeFond et al. (2005) 的公司治理總指標來衡量樣本公司之公司治理結構程度，並檢驗本研究的第一個研究假說：

**H1：其他條件不變，整體公司治理結構較佳（差）之公司較會（不會）揭露企業責任報告。**

若上述的假說獲得支持，則本研究推論公司治理結構較佳之公司揭露 CRR 之機率較公司治理結構較差之公司高。

## 二、企業責任報告之公司治理專節與公司治理環境的關係

管理當局對於要如何表達一些自願性揭露的資訊有裁量權，而公司和主管機關不止關心投資人可以公開取得的資訊數量，也在乎這些資訊的表達方式。Hirshleifer and Teoh (2003) 指出：由於公司和準則制定機關假設投資人在處理公開資訊時，並不是完美的，也就是說，即使以不同的資訊表達方式所呈現的資訊之內涵並無不同，投資人仍然會對這些資訊有不同的解讀，因而相關單位對於資訊揭露的形式仍然非常關注。雖然過去有關財務報導的分析性研究大多是基於投資人是完全理性，而且股價會有效率地反應所有公開資訊的假設，因此主張揭露或報導的形式不會影響投資人的認知，但是主管機關卻仍然如此關注資訊揭露的形式，因此揭露形式的本身是否具有不同的資訊內涵，是一個值得探討的議題。

Bloomfield (2002) 的實驗研究也發現資訊的不同表達方式會影響到投資人處理資訊的能力，進而影響到其對資訊的認知。Libby, Bloomfield and Nelson (2002) 主張，雖然以不同的主題來結構化不同的資訊可以降低資訊的處理成本，但也會造成資訊使用者的功能固著 (functional fixation)。另外，Lipe (1998) 也發現，相同的公開資訊若以不同的方式來表達時，不但會影響到投資人，甚至也會影響到有經驗的財務分析師對公司的評價。因此，Daniel, Hirshleifer and Teoh (2002) 認為公司會利用投資人的有限注意力來達到一些不同的目的，包括：發行（買回）高估（低估）的股票、在發行新股前進行盈餘管理、誤導分析師盈餘預測及進行影響準則制定機關的政治關說等等。雖然 Kothari (2001) 在其針對會計方法文獻的回顧中指出，公司的不同會計選擇反應出管理當局欲以不同的會計方法來影響功能固著的投資人，而投資人有能力可以洞穿這些不同的會計方法背後之相同資訊內涵，然而 Hirshleifer and Teoh (2003) 卻發現，投資人常常會忽略與其所面對的經濟環境攸關之因素，而讓管理當局有操縱投資人認知的機會，所以 Hirshleifer and Teoh (2003) 建議，準則制定機關必須在其制定相關準則的過程中，考慮公司會利用投資人的有限注意力來達成管理當局特定目的之可能性。因此，Hope (2003) 在討論過去有關公司揭露的資訊與分析師財務預測的關係之文獻後，建議未來有關公司資訊揭露的研究可以探討公司所面對的不同經濟環境與管理當局所揭露的其他資訊之間的關係。有鑑於此，本研究探討管理當局報導相同資訊時的不同選擇，也就是探討管理當局是



否會藉 CRR 中之公司治理資訊的不同揭露方式來傳遞有關該公司之公司治理結構良窳程度的資訊。

KPMG (2005)的國際調查報告指出，在提及公司治理議題的 CRR 中，67%的報告選擇以專節來揭露企業的公司治理資訊，而其他不管是討論沙氏法與公司治理的關係或是論及 CRR 與公司治理之關係的內容，則並非彙總於公司治理的專節內容中。基於以上所述及 Hope (2003)的建議，本研究的第二個研究假說如下：

**H2：其他條件不變，公司治理結構較健全的公司會以專節將其公司治理資訊報導在企業責任報告中。**

## 參、研究方法

### 一、企業責任報告之揭露與公司治理環境的關係之分析模式

#### (一) 企業責任報告的內容及揭露者之公司特性分析：

在揭露需要成本的情況下，管理當局若仍然選擇揭露 CRR，則可以合理推論：決定揭露 CRR 的管理當局認為，該項揭露的效益是大於成本的。既然此項揭露具有相當的效益，則這些效益是否與揭露的內容有關，或是與這些揭露公司的某些公司特質有關，實為一值得探討的議題。

由於沙氏法 409 條款的規定加重公司管理當局資訊揭露的責任，所以本研究在探討 CRR 這項自願性揭露時，需控制沙氏法對公司自願性揭露行為的影響。因此，本研究以沙氏法通過適用之後的 2003、2004 及 2005 年這段期間，提供 CRR 之揭露的公司為樣本，就 KPMG (2005)這份國際調查報告所指出的四個主要揭露內容（企業承諾、環境績效、社會績效和公司治理）以及是否設專節討論公司治理議題，依樣本公司的年度及產業別加以分析，進一步了解企業在未有任何強制的揭露規範之下，仍然自願性地揭露 CRR 之目的，以期為準則制定機關提供是否將 CRR 列為強制性揭露項目的初步實證證據。

#### (二) 公司治理環境的衡量指標：

企業管理當局在決定是否提供 CRR 的自願性揭露時，會考慮一些公司特質的因素，而此一決定也與企業的公司治理環境有關。本研究根據 DeFond et al. (2005)，採用一個彙總性的公司治理衡量指標將五個不同的公司治理要素合併成單一的公司治理總指標，以此來衡量樣本公司之公司治理環境的優劣程度。DeFond et al. (2005)指出，此一指標可以捕捉樣本公司的整體公司治理環境。該指標由五個代表公司治理不同特質的指標變數組成，若樣本公司在該項治理特質上的表現較佳，則代表該治理特質的指標變數之值為 1，相反地，若樣本公司在某一治理特質上的表現較差，則該指標變數的值為 0。以下分別說明該公司治理總指標所包含的五個公司治理特質變數：

1. 董事會規模(*BDZ*)—Klein (2002)發現董事會規模與審計委員會對管理當局的監督效果有正向的關係，也就是說：董事會規模（人數）愈大（多），公司治理成效愈好。Anderson, Mansi and Reeb (2004)的研究結果顯示董事會規模及獨立性和債務成本相關，因此作者進一步推論：債權人關心公司是否具備能夠抑制管理當局的機會主義和改善其財務報導程序的公司治理機制，而該項公司治理機制即為董事會規模及獨立性。由此可知，董事會規模及獨立性為公司治理環境的一個重要構面。因此，本研究將董事會規模納入公司治理總指標之中。若樣本公司的董事會總人數大於全體樣本之董事會人數總和的中位數，表示該樣本公司有較佳的公司治理機制時，該樣本公司的 *BDZ* 變數為 1，否則該變數之值為 0。

2. 董事會獨立性(*BDI*)—雖然過去有關董事會獨立性的文獻結果不一致，但是多數的研究都認為：外部董事的人數佔董事會總人數之比例愈高時，公司治理結構愈強(Dechow, Sloan and Sweeney 1996)。因此，根據這些過去文獻的結果，若樣本公司的外部獨立董事人數超過董事會總人數的 60%以上，即該公司有較佳的公司治理結構時，本研究將其 *BDI* 變數之值設為 1，否則該變數之值為 0 (Denis, Denis and Sarin 1997)。

3. 審計委員會規模(*ADZ*)—依照 Blue Ribbon Committee (1999)的建議，美國紐約證券交易所(NYSE)和那斯達克交易所(NASDAQ)目前都已要求在該交易所登記上市之公司的審計委員會至少要有三名董事，表示審計委員會的規模愈大，其公司治理的成效愈好。Anderson et al. (2004)的研究也發現一致的結果，亦即公司債的殖利率價差(spreads)與審計委員會的規模負相關。本研究參考 DeFond et al. (2005)，以審計委員會的人數除以公司董事會的總人數之比例，作為審計委員會所能運用的企業資源總額之代理變數。因此，在本研究中，若樣本公司的審計委員會人數和其董事會總人數的比例大於全部樣本公司該項比例的中位數，亦即其公司治理結構較強時，*ADZ* 變數的值為 1，否則該變數之值為 0。

4. 審計委員會獨立性(*ADI*)—Blue Ribbon Committee (1999)建議公司審計委員會的所有成員都應該具有獨立性，過去實證文獻的研究結果也與該項建議一致。例如 Anderson et al. (2004)發現如果公司的審計委員會完全獨立，則其負債成本會較低。Bédard, Chtourou and Courteau (2004)則證實審計委員會的獨立性會降低管理當局盈餘管理的程度，但此一負向的關係只有在審計委員會是完全獨立時才會存在。另外，Klein (2002)也發現，盈餘管理和審計委員會之間有負向的關係。本研究基於這些過去研究的結果，若樣本公司的審計委員會全部都是獨立的董事，即該公司擁有較佳的公司治理環境時，其 *ADI* 變數的值為 1，但是，若審計委員會中至少有一位成員不是獨立的董事時，該變數的值為 0。

5. 股東權利(*GI*)—Gompers et al. (2003)所發展出來的 G-index 是由二十四個公司治理的條款所構成，該項指數捕捉了公司在處理股東權利的有關事項

時，是採取獨裁的作風還是民主的態度。若公司採取民主的作風，則股東的權利比較不容易被忽略，股東的權利比較容易確保，公司治理環境也相對地較佳。Gompers et al. (2003)以較低的 G-index 代表較強的公司治理環境，因此，若樣本公司的 G-index 低於全部樣本公司的 G-index 中位數，亦即有較佳的公司治理環境時，本研究將其 *GI* 變數設為 1，否則該變數的值为 0。

本研究將以上五項指標變數加總後得出樣本公司的公司治理指標總分（以 *CG* 表示之），再依據 DeFond et al. (2005)的研究設計，以公司治理總指標（以 *CGS* 代表之）來表示樣本公司整體公司治理結構的強弱。亦即，若樣本公司的 *CG* 變數值高於全體樣本 *CG* 變數值的總和之中位數者，其 *CGS* 之值为 1，否則為 0。因此，*CG* 是由五個捕捉企業的不同公司治理特性之指標以相同的權數彙總而成，而 *CGS* 則可用以衡量整體的公司治理環境。

### （三）與公司是否揭露企業責任報告有關的變數：

本研究在探討公司治理環境較佳的公司是否會較傾向於揭露 CRR，以及管理當局揭露公司治理資訊的方式是否會因公司治理結構的不同而異。管理當局係基於不同的動機作出其自願性揭露的決策(Miller and Piotroski 2000)，因此，管理當局會在考量一些特定的因素後再決定是否提供某項自願性揭露，而呈現的揭露形式或內容也會有相當大的跨公司差異。

雖然本研究所要探討的 CRR 是非財務性的自願性揭露，但是根據 Al-Tuwaijri et al. (2004)的研究結果，管理當局在決定是否提供某項非財務揭露時，其考量的因素與提供財務性的自願性揭露並沒有很大的差異。除此之外，因為 CRR 的內容廣泛，其中包括很多環境和社會責任方面的議題，因此除了管理當局財務性揭露的影響因素之外，也會受到一些與管理當局環境或社會方面的揭露有關之因素的影響。本研究在探討公司治理結構與 CRR 揭露決策的關係時，參考過去文獻(Richardson and Welker 2001; Al-Tuwaijri et al. 2004)的研究結果，以下述兩式來分別探討整體的公司治理結構及個別公司治理要素之強度與公司是否揭露 CRR 的關係<sup>2</sup>：

$$\begin{aligned} CRR_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 CGS_{i,t} + \gamma_2 ANO_{i,t} + \gamma_3 AFE_{i,t} + \gamma_4 LEVG_{i,t} + \gamma_5 SIZE_{i,t} \\ & + \gamma_6 INDD_{i,t} + \gamma_7 SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \gamma_8 SPE_{i,t} \\ & + \gamma_9 SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1-1)$$

$$\begin{aligned} CRR_{i,t} = & \omega_0 + \omega_1 BDZ_{i,t} + \omega_2 BDI_{i,t} + \omega_3 ADZ_{i,t} + \omega_4 GI_{i,t} + \omega_5 ANO + \omega_6 AFE_{i,t} \\ & + \omega_7 LEVG_{i,t} + \omega_8 SIZE_{i,t} + \omega_9 INDD_{i,t} + \omega_{10} SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} \\ & + \omega_{11} SPE_{i,t} + \omega_{12} SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1-2)$$

<sup>2</sup> 由於在沙氏法通過適用之後，SEC、NYSE 以及 NASDAQ 對 S&P 500 公司的審計委員會中之外部董事人數訂定了更嚴格的人數下限，使得在 *CGS* 變數中代表審計委員會獨立性的變數（即 *ADI*）在各樣本公司之間無顯著差異。因此，本研究在以個別公司治理變數檢測公司治理與 CRR 的關係時將 *ADI* 刪除，只採用董事會規模（即 *BDZ*）、董事會獨立性（即 *BDI*）、審計委員會規模（即 *ADZ*）以及 G-Index（即 *GI*）等四個變數。

其中，

$ANO_{i,t}$  = I/B/E/S 資料庫中的追逐分析師人數，若各樣本公司第  $t$  期的追逐分析師人數高於全體樣本該年度的追逐分析師人數中位數以上時為 1，否則為 0。

$AFE_{i,t}$  = 各樣本公司的實際每股盈餘與分析師預測每股盈餘之差異的絕對值除以年底股價。

$LEVG_{i,t}$  = 各樣本公司第  $t$  期的期末負債帳面價值除以股東權益帳面價值的比率。

$SIZE_{i,t}$  = 各樣本公司第  $t$  期的期末總資產之自然對數。

$INDD_{i,t}$  = 各樣本公司第  $t$  期在 Compustat 資料庫中的二位數 SIC 碼為 26、28、29、35、36、37 及 38 時為 1，其他為 0。

$SPE_{i,t}$  = 若查核各樣本公司第  $t$  期的財務報表之會計師為查核該公司所屬產業的產業專家時為 1，否則為 0。

$\varepsilon_{i,t}$  = 殘差項。

其他變數之定義如前述。

以下分別討論第(1-1)及(1-2)式中除了公司治理以外的其他變數：

#### 1. 追逐的分析師人數( $ANO$ )：

Botosan (1997)在探討管理當局的財務性揭露和公司的權益資金成本之關係時認為，當追逐被投資公司的分析師人數愈多時，表示資本市場可以獲得較多的該公司資訊，因此，被投資公司本身的財務性揭露對投資人而言的增額價值就會較少；而當投資人無法從分析師得到有關被投資公司的價值攸關性資訊時，被投資公司本身所揭露的資訊就是投資人主要的資訊來源，這些財務性揭露對投資人而言的價值就會較高。Richardson and Welker (2001)則指出，分析師追逐人數除了會影響管理當局的財務性揭露和公司權益資金成本的關係之外，也會影響非財務性揭露和公司風險的關係。

有鑑於此，本研究在探討管理當局是否會揭露 CRR 時，將追逐的分析師人數（以  $ANO$  代表之）納入模型之中，採用 I/B/E/S 資料庫中的追逐分析師人數，如果樣本公司的追逐分析師人數高於全體樣本的追逐分析師人數中位數以上時， $ANO$  變數之值為 1，反之則為 0。本研究預期， $ANO$  的估計係數符號為負，代表當樣本公司的追逐分析師人數愈多，市場上關於樣本公司的資訊愈充足時，管理當局愈不會揭露 CRR。

#### 2. 分析師預測誤差( $AFE$ )：

基於揭露都要耗費成本的假設，管理當局揭露 CRR 必有其所要達到之目的。過去有關財務揭露之文獻(Healy and Palepu 2001)指出，管理當局財務性揭露動機的基本目的就是增加股東價值和降低企業風險。另一方面，正如 KPMG (2005)的國際調查報告所顯示的，在該份調查報告所涵蓋的樣本中，有 74% 的揭露者是基於經濟方面的考量而揭露 CRR，而其中有 39%指出其主要的經濟考量是增加股東價值，另外有 47%則表示其揭露目的在降低風險。由此可見，CRR 與管理當局財務性的揭露都具有相同之目的。因此本研究推論，管理當局

自願提供的環境及社會性揭露與財務性揭露之間存在互補的關係。也就是說，若公司財務性揭露的數量及品質較高，則該公司揭露 CRR 的動機會較低。

Lang and Lundholm (1996)及 Hope (2003)在檢測管理當局有關會計政策的揭露和分析師預測誤差之間的關係時，發現管理當局的會計政策揭露可以提供投資人及分析師額外的資訊，因此管理當局的會計政策揭露程度愈高，分析師預測誤差愈小。Lang and Lundholm (1993)的研究結果指出，管理當局所提供的財務揭露之數量及品質是決定公司的追逐分析師人數及分析師預測誤差的重要因素之一。有鑑於此，本研究在探討影響 CRR 揭露決策之因素時，納入分析師預測誤差變數（以 *AFE* 代表之），以其作為公司財務性揭露之數量及品質的代理變數。本研究依據 Lang and Lundholm (1996)及 Hope (2003)的研究設計，先計算 I/B/E/S 資料庫中每一樣本年度的實際每股盈餘和分析師預測每股盈餘兩者之間的差異之絕對值，再以年底的股價平減得出 *AFE* 變數的值，並預期 *AFE* 的係數為正。也就是說，當管理當局的財務性揭露數量及品質愈低，分析師預測誤差愈大，管理當局愈會揭露 CRR。

### 3. 負債比率(*LEVG*):

過去探討財務性揭露的文獻(Lang and Lundholm 1993; Botosan 1997)指出，當負債比率愈高時，公司財務性揭露的數量和品質愈高。Richardson and Welker (2001)在檢測公司的社會性揭露與負債比率的關係時，發現負債比率對公司的社會性揭露有顯著的正向影響。由此可見，無論是財務性揭露或是非財務性揭露，當公司的負債比率愈高時，利害關係人會要求公司提供愈多的相關資訊，以確保其投資價值或降低其投資風險。

由於本研究所探討的 CRR 內容範圍較廣，包含企業承諾、環境績效、社會績效以及公司治理等不同內容，而且 CRR 係屬於管理當局的自願性揭露，所以 CRR 的揭露內容符合過去文獻有關私有資訊(Scott 1994)的定義。根據 Cormier and Gordon (2001)，當一家公司的負債比率很高的時候，管理當局會傾向於不揭露有關公司未來可能會發生之現金流出的私有資訊，所以負債比率較高的企業若在 CRR 中揭露與企業未來之現金流出有關的資訊（環保以及員工承諾的相關支出），則可能對投資人產生負面之影響，因此負債比率較高的公司會選擇不揭露 CRR。基於以上的說明，本研究以 *LEVG* 變數表示樣本公司的期末負債帳面價值除以股東權益帳面價值的比率，將其納入管理當局是否會揭露 CRR 之測試模型中，但不預期 *LEVG* 的係數方向。

### 4. 公司規模(*SIZE*):

Richardson and Welker (2001)指出，當公司規模愈大時，社會性的揭露對公司利害關係人的重要性會愈高，表示公司規模與公司的社會性揭露有正向的關係，Al-Tuwaijri et al. (2004)也發現當公司規模愈大時，受到社會大眾的矚目愈多，其承受的政治成本就愈高。為了降低政治成本，管理當局就會提供愈多的

強制性及自願性的揭露。例如，Patten (1991)的實證結果就顯示：社會性揭露會隨著公司規模而增加；Cormier and Gordon (2001)在檢測公司的社會性及環境性揭露政策時發現，公司規模愈大，其揭露的資訊愈多；Barth, McNichols and Wilson (1997)也認為公司規模是影響公司環境性揭露數量的重要因素。除此之外，隨著公司的規模愈大，其對於環境保護的責任也會因能見度愈大而增加，因此，本研究以公司的期末總資產之帳面價值取自然對數作為公司規模（即 *SIZE*）的代理變數，並預期 *SIZE* 的估計係數符號為正，表示當公司規模愈大時，愈可能揭露 CRR。

#### 5. 敏感性產業(*INDD*)：

由於 SEC 和相關法令會要求某些特定行業的公司作相當於 CRR 之內容的揭露，因此公司所屬的產業也會影響公司是否揭露 CRR。Richardson and Welker (2001)發現公司所屬的產業會影響管理當局是否提供社會性揭露的決策，而 Patten (1991)的實證結果指出，若公司屬於高度敏感性的行業時，其受到公眾的矚目愈大，公司的社會性揭露也會愈多。除此之外，Deegan and Gordon (1996)及 Ilinitch, Soderstrom and Thomas (1998)均在探討管理當局不同類型的環境揭露時發現，不同的環境性揭露對不同的市場及不同的使用者有不同程度的影響，而且這些影響的大小程度會隨著公司所屬的產業不同而異。基於這些文獻的結果，本研究將屬於造紙、化學、石油、機械製造等敏感性產業（即在 Compustat 資料庫中，二位數 SIC 碼 26、28、29、35、36、37 及 38）的樣本公司之 *INDD* 變數值設為 1，其他為 0，以控制產業對 CRR 之揭露的影響。

除此之外，Deegan and Gordon (1996)在探討澳洲的公司之環境性揭露時發現公司規模和公司所屬產業之間會產生交互作用，也就是說，對於某些特定產業的公司而言，公司規模對公司環境性揭露有較顯著的影響。有鑑於此，本研究在探討管理當局是否會揭露 CRR 時，也納入代表公司規模與所屬產業之交互作用的變數（以  $SIZE \times INDD$  表示之），以控制樣本公司的公司規模及是否屬於高度的環境敏感性產業對於 CRR 之揭露決策的影響。

#### 6. 產業專家會計師事務所(*SPE*)：

過去有關會計師審計品質的文獻(DeAngelo 1981; Palmrose 1988; Teoh and Wong 1993)認為八（六）大會計師事務所的審計品質明顯高於非八（六）大會計師事務所<sup>3</sup>，因此在很多研究審計品質的文獻中(DeFond and Jiambalvo 1994; Simunic and Stein 1996; Palmrose 1988)，都以八（六）大會計師事務所作為審計品質的代理變數。由於本研究的樣本為美國 S&P 500 的公司，而大多數的 S&P 500 公司都會選擇四大會計師事務所為其財務報表的查核會計師<sup>4</sup>。四大會

<sup>3</sup> Teoh and Wong (1993)的樣本期間包含 1989 和 1990 年，因此涵蓋了八大會計師事務所兩大合併案（Touche Ross & Co.與 Deloitte & Touche；Ernst & Whinney 與 Authur Young）的期間。八大會計師事務所經過此兩件合併案之後，剩下六大會計師事務所。

<sup>4</sup> 八大會計師事務中的 Ernst & Whinney 與 Authur Young 在 1989 年合併成為 Ernst & Young，而 Deloitte, Haskins & Sells 與 Touche Ross & Co.在 1990 年合併成為 Deloitte & Touche。因此，八大會計師事務

計師事務所為了維持比較高的審計品質，通常都會在事務所內設置較為嚴格的品質控制政策，在決定是否接受聘任時，也會審慎地評估委託人本身的固有風險<sup>5</sup>。另一方面，Neal and Riley (2004)的研究發現，學術界愈來愈重視與會計師事務所的產業專業化有關的議題，而 GAO (2003)的報告則指出，會計師事務所在特定產業中的競爭愈來愈激烈，例如在 2002 年，63.4%的石油及天然氣開採業上市公司之財務報表是由 PriceWaterhouse 查核，而 KPMG 則查核了另外的 18.3%。由於上市公司偏向聘任具有產業專業知識的四大會計師事務所，因此這些產業專家會計師事務所在執行審計的專業服務時，必須盡到專業上應有的注意<sup>6</sup>。除此之外，基於財務會計準則公報第五號「或有負債(contingent liabilities)」的揭露要求(FASB 1975)，這些產業專家會計師事務所在執行屬於高度環境敏感性產業之委託人的財務報表審計工作時，更會特別注意委託人在環保方面的績效以及是否符合環境保護主管機關的相關規定。因此，本研究認為，當受查公司屬於高度環境敏感性產業，而該公司的財務報表查核工作又是由產業專家會計師事務所執行時，會計師為了維持事務所的聲譽及審計品質，會要求該公司揭露 CRR。

有鑑於此，本研究在探討管理當局揭露 CRR 之決策時，除了加入代表產業專家會計師事務所的變數之外，也將公司產業及產業專家會計師事務所的交互作用納入測試模型之中，以控制產業專家會計師事務所對於處於高度敏感性產業之公司的額外揭露要求。本研究參考 Neal and Riley (2004)的研究設計，以四大會計師事務所在同一產業中所擁有的審計客戶比例來衡量其在該產業中的市場佔有率，而將市場佔有率顯著高於其他會計師事務所者定義為產業專家。在本研究中，若樣本公司的財務報表是由產業專家會計師事務所查核，則該樣本公司的 *SPE* 變數之值為 1，否則為 0。本研究預期，*SPE* 以及 *SPE* × *INDD* 之估計係數符號皆為正，表示當公司由產業專家會計師事務所查核時，管理當局較會揭露 CRR。此外，若公司屬於高度環境敏感性產業時，而其財務報表又由產業專家會計師事務所查核，管理當局更可能揭露 CRR。

本研究以上述的第(1-1)式及第(1-2)來檢驗研究 H1，並預期第(1-1)式中之  $\gamma_1$  與第(1-2)式中之  $\omega_1$ 、 $\omega_2$ 、 $\omega_3$  以及  $\omega_4$  顯著為正，也就是說，公司治理環境之優劣與 CRR 之揭露成正相關。

---

在 1990 年後已變為六大會計師事務所。六大會計師事務所在 1998 年的合併案 (Price Waterhouse 與 Coopers & Lybrand) 後，變成五大會計師事務所，而在 Arthur Andersen 2002 年因安隆案爆發倒閉後，又變為四大會計師事務所。

<sup>5</sup> 固有風險是指受查客戶本身的企業風險，例如經濟景氣和與受查客戶之產業有關的風險因素等等。

<sup>6</sup> 一般公認審計準則的一般準則第二條中規定：會計師在執行查核工作及撰寫報告時，應保持嚴謹公正之態度及超然獨立之精神，並盡專業上應有的注意。

## 二、企業責任報告之公司治理專節

根據 KPMG (2005) 的國際調查報告，對於同樣會在 CRR 中揭露有關公司治理資訊的管理當局而言，會選擇以下兩種不同的報導方式來揭露其公司治理資訊：(1) 將有關公司治理的資訊彙總於公司治理專節；(2) 不另外設置公司治理專節，而是將公司治理的資訊與其他資訊分散在 CRR 之中。根據過去文獻 (Hirshleifer and Teoh 2003)，管理當局可能會藉資訊的不同表達方式來操縱資訊使用者的認知，因此，本研究的 H2 即在測試管理當局報導公司治理資訊的方式是否會隨著公司治理結構不同而異。

本研究在測試研究 H2 時，以第(2-1)式（或第(2-2)式）來測試公司治理總指標（各公司治理環境之構成要素）與 CRR 中是否設有公司治理專節的關係。由於 H2 是在測試公司治理與是否以專節報導公司治理資訊的決策之關係，所以本研究將上述的第(1-1)及第(1-2)式修正如下：

$$\begin{aligned} GVS_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 CGS_{i,t} + \alpha_2 ANO_{i,t} + \alpha_3 AFE_{i,t} + \alpha_4 LEVG_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} \\ & + \alpha_6 INDD_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \alpha_8 SPE_{i,t} \\ & + \alpha_9 SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (2-1)$$

$$\begin{aligned} GVS_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 BDZ_{i,t} + \theta_2 BDI_{i,t} + \theta_3 ADZ_{i,t} + \theta_4 GI_{i,t} + \theta_5 ANO_{i,t} + \theta_6 AFE_{i,t} \\ & + \theta_7 LEVG_{i,t} + \theta_8 SIZE_{i,t} + \theta_9 INDD_{i,t} + \theta_{10} SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} \\ & + \theta_{11} SPE_{i,t} + \theta_{12} SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (2-2)$$

其中，

$GVS_{i,t}$  = 若各公司第 t 期的 CRR 中有公司治理專節者為 1，否則為 0。

$\xi_{i,t}$  = 殘差項。

其他變數的定義如前述。

本研究以上述的第(2-1)及第(2-2)式來檢驗研究 H2，並預期第(2-1)式之  $\alpha_1$  與第(2-2)式之  $\theta_1$ 、 $\theta_2$ 、 $\theta_3$  以及  $\theta_4$  顯著為正，也就是說，公司治理環境之優劣與 CRR 中是否有公司治理專節成正相關。

## 三、樣本選擇與研究期間

本研究是根據 KPMG 在 2005 年發佈的國際調查報告之美國樣本部份為基礎，探討公司治理與 CRR 揭露決策的關係。因為 KPMG 的調查對象是各國的前一百大公司，所以本研究係以 S&P 500 公司為研究樣本，而為了控制沙氏法對管理當局揭露 CRR 之決策的影響，本研究的樣本期間排除沙氏法正式通過開始適用以前的年度，因此，本研究的研究期間為 2003 年到 2005 年。此外，本研究並以 winsorization 的方式刪除樣本前後各 1% 來處理極端值。本研究的 CRR 資料係以人工取自 [www.corporateregister.com](http://www.corporateregister.com) 網站，財務資料取自 Compustat 資料庫，分析師預測及分析師追逐人數的資料來源為 I/B/E/S 資料



庫，公司的董事會和審計委員會之董事人數以及外部董事人數的資料來源為 EDGAR 資料庫。

## 肆、實證結果與分析

### 一、企業責任報告的內容及揭露者之公司特性分析

#### (一) 樣本選擇

本研究以 2003 年至 2005 年美國 S&P 500 公司之資料為主，初步選取 1,500 家公司為研究樣本，再進一步加以篩選。首先，本研究刪除金融及保險業每年度各 282 家公司，再刪除無公司治理資料者共 287 個觀察值<sup>7</sup>以及無分析師預測資料者共 23 個觀察值。此外，由於在正常情況下公司之年底帳面價值應為正數，因此，本研究刪除帳面價值為負數的 10 個觀察值，得到可用來測試本研究之假說的觀察值共計 898 筆。本研究進一步刪除樣本前後各 1% 的 32 個極端值作為分析 CRR 的揭露內容、揭露公司之特性以及測試研究假說之用，有效樣本共計 866 個觀察值。表一彙總本研究之樣本篩選過程。

表一 樣本篩選

所有 S&P 公司觀察值(2003-2005)	1,500
刪除金融及保險業公司	282
刪除無公司治理資料者	287
刪除無分析師預測資料者	23
刪除帳面價值為負值者	10
刪除極端值 (前後各 1%)	32
有效樣本	866

註：本研究的資料來源如下：Compustat 資料庫、EDGAR 資料庫、IBES 資料庫、各樣本公司網站以及 [www.corporateregister.com](http://www.corporateregister.com) 網站。

#### (二) 樣本分析

表二彙總本研究之樣本公司在各年度及產業揭露 CRR 的分配情形。表二的 Panel A 顯示，在原始有效的 866 個觀察值 (2003 年 260 個；2004 年 305 個；2004 年 301 個) 中，有揭露 CRR 者共有 70 個，佔有效樣本的 8.12% (未報導)。因此，在 S&P 500 的公司中揭露 CRR 的比例並不高。如表二所示，各年

<sup>7</sup> 本研究的研究對象是 S&P 500 公司，樣本期間是沙氏法通過之後的 2003 至 2005 年，而沙氏法對公司治理有嚴格且明確的規範 (如 Section 301、303、304、402、403、404 和 407)。再者，S&P 500 公司具有較足夠的資源並有較高的誘因遵守沙氏法的規範，因此本研究合理推測這 287 個觀察值的公司治理結構與其他有揭露公司治理資料之觀察值應無明顯差異。此外，這 287 個觀察值雖無完整之公司治理資料揭露，但與本研究相關的其他變數部份皆有適當的揭露。因此，雖然有選擇性偏誤的疑慮，但對本研究的研究結果影響不大。

度揭露 CRR 的觀察值之分配情形為：2003 年 16 個觀察值 8（佔全部揭露 CRR 樣本的 22.86%；佔 2003 年全體樣本的 6.15%）、2004 年 28 個觀察值（佔全部揭露 CRR 樣本的 40.00%；佔 2004 年全體樣本的 9.18%）以及 2005 年 26 個觀察值（佔全部揭露 CRR 樣本的 37.14%；佔 2005 年全體樣本的 8.64%）。

由表二的 Panel B 中最右邊一欄之數據可知，全部樣本公司（含揭露與未揭露 CRR 者）的產業分配情形並不平均，其中揭露比例最大的前七大產業佔全體揭露 CRR 之觀察值的 68.57%，這七大產業與過去文獻(Deegan and Gordon 1996; Ilinitch et al. 1998)所提及之敏感性產業相一致<sup>9</sup>，而這些單變量的數據意味著 CRR 與 INDD 兩個虛擬變數之間可能存在正向的關係。

為了釐清企業揭露 CRR 的決策與其產業別或其他的公司特質是否有關，本研究進一步以表三及表四彙總比較揭露與未揭露 CRR 企業之公司特質以及 CRR 揭露內容與形式。由表三可知，無論是以期末總資產(TA)、帳面價值(BV)或市值(MV)的平均數或中位數為標準，選擇揭露 CRR 的樣本公司之規模皆顯著大於未揭露 CRR 的樣本公司。因此，無論就資產、淨值或市值而言，管理當局的 CRR 揭露決策皆支持 Cormier and Gordon (2001)的研究結果，亦即：由於企業的能見度較高，而為使企業的資金成本能夠因市場中與該企業相關的資訊增加而降低，大規模公司會在強制性揭露之外，再提供更多的自願性揭露，而 CRR 這項非財務揭露正是大規模公司的自願性揭露之一。但是，兩組樣本之期末股價(P)和負債比率(LEVG)則並無顯著差異。

表三與 INDD 變數有關的敘述統計量指出，在全體屬於敏感性產業的樣本（共 288 個觀察值）中，揭露 CRR 之企業所佔的比例顯著較低（共 38 個觀察值，佔全體敏感性產業樣本的 13.19%，未報導之  $\chi^2 = 156.056$ ）。雖然在揭露 CRR 的樣本中，屬於敏感性產業的企業比例為 54.29%（INDD 的平均數為 0.5429），但該比例與非敏感性產業的企業比例 45.71% 之間並無顯著差異（未報導之  $\chi^2 = 0.514$ ）。因此，雖然單獨就揭露 CRR 之企業的所屬產業之分析結果顯示屬於敏感性產業的觀察值較多，但本研究在比較敏感性產業和非敏感性產業的揭露情形之後發現，企業是否屬於敏感性產業與公司管理當局的 CRR 揭露決策間並無明顯的關聯。

<sup>8</sup> 各年度之觀察值佔各年度全體樣本的比例均未報導於表二的 Panel A 中。

<sup>9</sup> 這些敏感性產業包括：Paper and Allied Products（SIC 前二碼為 26）；Chemicals and Allied Products（SIC 前二碼為 28）；Petroleum Refining and Related Industries（SIC 前二碼為 29）；Industrial and Commercial Machinery（SIC 前二碼為 35）；Electrical Equipment and Electronic Components（SIC 前二碼為 36）；Transportation Equipment（SIC 前二碼為 37）；Measuring Instruments（SIC 前二碼為 38）。

表二 樣本彙總—按年度及產業別

Panel A：年度別		揭露 CRR 之公司		未揭露 CRR 之公司		總計	
年度	觀察值	%	觀察值	%	觀察值	%	觀察值
2003	16	22.86%	244	30.65%	260	30.02%	
2004	28	40.00%	277	34.80%	305	35.22%	
2005	26	37.14%	275	34.55%	301	34.76%	
總計	70	100.00%	796	100.00%	866	100.00%	

  

Panel B：產業別		揭露 CRR 之公司		未揭露 CRR 之公司		總計	
產業	觀察值	%	觀察值	%	觀察值	%	觀察值
Metal Mining	2	2.86%	8	1.00%	10	1.16%	
Oil and gas Extraction	0	0.00%	30	3.77%	30	3.46%	
Mining, Quarry Nonmetal Minerals	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%	
Building Construction	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%	
Heavy Construction	2	2.86%	8	1.00%	10	1.16%	
Food and Kindred Products	4	5.71%	23	2.89%	27	3.12%	
Tobacco Products	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%	
Apparel and Other Finished Products	0	0.00%	13	1.63%	13	1.50%	
Lumber and Wood Products	0	0.00%	11	1.38%	11	1.27%	
Furniture and Fixtures	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%	
Paper and Allied Products	5	7.14%	21	2.64%	26	3.00%	
Printing, Publishing and Allied Products	0	0.00%	16	2.01%	16	1.85%	
Chemicals and Allied Products	14	20.00%	67	8.42%	81	9.35%	

表二 樣本彙總—按年度及產業別 (續一)

產業	揭露 CRR 之公司		未揭露 CRR 之公司		總計	
	觀察值	%	觀察值	%	觀察值	%
Petroleum Refining, and Related Industries	6	8.57%	17	2.14%	23	2.66%
Rubber and Miscellaneous Plastic Products	0	0.00%	11	1.38%	11	1.27%
Primary Metal Industries	0	0.00%	18	2.26%	18	2.08%
Fabricated Metal	0	0.00%	14	1.76%	14	1.61%
Industrial and Commercial Machinery	5	7.14%	44	5.53%	49	5.66%
Electrical Equipment and Electronic components	8	11.43%	36	4.52%	44	5.08%
Transportation Equipment	5	7.14%	33	4.15%	38	4.39%
Measuring Instruments	5	7.14%	43	5.40%	48	5.54%
Miscellaneous Manufacturing Industries	0	0.00%	11	1.38%	11	1.27%
Railroad Transportation	0	0.00%	14	1.76%	14	1.61%
Motor Freight Transportation	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Transportation by Air	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Communications	3	4.29%	28	3.52%	31	3.58%
Electric, Gas and Sanitary Services	4	5.71%	84	10.56%	88	10.16%
Durable Goods-Wholesale	0	0.00%	11	1.38%	11	1.27%
Non-Durable Goods-Wholesale	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Food Stores	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Auto Dealers and Gas Stations	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Home Furniture and Equipment Stores	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Eating and Drinking Places	1	1.43%	12	1.51%	13	1.50%
Miscellaneous Retail	1	1.43%	13	1.63%	14	1.61%

表二 樣本彙總—按年度及產業別 (續二)

產業	揭露 CRR 之公司		未揭露 CRR 之公司		總計	
	觀察值	%	觀察值	%	觀察值	%
Hotels and Other Lodging Places	1	1.43%	10	1.26%	11	1.27%
Business Services	2	2.86%	48	6.03%	50	5.77%
Auto Repairs, Services and Parking	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Motion Pictures	1	1.43%	9	1.13%	10	1.16%
Amusements and Recreation Services	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Health Services	0	0.00%	17	2.14%	17	1.96%
Engineering and Other Services	0	0.00%	9	1.13%	9	1.04%
Non-Classifiable Establishments	1	1.43%	9	1.13%	10	1.16%
總計	70	100.00%	796	100.00%	866	100.00%

表三 各變數之敘述統計量 a,b,c,d

	揭露 CRR 之企業 (n=70)				未揭露 CRR 之企業 (n=866)				全部樣本 (n=866)		中位數	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	Mann Whitney z 統計量
	t 統計量 (χ <sup>2</sup> 統計量)											
TA <sup>a</sup>	124,856.425	37,842.0000	249,898.932	45,265.0500	12,788.9200	126,563.9000	51,698.530	14,606.4400	142,038.2000	2.6352 <sup>**</sup>	7.0757 <sup>***</sup>	
BV <sup>d</sup>	25,232.2200	13,765.5000	28,607.2200	7,482.3730	3,959.8500	12,423.7300	8,917.1180	4,316.6460	15,184.6600	5.1487 <sup>***</sup>	8.4144 <sup>***</sup>	
MV <sup>d</sup>	76,759.5700	49,502.5400	83,656.5000	20,058.7600	10,373.8400	33,197.6700	24,641.960	11,175.1800	42,547.5700	5.6319 <sup>***</sup>	9.1476 <sup>***</sup>	
P (12/31)	41.0122	40.7550	14.4617	39.7826	38.7350	18.7965	40.9128	39.0650	18.4801	0.6638	0.0140	
LEV <sub>G</sub>	3.6582	1.5678	4.8808	3.5836	1.9536	4.1812	3.5901	1.9088	4.0500	0.1239	0.2866	
CRR	1.0000	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0855	0.0000	0.2727		29.4109 <sup>***</sup>	
GVS	0.6714	1.0000	0.4731	0.0000	0.0000	0.0000	0.0554	0.0000	0.2289	11.8743 <sup>***</sup>	23.7587 <sup>***</sup>	
BDZ	0.1714	0.0000	0.3796	0.4598	0.0000	0.4987	0.4365	0.0000	0.4962	5.9222 <sup>***</sup>	4.6613 <sup>***</sup>	
BDI	0.9714	1.0000	0.1678	0.9485	1.0000	0.2212	0.9503	1.0000	0.2174	1.0651	0.8464	
ADZ	0.4571	0.0000	0.5018	0.4648	0.0000	0.4991	0.5500	1.0000	0.4980	0.1234	0.1235	
GI	0.5857	1.0000	0.4962	0.4171	0.0000	0.4934	0.4307	0.0000	0.4955	2.7274 <sup>***</sup>	2.7300 <sup>***</sup>	
CGS	0.6571	1.0000	0.4781	0.6407	1.0000	0.4801	0.6420	1.0000	0.4797	0.2757	0.2749	
ANO	0.7286	1.0000	0.4479	0.4472	0.0000	0.4975	0.4700	0.0000	0.4994	4.9913 <sup>***</sup>	4.5189 <sup>***</sup>	
AFE	0.0140	0.0102	0.0118	0.0168	0.0099	0.0214	0.0162	0.0099	0.0189	1.7431 <sup>*</sup>	0.0379	
INDD	0.5429	1.0000	0.5018	0.3141	0.0000	0.4644	0.3326	0.0000	0.4714	156.0560 <sup>***</sup>	---	
SIZE	4.6855	4.5772	0.5591	4.1401	4.1068	0.5950	4.1842	4.1645	0.6103	7.7832 <sup>***</sup>	7.0757 <sup>***</sup>	
SPE	0.5429	1.0000	0.3917	0.4711	0.0000	0.3122	0.4769	0.0000	0.4998	274.9860 <sup>***</sup>	---	

註：<sup>a</sup> 在本表中，TA 代表公司的期末總資產；BV 代表公司的期末權益總帳面價值；MV 代表公司的期末總市值；P 代表公司的期末股票價格；LEV<sub>G</sub> 代表公司的期末負債帳面價值；BDZ 代表公司的期末總資產；CRR 代表公司是否揭露企業責任報告的虛假變數，揭露者為 1，其他為 0；GVS 代表公司是否在企業責任報告中設有公司治理專節之虛假變數，是者為 1，其他為 0；BDZ 代表董事會規模的虛假變數，董事會人數大於全體樣本董事會人數的中位數者為 1，其他為 0；BDI 代表董事會獨立性的虛假變數，外部獨立董事佔董事會總人數 60% 以上者為 1，其他為 0；ADZ 代表審計委員會規模的虛假變數，審計委員會人數和董事會總人數的比例大於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；GI 代表 G-index 的虛假變數，G-index 低於全體樣本 G-index 的中位數者為 1，其他為 0；CGS 代表全體樣本 G-index 的虛假變數，全體樣本 G-index 高於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；ANO 代表全體樣本 G-index 的虛假變數，全體樣本 G-index 高於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；AFE 代表全體樣本 G-index 的虛假變數，G-index 低於全體樣本 G-index 的中位數者為 1，其他為 0；INDD 代表全體樣本 INDD 的虛假變數，全體樣本 INDD 高於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；SIZE 代表全體樣本 SIZE 的虛假變數，全體樣本 SIZE 高於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；SPE 代表全體樣本 SPE 的虛假變數，全體樣本 SPE 高於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；

<sup>b</sup> 表示達 10% 的顯著水準；\*\* 表示達 5% 的顯著水準；\*\*\* 表示達 1% 的顯著水準。

<sup>c</sup> 揭露 CRR 與未揭露 CRR 之企業兩組不同樣本的 INDD 與 SPE 兩項虛假變數之檢定統計量。

<sup>d</sup> 除 t 與 z 統計量之外，各欄中的數字皆以百萬元為單位。

表三與 *SPE* 變數有關的敘述統計量顯示，雖然產業專家會計師具備與特定產業相關的專業知識，因而可能會建議企業提供較多的自願性揭露以降低報表使用者的資訊風險，但表三的結果卻顯示管理當局是否揭露 CRR 與該企業是否聘任產業專家會計師並無直接關係<sup>10</sup>。

雖然前述的分析結果顯示自願揭露 CRR 的敏感性產業公司之比例不高，但是表四卻顯示，在揭露 CRR 的 70 個觀察值中，揭露屬於與敏感性產業高度相關的環境績效內容之觀察值有 61 個（佔全體揭露 CRR 樣本的 87.14%）。其中，敏感性產業公司佔全體揭露環境績效樣本公司的比例為 57.38%，與非敏感性產業公司的比例 42.62% 並無顯著差異( $\chi^2 = 1.328$ )，表示即使並非屬於敏感性產業，公司也會選擇以 CRR 揭露其環境績效。基於任何揭露都需要成本的假設，這些揭露 CRR 的企業在同業的揭露比例不高之情形下，仍然自願揭露 CRR，其揭露的動機及效果值得進一步探討。

除了環境績效之外，表四也顯示：在全體揭露 CRR 的 70 個觀察值中，揭露企業承諾內容的有 38 個（佔全體揭露樣本的 54.29%）；社會績效內容的有 63 個（佔全體揭露樣本的 90%）；公司治理內容的有 49 個（佔全體揭露樣本的 70%）。雖然在沙氏法公佈實施之後，健全企業的公司治理已成為管理當局的重要任務之一，但是有 30% 之自願揭露 CRR 的企業並不會在 CRR 中揭露與公司治理相關的內容。其可能原因為：這些企業的公司治理結構並不如其他揭露者來得健全。本研究將於檢定研究假說時進一步驗證此推論。此外，在 CRR 所揭露之四大類內容中，以社會績效內容之揭露所佔的比例最高(90%)。由此可見，除了財務績效之外，企業也日益重視並揭露其社會績效（如：社區服務及慈善捐助）。另外，由於環境保護的意識日益高漲，有愈來愈多的企業（佔所有 CRR 樣本的 87.14%）選擇以 CRR 揭露其在製程中所產生的有毒廢棄物種類以及回收這些廢棄物的方法與設備。最後，也有超過一半以上(54.29%)的 CRR 樣本會揭露企業對員工所提供之教育訓練以及員工福利措施，此部份即屬於 CRR 中的企業承諾內容。

綜合言之，相對於未揭露 CRR 之企業，自願揭露 CRR 的樣本公司之規模較大，市值也較高。這個結果意味著：由於受到資本市場的矚目較多，規模較大的企業會自願地揭露更多資訊，而這些資訊的範圍也包括非財務性的 CRR 在內。

---

<sup>10</sup> 揭露 CRR 之樣本公司聘任產業專家與非產業專家的比例沒有顯著差異（未報導之  $\chi^2 = 0.514$ ），而在聘任產業（ $\chi^2 = 274.9860$ ）與非產業（未報導之  $\chi^2 = 334.042$ ）專家的樣本公司中，揭露 CRR 之企業所佔的比例均顯著低於未揭露 CRR 之企業所佔的比例。

表四 揭露企業責任報告公司之揭露內容比較

不同揭露內容及揭露形式	佔揭露 CRR 之企業比例		敏感性產業		非敏感性產業		產業別差異的 $\chi^2$ 檢定統計量
	觀察值	比例	觀察值	比例	觀察值	比例	
環境績效	61	87.14%	35	57.38%	26	42.62%	1.328
企業承諾	38	54.29%	24	63.16%	14	36.84%	2.632
社會績效	63	90.00%	35	55.56%	28	44.44%	0.778
公司治理	49	70.00%	29	59.18%	20	44.82%	1.653
公司治理專節	48	68.57%	28	58.33%	20	41.67%	1.333

註：在本表中，\*表示達 10%的顯著水準；\*\*表示達 5%的顯著水準；\*\*\*表示達 1%的顯著水準。



表五 相關係數矩陣<sup>ab</sup>

	<i>CRR</i>	<i>GVS</i>	<i>BDZ</i>	<i>BDI</i>	<i>ADZ</i>	<i>GI</i>	<i>CGS</i>	<i>ANO</i>	<i>AFE</i>	<i>INDD</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	<i>SPE</i>
<i>CRR</i>	0.792***	0.161***	0.032	0.084**	0.080**	0.084**	0.004	-0.151***	0.003	-0.117***	-0.021	0.223***	0.031
<i>GVS</i>	0.792***	0.132	0.009	0.115***	0.038	0.115***	0.034	-0.106***	0.019	-0.129***	-0.008	0.213***	0.031
<i>BDZ</i>	0.161***	0.132***	0.045	0.071**	0.236***	0.071**	0.604***	0.152***	-0.088***	-0.130***	-0.267***	0.398***	0.027
<i>BDI</i>	0.032	0.009	0.045	0.006	0.016	0.006	0.173***	0.002	-0.011	0.026	-0.039	0.017	0.005
<i>ADZ</i>	0.080**	0.038	0.236***	0.016	0.011	0.011	0.475***	0.015	-0.059	-0.107***	-0.035	0.049	0.058
<i>GI</i>	0.084**	0.115***	0.071**	0.006	0.011	0.011	0.620***	0.200***	-0.027	0.015	-0.068**	0.061*	0.023
<i>CGS</i>	0.004	0.034	0.604***	0.173***	0.471***	0.620***	0.023	0.023	-0.054	-0.093***	-0.120***	0.137***	0.010
<i>ANO</i>	-0.151***	-0.106***	0.152***	0.002	0.015	0.200***	0.023	0.023	-0.054	-0.093***	-0.120***	0.137***	0.010
<i>AFE</i>	0.041	0.022	-0.061*	0.006	-0.079**	-0.067**	-0.088***	-0.026	-0.013	0.059*	0.037	-0.065*	-0.132***
<i>INDD</i>	-0.117***	-0.129***	-0.130***	0.026	-0.107***	0.015	-0.093***	0.018	0.021	0.310***	0.037	-0.217***	0.003
<i>LEV</i>	-0.004	-0.009	-0.193***	-0.060*	-0.063	-0.005	-0.032	0.052	0.108***	0.237***	0.564***	0.546***	-0.039
<i>SIZE</i>	0.227***	0.225***	0.394***	0.019	0.052	0.074**	0.113***	0.351***	-0.052*	-0.223***	0.564***	0.546***	0.026
<i>SPE</i>	0.031	0.031	0.027	0.005	0.058	0.023	0.010	0.014	-0.122***	0.003	-0.073**	0.018	0.018

註：<sup>a</sup> 在本表中，*CRR* 代表公司是否揭露企業責任報告的虛擬變數，揭露者為 1，其他為 0；*GVS* 代表公司是否在企業責任報告中設有公司治理專節之虛擬變數，是者為 1，其他為 0；*BDZ* 代表董事會規模的虛擬變數，董事會人數大於全體樣本董事會人數的中位數者為 1，其他為 0；*BDI* 代表董事會獨立性的虛擬變數，外部獨立董事佔董事會總人數 60% 以上者為 1，其他為 0；*ADZ* 代表審計委員會規模的虛擬變數，審計委員會人數和董事會總人數的比例大於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；*GI* 代表 G-index 的虛擬變數，G-index 低於全體樣本 G-index 的中位數者為 1，其他為 0；*CGS* 代表整體公司治理結構強弱的虛擬變數，公司治理總指標分數高於全體樣本公司治理總指標分數之中位數者為 1，其他為 0；*ANO* 代表追蹤分析師人數的虛擬變數，追蹤分析師人數高於全體樣本追蹤分析師人數之中位數者為 1，其他為 0；*AFE* 代表實際每股盈餘一分析師預測之每股盈餘於各年底之每股普通股收盤價；*INDD* 代表公司所屬產業的虛擬變數，在 Compustat 資料庫中的二位數 SIC 碼為 26、28、29、35、36、37 及 38 者為 1，其他為 0；*LEV* 代表期末負債帳面價值 ÷ 股東權益帳面價值；*SIZE* 代表期末總資產取自然對數；*SPE* 代表專業專家會計師的虛擬變數，財務報表查核會計師為公司所屬產業的產業專家者為 1，其他為 0。

<sup>b</sup> 左上角為 Spearman 相關係數；右上角為 Pearson 相關係數。\* 表示 10% 的顯著水準；\*\* 表示 5% 的顯著水準；\*\*\* 表示 1% 的顯著水準。

## 二、單變量分析

### (一) 基本敘述統計量

表三列示本研究各變數之敘述統計量分析(僅探討全部樣本部份)。首先，CRR 的平均數小於 0.1，而且中位數為 0，顯示在全體樣本中，揭露 CRR 的企業之比例不高。其次，CGS 的平均數大於 0.5，而且中位數為 1，顯示樣本公司多屬公司治理結構較健全的企業。本研究認為，此現象係在沙氏法通過適用之後，NYSE 以及 NASDAQ 更加重視 S&P 500 公司的公司治理結構所導致的結果。在個別的公司治理要素方面，BDI 的平均數高於 0.9，而且未報導的第一四分位數為 1，顯示 75% 以上的樣本公司之董事會都有超過 60% 以上的外部董事<sup>11</sup>，此外，ADZ 的平均數為 0.55 的情形則顯示審計委員會規模較大的企業佔全體樣本公司的比例較大。由此可見，無論就整體公司治理結構或是就個別的治理要素(包含 BDI 和 ADZ)而論，具備健全公司治理制度的公司佔全體樣本之比例都較大。此外，雖然樣本公司的追逐分析師人數較少，但全體樣本的分析師誤差並不大，顯示與樣本公司有關的資訊在資本市場中相當充足，因而使得揭露 CRR 的公司比例不高，因為在資訊充足的環境下，企業揭露 CRR 的邊際效益較低。

### (二) 相關性分析

表五列示各變數間之相關係數。CRR 與是否設有公司治理專節(GVS)的變數之間的相關係數大於 0.7 ( $p < 0.01$ )，而公司治理總指標(CGSI)與其組成要素(BDI、BDZ、ADZ 以及 GI)之間，也都顯著相關。由於 CRR 是由不同的揭露內容所組成，而公司治理總指標則是彙總不同公司治理要素的結果，所以此兩組變數之間高度相關的現象是可以合理預期的。雖然公司規模(以 SIZE 代表之)與負債比率(以 LEVG 代表之)之相關係數大於 0.54，與董事會規模(以 BDZ 代表之)的相關係數大於 0.39，與分析師追逐人數(以 ANO 代表之)的相關係數大於 0.34 (顯著水準皆在 1% 以上)，但由於 VIF 值小於 10，因此並無嚴重的共線性問題。

CRR 與影響該揭露決策的公司特質變數(包括 BDZ、BDI、ADZ、GI、CGS、AFE、SIZE 及 SPE)之間的相關係數皆為正，符合本研究的預期，亦即當企業的董事會規模愈大、董事會愈獨立、審計委員會規模愈大、管理當局對與股東權利相關的事項之處理態度愈民主(上述四項表示公司整體治理結構愈健全)、分析師預測誤差愈大(即公司的財務預測品質愈差)、公司規模愈大，以及聘任產業專家會計師為其財務報表的查核會計師時，愈可能揭露 CRR。其中，公司治理變數與 CRR 的正向關係與過去研究公司治理與財務或非財務揭露之關係的文獻(Forker 1992)有一致的結論；CRR 與 AFE 的正向關係與過去自願性揭露文獻(Lundholm 1995; Hope 2003)的結論相符；SIZE 與 CRR 的正向關

<sup>11</sup> 請參見第參節有關 BDI 變數的定義。

係則符合財務揭露或非財務揭露文獻(Hope 2003; Richardson and Welker 2001)的實證結果。此外，CRR 與 ANO 的相關係數為負值，也就是公司的資訊環境愈差（即公司的追逐分析師人數小於全體樣本追逐分析師人數的中位數），愈可能揭露 CRR，與過去財務及非財務揭露文獻(Botosan 1997; Lang and Lundholm 1993; Richardson and Welker 2001)的預期一致。但是，CRR 與 LEVG 的負向關係則顯示負債比率較高的企業視 CRR 所揭露的資訊為可能減少預期現金流量的私有資訊(Cormier and Gordon 2001)，因此這些企業會降低揭露 CRR 的機率。本研究將於「企業責任報告揭露決策」一節中再針對此一負向關係詳加探討。

另外，代表公司治理的變數（即 CGS、BDZ、BDI、ADZ 以及 GI）與企業是否在 CRR 中設有公司治理專節(GVS)的決策之間皆成正相關，符合本研究的預期。因此，表五的單變量分析結果支持本研究的 H1 和 H2。

雖然以上的相關係數分析與本文的假說預期相一致，但這些單變量的分析結果在加入其他變數的交互影響之後，是否仍然能夠支持本研究的相關假說尚有待驗證，因此以下進行本研究的多變量分析。

### 三、公司治理與企業責任報告

本節測試公司治理與 CRR 的關係，並分以下的二個部份來探討相關之測試結果：（一）CRR 揭露決策；（二）在 CRR 中設置公司治理專節的決策。

#### （一）CRR 揭露決策：

##### 1. 公司治理（CGS、BDZ 與 ADZ）

表六之 Panel A 指出，以 2003 年至 2005 年企業是否揭露 CRR 的虛擬變數為應變數時，CGS、BDZ 以及 ADZ 的估計係數（分別為 1.1168 [ $z=3.63$ ;  $p<0.000$ ]、1.0850 [ $z=3.09$ ;  $p<0.002$ ]以及 1.0008 [ $z=3.49$ ;  $p<0.000$ ]) 皆達 1% 的顯著水準，表示無論就整體公司治理結構而言，或是以個別治理要素觀之，公司治理與 CRR 的關係均顯著為正，亦即：當公司整體治理結構愈佳，公司的董事會和審計委員會規模愈大時（即公司治理愈佳），企業愈可能揭露 CRR。

表六 公司治理與企業責任報告揭露(n=866)<sup>ab</sup>

Panel A：企業責任報告																
$CRR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CGS_{i,t} + \gamma_2 ANO_{i,t} + \gamma_3 AFE_{i,t} + \gamma_4 LEVG_{i,t} + \gamma_5 SIZE_{i,t} + \gamma_6 INDD_{i,t} + \gamma_7 SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \gamma_8 SPE_{i,t} + \gamma_9 SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (第 1-1 式)																
$CRR_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 BDZ_{i,t} + \omega_2 BDI_{i,t} + \omega_3 ADZ_{i,t} + \omega_4 GI_{i,t} + \omega_5 ANO_{i,t} + \omega_6 AFE_{i,t} + \omega_7 LEVG_{i,t} + \omega_8 SIZE_{i,t} + \omega_9 INDD_{i,t} + \omega_{10} SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \omega_{11} SPE_{i,t} + \omega_{12} SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (第 1-2 式)																
變數	截距項	BDZ	BDI	ADZ	GI	CGS	ANO	AFE	LEVG	SIZE	INDD	SIZE × INDD	SPE	SPE × INDD	χ <sup>2</sup> 值	Pseudo R <sup>2</sup>
預期符號	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(?)	(+)	(?)	(?)	(+)	(?)		
估計係數	-9.0246					1.1168	-0.2912	13.8930	-0.1642	1.4628	-9.4091	2.1529	0.2275	0.0843	98.0000***	0.1939
z 值 <sup>b</sup>	-6.9900***					3.6300***	-0.9400	1.4900	-3.5700***	4.5800***	-2.7100***	2.9000***	0.7400	0.1400		
個別治理要素																
估計係數	-9.1930	1.0850	0.4489	1.0008	0.3036	-0.2883	13.9226	-0.1744	1.4681	-9.5099	2.1511	0.2994	0.0250	104.8900***	0.2075	
z 值 <sup>b</sup>	-5.7700***	3.0900***	0.5900	3.4900***	1.1000	-0.9100	1.4300	-3.7400***	4.3200***	-2.6400***	2.7900***	0.9600	0.0400			

表六 公司治理與企業責任報告揭露(n=866)<sup>ab</sup> (續)

**Panel B：企業責任報告中之公司治理專節**

$$GVS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CGS_{i,t} + \alpha_2 ANO_{i,t} + \alpha_3 AFE_{i,t} + \alpha_4 LEVG_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 INDD_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \alpha_8 SPE_{i,t} + \alpha_9 SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{第 2-1 式})$$

$$GVS_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 BDZ_{i,t} + \theta_2 BDI_{i,t} + \theta_3 ADZ_{i,t} + \theta_4 GI_{i,t} + \theta_5 ANO_{i,t} + \theta_6 AFE_{i,t} + \theta_7 LEVG_{i,t} + \theta_8 SIZE_{i,t} + \theta_9 INDD_{i,t} + \theta_{10} SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \theta_{11} SPE_{i,t} + \theta_{12} SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{第 2-2 式})$$

變數	截距項	BDZ	BDI	ADZ	GI	CGS	ANO	AFE	LEVG	SIZE	INDD	SIZE × INDD	SPE	SPE × INDD	SPEX	Pseudo R <sup>2</sup>
預期符號	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(?)	(+)	(?)	(?)	(+)	(?)	(?)	χ <sup>2</sup> 值
估計係數	-11.9963	1.0698	0.1395	0.7436	0.7620	-0.3833	14.1255	-0.2819	2.1952	-14.9809	3.0829	0.0457	1.3059	98.0200***	0.2642	0.2559
z 值 <sup>b</sup>	-7.0100***	2.9900***	-0.7600	1.1100	-4.1200***	5.1600***	-3.0700***	3.0500***	0.2600	1.5500						
個別治理要素	-11.5592	1.0698	0.1395	0.7436	0.7620	-0.3833	14.1255	-0.2819	2.1952	-14.9809	3.0829	0.0457	1.3059	98.0200***	0.2642	
z 值 <sup>b</sup>	-5.9100***	2.4100**	0.1800	2.1300**	2.1400**	-0.9400	1.1200	-4.1700***	4.9300***	-2.9200***	2.8900***	0.1200	1.5600			

註：<sup>a</sup>在本表中，CRR 代表公司是否揭露企業責任報告的虛擬變數，揭露者為 1，其他為 0；BDZ 代表董事會規模的虛擬變數，董事會人數大於全體樣本董事會人數的中位數者為 1，其他為 0；BDI 代表董事會獨立性的虛擬變數，外部獨立董事佔董事會總人數 60% 以上者為 1，其他為 0；ADZ 代表審計委員會規模的虛擬變數，審計委員會人數和董事會總人數的比例大於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；GI 代表 G-index 的虛擬變數，G-index 低於全體樣本 G-index 的中位數者為 1，其他為 0；CGS 代表整體公司治理結構強弱的虛擬變數，公司治理總指標分數高於全體樣本公司治理總指標分數之中位數者為 1，其他為 0；ANO 代表逐逐分析師人數的虛擬變數，追逐分析師人數高於全體樣本追逐分析師人數之中位數者為 1，其他為 0；AFE 代表實際每股盈餘一分析師預測之每股盈餘佔各年底之每股普通股收盤價；LEVG 代表期末負債帳面價值÷股東權益帳面價值；SIZE 代表期末總資產取自然對數；INDD 代表公司所屬產業的虛擬變數，在 Compustat 資料庫中的二位數 SIC 碼為 26、28、29、35、36、37 及 38 者為 1，其他為 0；SPE 代表產業專家會計師的虛擬變數，財務報表查核會計師為公司所屬產業的產業專家者為 1，其他為 0；GVS 代表公司是否在企業責任報告中設有公司治理專節之虛擬變數，是者為 1，其他為 0。

<sup>b</sup> \* 表示達 10% 的顯著水準；\*\* 表示達 5% 的顯著水準；\*\*\* 表示達 1% 的顯著水準。

## 2. 負債比率(LEVG)

LEVG 的估計係數分別為 $-0.1642$  ( $z=-3.57$ ;  $p<0.000$ )和 $-0.1744$  ( $z=-3.74$ ;  $p<0.000$ )，表示公司的負債比率愈高，愈不可能揭露 CRR。此結果與過去的自願性揭露文獻(Botosan 1997; Lang and Lundholm 1993; Richardson and Welker 2001)之結果不符，但與 Cormier and Gordon (2001)的實證結果相一致：當一家公司的負債比率很高的時候，管理當局會傾向於不揭露有關公司未來可能會發生之現金流出的私有資訊。在本研究中，由於在 CRR 中所揭露的大部份資訊皆與企業未來之現金流出有關（如：環保相關之資本支出、員工承諾以及推動社區服務之支出等），因此，負債比率愈高的公司，較無誘因揭露此類現金流出的私有資訊，以避免對債權人產生負面之影響。

## 3. 公司規模(SIZE)

SIZE 的估計係數分別為 $1.4628$  ( $z = 4.58$ ;  $p < 0.000$ ) 和  $1.4681$  ( $z = 4.32$ ;  $p<0.000$ )，表示企業的規模愈大，愈會揭露 CRR，這個結果與 Cormier and Gordon (2001)的論點一致，表示企業會擴充自願性揭露（包括財務性和非財務性）的範圍來降低其因為規模較大而導致的較高政治成本。

## 4. 產業(INDD)

INDD 的估計係數分別為 $-9.4091$  ( $z=-2.71$ ;  $p<0.007$ )和 $-9.5099$  ( $z=-2.64$ ;  $p<0.008$ )，表示當企業屬於敏感性產業時，較不會揭露 CRR，符合 Cormier and Gordon (2001)的結論。本研究推論，敏感性產業基於行業特性，已依財務會計準則公報第五號「或有負債」的規定提供了較多的揭露，因此在揭露需要成本的情況下，就比較不會再提供可能會降低企業未來現金流量的私有資訊。過去文獻(Deegan and Gordon 1996) 發現屬於敏感性產業的公司之環境性揭露程度較高，而本研究的研究結果則顯示敏感性產業與 CRR 的揭露決策有顯著的負向關係，可見企業內部的管理當局認為 CRR 揭露的資訊和其他的非財務性揭露資訊性質不同。由於 CRR 的揭露範圍廣泛，並不侷限於環境績效的資訊，因此，管理當局在決定是否揭露 CRR 時，會和一般的自願性揭露決策有不同的考量。

## 5. 規模與產業之交乘項(SIZE×INDD)

SIZE×INDD 的估計係數分別為 $2.1529$  ( $z=2.90$ ;  $p<0.004$ )和 $2.1511$  ( $z=2.79$ ;  $p<0.005$ )，表示在同屬敏感性產業的樣本公司中，規模愈大的企業愈會揭露 CRR。換句話說：即使在非財務性的質性資訊揭露機率較小的敏感性產業之中，仍然存在揭露的規模效果。

由以上的討論可知，若企業的公司治理結構愈好，董事會和審計委員會規模愈大，負債比率愈低，公司規模較大，不屬於敏感性產業，或屬於敏感性產業中規模較大的公司，則其管理當局愈會傾向於揭露 CRR。

總而言之，無論是從整體公司治理結構的角度觀之，或是由個別公司治理要素（董事會及審計委員會規模）的角度來看，本研究的實證結果皆支持 H1，也就是說：企業的公司治理愈佳，愈可能揭露 CRR，與過去以個別要素探討公司治理與自願性揭露之關係的文獻(Forker 1992)結果一致。由於本研究的樣本期間為 2003 年到 2005 年，而 2003 年通過適用的沙氏法已加重公司審計委員會的監督功能，因此在本研究以個別公司治理要素測試公司治理與 CRR 揭露決策的關係時，董事會規模以及審計委員會規模皆與 CRR 正相關。由於審計委員會要善盡其監督的責任，因此審計委員會規模愈大的企業，愈會傾向於增加資訊揭露的範圍以提升資訊透明度，所以管理當局揭露 CRR 的可能性就會愈高。

## （二）在 CRR 中設置公司治理專節的決策：

在驗證公司治理結構與企業之 CRR 揭露決策的正向關係後，本研究進一步測試公司治理結構與是否在 CRR 中設置公司治理專節之決策的關係。由表六的 Panel B 可知，若以企業之 CRR 中是否設有公司治理專節（以 *GVS* 代表之）為應變數時，與 CRR 顯著相關的公司特質變數仍然與 *GVS* 存在顯著的關係（*LEV* 的估計係數分別為  $-0.2684 [z = -4.12; p < 0.000]$  和  $-0.2819 [z = -4.17; p < 0.000]$ ；*INDD* 的估計係數分別為  $-15.2014 [z = -3.07; p < 0.002]$  和  $-14.9809 [z = -2.92; p < 0.003]$ ；*SIZE* 的估計係數分別為  $2.1936 [z = 5.16; p < 0.000]$  和  $2.1952 [z = 4.93; p < 0.000]$ ；*SIZE*×*INDD* 的估計係數分別為  $3.1423 [z = 3.05; p < 0.002]$ 和  $3.0829 [z = 2.89; p < 0.004]$ ）。因此，Panel B 的測試結果與 Panel A 沒有顯著不同，也就是說：無論由整體公司治理結構或是由個別治理要素的角度來探討公司治理結構與在 CRR 中設置公司治理專節的決策之關係，研究 H2 都獲得支持（*CGS* 的估計係數為  $1.1918 [z = 2.99; p < 0.003]$ ；*BDZ*、*ADZ* 和 *GI* 的估計係數分別為  $1.0698 [z = 2.41; p < 0.016]$ 、 $0.7436 [z = 2.13; p < 0.033]$  和  $0.7620 [z = 2.14; p < 0.033]$ ）。因此，當企業的整體治理結構愈佳（尤其是董事會和審計委員會規模愈大以及管理當局在處理與股東權利相關的事項時採取愈民主的態度）時，企業的管理當局愈會選擇以 CRR 的公司治理專節來揭露其公司治理資訊。

由以上的討論可知，從整體治理結構以及個別公司治理要素觀之，表六的測試結果支持研究 H1 及研究 H2，表示：整體公司治理結構愈佳（特別是董事會以及審計委員會規模愈大）的企業愈會揭露 CRR，也愈會以 CRR 的公司治理專節來揭露其公司治理相關資訊。另外，雖然企業的管理當局在處理與股東權利有關的事項時所採取的不同態度不會顯著影響該企業揭露 CRR 的可能性，但採用較民主態度的管理當局較會選擇以專節的形式在 CRR 中揭露該企業的公司治理資訊。

#### 四、敏感性測試

##### (一) 公司治理結構

本研究依據 DeFond et al. (2005) 的研究設計，將五個不同的公司治理要素（即：*BDZ*、*BDI*、*ADZ*、*ADI* 以及 *GI*）合併成單一的公司治理總指標，並依其中位數分成治理結構較強以及較弱兩種情況，以此來衡量樣本公司之公司治理環境的優劣程度對於企業之 CRR 揭露決策的影響。DeFond et al. (2005) 指出，此一指標(*CGS*)可以捕捉樣本公司的整體公司治理環境。但是，本研究加總以上五個代表公司治理的變數所得之 *CG*（為一值由 0 到 5 的連續變數），是由這些捕捉企業的不同公司治理特性之虛擬變數以相同的權數加總而成，因此除了可以用來計算公司是在幾個不同的公司治理特性中有較強的表現，也可以衡量整體的公司治理環境。本研究以 *CG* 取代 *CGS*，重新估計第(1-1)以及(2-1)式。表七的測試結果顯示，若以 *CG* 作為探討 CRR 揭露決策與公司治理整體環境的關係之測試變數時，本研究的 H1 以及 H2 仍然獲得支持。也就是說：當公司治理結構愈強，管理當局愈可能揭露 CRR，也愈可能在 CRR 中以公司治理專節來揭露公司治理內容。

##### (二) CRR 並非年度報表性質之影響

由於樣本公司一旦決定在某一年度揭露 CRR 後，並不一定會在續後的每一年度皆揭露 CRR，導致樣本公司揭露 CRR 的頻率可能與其年度財務報表不同。為了控制此現象對本研究之結論所可能造成的影響，本研究將第(1-1) [(2-1)] 和(1-2) [(2-2)] 式中的依變數 *CRR (GVS)* 重新定義為：若同一樣本公司在樣本期間的任何一年中揭露 *CRR (GVS)*，則 *CRR (GVS)* 之值為 1，否則為 0。同時，也以樣本期間的平均值取代所有其他變數，再重新估計第(1-1) [(2-1)] 與(1-2) [(2-2)] 式。表八的測試結果顯示，公司治理結構與 CRR 揭露決策及公司治理專節的正向關係不變。

綜合以上的實證結果，本研究有下列重要的發現：無論就整體公司治理結構或是就個別治理要素（含：董事會規模、董事會獨立性、審計委員會規模以及管理當局處理與股東權利有關的事項時之態度）而言，研究 H1 與 H2 皆獲得支持。特別的是：當企業的董事會以及審計委員會規模愈大，或者是管理當局處理與股東權利有關的事項採取愈民主的態度時，該企業愈可能以專節的形式在其 CRR 中揭露公司治理資訊。



表七 公司治理與企業責任報告揭露—公司治理指標總分(n=866)<sup>ab</sup>

Panel A：企業責任報告											
$CRR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CG_{i,t} + \gamma_2 ANO_{i,t} + \gamma_3 AFE_{i,t} + \gamma_4 LEVG_{i,t} + \gamma_5 SIZE_{i,t} + \gamma_6 INDD_{i,t} + \gamma_7 SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \gamma_8 SPE_{i,t} + \gamma_9 SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$											
變數	截距項	CG	ANO	AFE	LEVG	SIZE	INDD	SIZE×INDD	SPE	SPE×INDD	Pseudo R <sup>2</sup>
預期符號	(+)	(-)	(+)	(?)	(+)	(?)	(?)	(?)	(+)	(?)	χ <sup>2</sup> 值
估計係數	-5.2529	0.2014	-0.1734	7.7503	-0.0805	0.7758	-4.3630	1.0167	0.1047	0.0165	88.3200 <sup>***</sup>
z 值 <sup>b</sup>	-7.7600 <sup>***</sup>	2.3000 <sup>***</sup>	-1.1400	1.6100	-3.6300 <sup>***</sup>	4.6900 <sup>***</sup>	-2.6200 <sup>***</sup>	2.8100 <sup>***</sup>	0.6700	0.0500	
Panel B：企業責任報告之公司治理專節											
$GVS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{i,t} + \alpha_2 ANO_{i,t} + \alpha_3 AFE_{i,t} + \alpha_4 LEVG_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 INDD_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \alpha_8 SPE_{i,t} + \alpha_9 SPE_{i,t} \times INDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$											
變數	截距項	CG	ANO	AFE	LEVG	SIZE	INDD	SIZE×INDD	SPE	SPE×INDD	Pseudo R <sup>2</sup>
預期符號	(+)	(-)	(-)	(+)	(?)	(+)	(?)	(?)	(+)	(?)	χ <sup>2</sup> 值
估計係數	-6.5603	0.2114	-0.1155	6.0128	-0.1265	1.0915	-7.1158	1.4745	0.0358	0.6992	87.1700 <sup>***</sup>
z 值 <sup>b</sup>	-7.6500 <sup>***</sup>	2.0300 <sup>**</sup>	-0.6300	1.0700	-4.1000 <sup>***</sup>	5.2300 <sup>***</sup>	-2.9900 <sup>***</sup>	2.9300 <sup>***</sup>	0.2000	0.6900	

註：<sup>a</sup> 在本表中，CRR 代表公司是否揭露企業責任報告的虛擬變數，揭露者為 1，其他為 0；CG 代表公司治理指標總分，即董事會規模、董事會獨立性、審計委員會規模、審計委員會獨立性以及 G-index 五個虛擬變數的總和；ANO 代表追蹤逐分析師人數的虛擬變數，追蹤分析師人數高於全體樣本追蹤分析師人數之中位數者為 1，其他為 0；AFE 代表實際每股盈餘一分析師預測之每股盈餘；各年底之每股普通股收盤價；LEVG 代表期末負債帳面價值÷股東權益帳面價值；SIZE 代表期末總資產取自然對數；INDD 代表公司所屬產業的虛擬變數，在 Compustat 資料庫中的二位數 SIC 碼為 26、28、29、35、36、37 及 38 者為 1，其他為 0；SPE 代表產業專家會計師的虛擬變數，財務報表查核會計師為公司所屬產業的產業專家者為 1，其他為 0；GVS 代表公司是否在企業責任報告中設有公司治理專節之虛擬變數，是者為 1，其他為 0。

<sup>b</sup> \*\*表示達 10%的顯著水準；\*\*\*表示達 5%的顯著水準；\*\*\*表示達 1%的顯著水準。

表八 公司治理與企業責任報告揭露—三年平均(n =253)<sup>a,b</sup>

Panel A：企業責任報告

$$CRR_i = \gamma_0 + \gamma_1 CGS_i + \gamma_2 ANO_i + \gamma_3 AFE_i + \gamma_4 LEVG_i + \gamma_5 SIZE_i + \gamma_6 INDD_i + \gamma_7 SIZE_i \times INDD_i + \gamma_8 SPE_i + \gamma_9 SPE_i \times INDD_i + \varepsilon_i$$

(第 1-1 式)

$$CRR_i = \omega_0 + \omega_1 BDZ_i + \omega_2 BDI_i + \omega_3 ADZ_i + \omega_4 GI_i + \omega_5 ANO_i + \omega_6 AFE_i + \omega_7 LEVG_i + \omega_8 SIZE_i + \omega_9 INDD_i + \omega_{10} SIZE_i \times INDD_i + \omega_{11} SPE_i + \omega_{12} SPE_i \times INDD_i + \varepsilon_i$$

(第 1-2 式)

變數	截距項	BDZ	BDI	ADZ	GI	CGS	ANO	AFE	LEVG	SIZE	INDD	SIZE × INDD	SPE × INDD	SPE × INDD (?)	χ <sup>2</sup> 值	Pseudo R <sup>2</sup>
預期符號		(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(?)	(+)	(?)	(?)	(+)	(?)		
整體治理結構	估計係數	-4.7935				0.2460	-0.3253	4.3538	-0.0865	0.6947	-3.4023	0.8461	0.0092	0.3208	34.1400***	0.1647
	z 值 <sup>b</sup>	-4.3000***				1.6400*	-1.1800	0.5500	-2.2900**	2.5100**	-2.3100**	1.4600	0.0400	0.6300		
個別治理要素	估計係數	-4.1855	0.5432	0.2235	0.2288	0.0933	-0.3686	3.3315	-0.0872	0.6257	-3.5322	0.8737	0.0073	0.3353	35.8000***	0.1729
	z 值 <sup>b</sup>	-3.8300***	1.9800**	0.2900	1.8700**	0.4100	-1.2900	0.4200	-2.3000**	2.1900**	-2.3200**	1.4700	0.0300	0.6500		

表八 公司治理與企業責任報告揭露一三年平均(n=253)<sup>ab</sup> (續)

Panel B：企業責任報告中之公司治理專節

$$GVS_i = \alpha_0 + \alpha_1 CGS_i + \alpha_2 ANO_i + \alpha_3 AFE_i + \alpha_4 LEVG_i + \alpha_5 SIZE_i + \alpha_6 INDD_i + \alpha_7 SIZE_i \times INDD_i + \alpha_8 SPE_i + \alpha_9 SPE_i \times INDD_i + \varepsilon_i$$

(第 2-1 式)

$$GVS_i = \theta_0 + \theta_1 BDZ_i + \theta_2 BDI_i + \theta_3 ADZ_i + \theta_4 GI_i + \theta_5 ANO_i + \theta_6 AFE_i + \theta_7 LEVG_i + \theta_8 SIZE_i + \theta_9 INDD_i + \theta_{10} SIZE_i \times INDD_i + \theta_{11} SPE_i + \theta_{12} SPE_i \times INDD_i + \varepsilon_i$$

(第 2-2 式)

變數	截距項	BDZ	BDI	ADZ	GI	CGS	ANO	AFE	LEVG	SIZE	INDD	SIZE × INDD	SPE	SPE × INDD	χ <sup>2</sup> 值	Pseudo R <sup>2</sup>
估計	-6.0135					0.2520	-0.3545	5.9782	-0.1155	0.9670	-0.0997	0.0448	0.1848	0.1489	34.5800***	0.1962
整體						1.6700***	-1.1600	0.6700	-2.4500**	2.9800***	-1.7100*	1.6900*	0.6500	0.2800		
治理		(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(?)	(+)	(?)	(?)	(+)	(?)		
結構																
個別																
估計	-5.3966	0.5729	0.1593	0.1581	0.1531		-0.3985	4.7274	-0.1165	0.8944	-0.1337	0.0074	0.1587	0.1291	35.9900***	0.2044
治理																
要素																
z 值	-4.2100***	1.8300*	0.1800	1.6500*	1.6900*	-1.2500	0.5300	-2.4300**	2.6700***	-1.7500*	1.8100*	0.5500	1.2400			

註：<sup>a</sup> 在本表中，CRR 代表公司是否在本期間的任何一年揭露企業責任報告的虛擬變數，揭露者為 1，其他為 0；BDZ 代表董事會規模的虛擬變數，樣本期間平均董事會人數大於全體樣本平均董事會人數的中位數者為 1，其他為 0；BDI 代表董事會獨立性的虛擬變數，樣本期間平均外部獨立董事佔董事會總人數 60% 以上者為 1，其他為 0；ADZ 代表審計委員會規模的虛擬變數，樣本期間平均審計委員會人數和董事會總人數的比例大於全體樣本該比例之中位數者為 1，其他為 0；GI 代表 G-index 的虛擬變數，樣本期間平均 G-index 低於全體樣本 G-index 的中位數者為 1，其他為 0；CGS 代表整體公司治理總指標分數高於全體樣本該指標分數之中位數者為 1，其他為 0；ANO 代表逐次分析師人數的虛擬變數，樣本期間平均逐次分析師人數高於全體樣本該指標分數之中位數者為 1，其他為 0；AFE 代表分析師人數的虛擬變數，樣本期間平均逐次分析師人數高於全體樣本該指標分數之中位數者為 1，其他為 0；LEVG 代表樣本期間平均未償帳面價值與樣本期間平均股東權益帳面價值之比率，樣本期間平均未償帳面價值與樣本期間平均股東權益帳面價值之比率高於全體樣本該比率之中位數者為 1，其他為 0；SIZE 代表樣本期間平均總資產取自然對數；INDD 代表公司所屬產業的虛擬變數，在 Compustat 資料庫中的二位數 SIC 碼為 26、28、29、35、36、37 及 38 者為 1，其他為 0；SPE 代表產業專家會計師的虛擬變數，財務報表查核會計師為公司所屬產業的產業專家者為 1，其他為 0；GVS 代表公司是否在本期間的任何一年之企業責任報告中設有公司治理專節之虛擬變數，是者為 1，其他為 0。

<sup>b</sup> \* 表示達 10% 的顯著水準；\*\* 表示達 5% 的顯著水準；\*\*\* 表示達 1% 的顯著水準。

## 伍、結論與建議

根據過去研究公司治理與自願性揭露之文獻(Forker 1992; Ho and Wong 2001)，公司治理愈佳的企業，其管理當局所揭露的自願性揭露之範圍愈大。雖然過去文獻所探討的自願性揭露僅侷限於財務性或非財務性的量化資訊，但本研究發現，公司治理結構與質化的非財務自願性揭露(即本研究的 CRR)亦存在顯著的關係。特別的是：當企業的公司治理整體結構愈佳(尤其是董事會以及審計委員會規模愈大)時，管理當局揭露 CRR 的可能性愈高。此外，本研究亦同時探討公司治理與是否在 CRR 中設有公司治理專節的關係。實證結果發現：當企業的整體公司治理結構愈佳(特別是董事會以及審計委員會規模愈大，管理當局處理與公司權利有關的事項採取愈民主的態度)時，管理當局愈可能以專節的形式在 CRR 中揭露公司治理內容。由此可知，企業的公司治理強弱不但會顯著影響其是否提供自願性揭露的決策，更會進一步影響該揭露的形式，這個發現顯示過去文獻(Ho and Wong 2001)有關公司治理與自願性揭露之正向關係的結論不會因揭露的性質係屬財務性或非財務性而改變。因此，在主管機關希望能藉由提高企業的資訊透明度以達到加強企業的公司治理之目標下，本研究的結果可提供主管機關作為是否強制企業揭露 CRR 之決策參考。

為避免沙氏法 409 條款對管理當局揭露行為可能造成的影響，本研究以沙氏法通過適用後的 2003 年至 2005 年為研究期間。又囿於資料的限制，本研究以美國 S&P 500 公司為研究樣本。因此，本研究的結論是否能夠推論至其他期間以及不同公司仍有待後續的研究加以證實。除此之外，由於 S&P 500 公司在向 SEC 申報機構投資人持股比例之資料時，是以該企業持有其他企業的股權比例之資料申報，所以本研究無法根據 Defond et al. (2005) 對機構投資人股權比例的定義取得相關資料，造成本研究所採用的公司治理總指標不含代表機構投資人股權比例的變數。另外，如同「研究方法」一節所說明的，公司治理總指標中的審計委員會獨立性(即 ADI)變數在以個別治理要素為公司治理代理變數的測試中不具解釋能力，因此本研究在以個別治理要素進行相關測試時，將上述二個變數刪除，此為本研究主要的限制所在。但由本研究以不同樣本進行多項驗證均獲得一致的結論顯示，本研究的實證結果仍具有有效性與可靠性。

由於國內揭露 CRR 的企業不多，因此本研究以 2003 年至 2005 年美國 S&P 500 公司為樣本，為首篇針對 CRR 的橫斷面研究。本研究的結論顯示相對於未揭露 CRR 者，揭露 CRR 的企業之公司治理結構較健全。本研究的結論對國內及國外的實務界和學術界有三大意涵：(1)就主管機關而言：在管制機關希望能夠藉由提高企業的資訊揭露程度來增加資訊透明度，進而加強公司治理結構之情形下，相關的管制機關應鼓勵企業多揭露 CRR<sup>12</sup>，使企業處於較佳的資訊環

<sup>12</sup>如附註 7 所述，本研究的研究對象是 S&P 500 公司，樣本期間是沙氏法通過之後的 2003 至 2005 年，而沙氏法對公司治理有嚴格且明確的規範。Zhang (2007)的研究結果顯示，重大的沙氏法規範會增加

境，以促進其公司治理結構的健全程度；(2)就企業的管理當局而言：在自願性揭露的成本限制之下，管理當局應該對自願性揭露的成本效益加以審慎分析。若企業仍處於揭露 CRR 係自願性質而且尚未形成風氣的資訊環境之下（如美國和我國），則本研究之結果可以為企業的管理當局是否揭露 CRR 的重要決策參考；(3)就學術研究而言：本文與過去有關自願性揭露的文獻結論一致，表示公司治理與自願性揭露的關係不但可以從財務性揭露擴展至非財務性揭露，亦可由量化的資訊延伸至質化的資訊。此外，本研究為選擇自願性揭露之企業的公司特質以及其管理當局的揭露動機提供了進一步的實證證據，有助學術界更深入了解企業的自願性揭露行為。

根據 KPMG (2005)，企業揭露 CRR 的動機包括提高股價、降低資金成本、提高聲譽以及節省成本等，因此未來的研究可以從不同的角度來探討管理當局揭露 CRR 的動機。此外，由於環保意識高漲，愈來愈多揭露 CRR 的企業選擇在 CRR 中揭露與環境績效（如：有毒廢棄物的處理）以及企業承諾（如：教育訓練與員工福利承諾）有關的內容，因此未來亦可就環境績效或員工忠誠度與 CRR 的揭露決策之間的關係加以研究。最後，有鑑於小股東對亞洲市場的企業影響甚劇，因此未來應可以亞洲市場的公司為樣本，就「外部董事及小股東與企業社會責任報告的關聯性」之研究議題加以探討。

## 參考文獻

- 遠見雜誌，2006，第二屆遠見雜誌企業社會責任大調查，第 239 期（5 月）：215-224。
- Al-Tuwaijri, S. A., T. E. Christensen, and K. E. Hughes. 2004. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organizations and Society* 29 (July-August): 447-471.
- Amir, E., and B. Lev. 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22 (August-December): 3-30.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi, and D. M. Reeb. 2004. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37 (September): 315-342.

---

公司遵守這些規範的成本，Engel, Hayes and Wang (2007)也指出，遵守沙氏法規的額外成本可能會讓企業選擇自行下市。因此，本研究合理推測，公司治理較不健全的公司無法以合理的成本模仿公司治理健全的公司，而且企業在其 CRR 中揭露的資訊有較高的可驗證性，所以公司治理較不健全的公司會虛應故事，揭露 CRR 的機率不高，因此 pooling equilibrium 不會存在於本研究中。然而，由於目前關於如何善盡企業社會責任並無一定的標準，因此相關的管制機關在鼓勵企業多揭露 CRR 的同時，亦應制定 CRR 的相關揭露準則，以評估企業所揭露之 CRR 的資訊品質，並進而了解該企業善盡其社會責任的程度。

- Banker, R. D., G. Porter, and D. Srinivasan. 2000. An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinancial performance measures. *The Accounting Review* 75 (January): 65-92.
- Barth, M. E., M. F. McNichols, and G. P. Wilson. 1997. Factors influencing firms' disclosures about environmental liabilities. *Review of Accounting Studies* 2 (March): 35-64.
- Bédard, J., S. M. Chtourou, and L. Courteau. 2004. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 23 (September): 13-35.
- Behn, B. K., and R. A. Riley. 1999. Using nonfinancial information to predict financial performance: The case of the U.S. airline industry. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 14 (Winter): 29-56.
- Bloomfield, R. J. 2002. The incomplete revelation hypothesis and financial reporting. *Accounting Horizons* 16 (September): 233-243.
- Blue Ribbon Committee. 1999. Report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate audit committees. New York, NY: New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 (July): 323-349.
- Bushee, B. J., and C. F. Noe. 2000. Corporate disclosure practice, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement):171-202.
- Cormier, D., and I. M. Gordon. 2001. An examination of social and environmental reporting strategies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 14 (May): 587-616.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and S. H. Teoh. 2002. Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications. *Journal of Monetary Economics* 49 (January): 139-209.
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3 (December): 183-199.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (Spring): 1-36.

- Deegan, C., and B. Gordon. 1996. A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research* 26 (Summer): 187-199.
- DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. 2005. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research* 43 (May): 153-193.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (January): 145-176.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin. 1997. Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics* 45 (August): 193-221.
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2007. The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics* 44 (September): 116-145.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1975. *Accounting for Contingencies*. Statement of financial accounting standards No. 5. Norwalk, CT: FASB.
- Forker, J. J. 1992. Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research* 22 (Spring): 111-124.
- General Accounting Office (GAO). 2003. Public accounting firms: Mandated study on consolidation and competition. GAO-03-864. Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services.
- Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (February): 107-155.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (September): 405-440.
- Hill, J. G. 1999. Deconstructing sunbeam: Contemporary issues in corporate governance. *University of Cincinnati Law Review* 67 (June): 1099-1127.
- Hirschey, M., V. J. Richardson, and S. W. Scholz. 2001. Value relevance of nonfinancial information: The case of patent data. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 17 (November): 223-236.

- Hirshleifer, D., and S. H. Teoh. 2003. Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 36 (December): 337-386.
- Ho, S. S. M., and K. S. Wong. 2001. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 10 (Summer): 139-156.
- Hope, O-K. 2003. Accounting policy disclosures and analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research* 20 (Summer): 295-321.
- Hughes, K. E. 2000. The value relevance of nonfinancial measures of air pollution in the electric utility industry. *The Accounting Review* 75 (April): 209-228.
- Ilinitch, A. Y., N. S. Soderstrom, and T. E. Thomas. 1998. Measuring corporate environmental performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 17 (Winter): 383-408.
- Ittner, C. D., and D. F. Larcker. 1998. Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of Accounting Research* 36 (Supplement): 1-35.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360.
- Kaplan, R. S., and D. P. Norton. 1996. *The Balanced Scorecard*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Kaplan, R. S., and D. P. Norton. 2001. Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management: Part I. *Accounting Horizons* 15 (March): 87-104.
- Klein, A. 2002. Economic determinants of audit committee independence. *The Accounting Review* 77 (April): 435-452.
- Kothari, S. P. 2001. Capital market research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (September): 105-231.
- KPMG. 2005. KPMG international survey of corporate responsibility reporting 2005.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 (Autumn): 246-271.



- Lang, M. H., and R. J. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analysts behavior. *The Accounting Review* 71 (October): 467-492.
- Leftwich, R. W., R. L. Watts, and J. L. Zimmerman. 1981. Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research* 19 (Supplement): 50-77.
- Libby, R., R. Bloomfield, and M. W. Nelson. 2002. Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society* 27 (November): 775-810.
- Lipe, M. G. 1998. Individual investors' risk judgments and investment decisions: The impact of accounting and market data. *Accounting, Organizations and Society* 23 (October): 625-640.
- Lipe, M. G., and S. E. Salterio. 2000. The balanced scorecard: Judgmental effects of common and unique performance measures. *The Accounting Review* 75 (July): 283-298.
- Luft, J., and M. Shields. 2002. Learning drivers of financial performance: Judgment and decision effects of financial measures, nonfinancial measures, and statistical models. Working paper, Michigan State University.
- Lundholm, R. J. 1995. A tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson models: Answers to some frequently asked questions. *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring): 749-761.
- Miller, G. S., and J. D. Piotroski. 2000. Forward-looking earnings statements: Determinants and market response. Working paper, Harvard University.
- Nagar, V., and M. V. Rajan. 2001. The revenue implications of financial and operational measures of product quality. *The Accounting Review* 76 (October): 495-513.
- Neal, T. L., and R. R. Riley. 2004. Auditor industry specialist research design. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 23 (September): 169-177.
- Palmrose, Z-V. 1988. An analysis of auditor litigation and audit service quality. *The Accounting Review* 63 (January): 55-73.
- Patten, D. M. 1991. Exposure, legitimacy and social disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 10 (Winter): 297-308.
- Richardson, A. J., and M. Welker. 2001. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society* 26 (October-November): 597-616.

- Rowe, J. K. 2006. Corporate social responsibility as business strategy. Working paper, University of California, Santa Cruz.
- Scott, T. W. 1994. Incentives and disincentives for financial disclosure: Voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by Canadian firms. *The Accounting Review* 69 (January): 26-43.
- Simunic, D. A., and M. T. Stein. 1996. The impact of litigation risk on audit pricing: A review of the economics and the evidence. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 15 (Supplement): 119-134.
- Teoh, S. H., and T. J. Wong. 1993. Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *The Accounting Review* 68 (April): 346-366.
- Zhang, X. 2007. Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics* 44 (September): 74-115.