

公司治理評鑑與權益資金成本之關聯性研究

陳瑞斌

彰化師範大學會計系 副教授

呂國禎*

銘傳大學會計系 助理教授

陳駿璋

資誠聯合會計師事務所 審計員

摘要

本文旨在探討公司治理評鑑與權益資金成本之關係，以 2013 年至 2017 年之台灣上市公司為研究樣本，實證結果發現實施公司治理評鑑制度確實有助於降低企業的權益資金成本。其次，公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響，於第一屆(2014 年)呈現正相關，但不顯著，於第二屆(2015 年)呈現負相關，符合預期方向但不顯著，於第三屆(2016 年)與第四屆(2017 年)時呈現顯著負相關。在敏感度分析，本文利用二階段迴歸分析以控制潛在內生性問題之影響，研究結果依舊支持評鑑等級越好的企業，權益資金成本會較低。

關鍵詞：公司治理、公司治理評鑑、權益資金成本

* 通訊作者：呂國禎
聯絡地址：臺北市中山北路五段 250 號
電話：02-28824564
E-mail：davidlu@mail.muc.edu.tw

The Association between Corporate Governance Evaluation and Cost of Equity Capital

Jui-Pin Chen

Department of Accounting, National Changhua University of Education
Associate Professor

Kuo-Chen Lu

Department of Accounting, Ming Chuan University
Assistant Professor

Jun-Wei Chen

PWC Taiwan
Auditor

Abstract

This study aims to examine the relationship between corporate governance evaluation and cost of equity capital. Using 2013-2017 Taiwanese listed companies as the sample, the results show that the implementation of the corporate governance evaluation system can indeed reduce the cost of equity capital. Secondly, as to the effect of corporate governance evaluation ratings on the cost of equity capital, the results show that corporate governance evaluation ratings are positively correlated with the cost of equity capital, but not significantly in 2014. The corporate governance evaluation ratings are negatively correlated with the cost of equity capital, not significantly in 2015, but significantly in 2016 and 2017. In the sensitivity analysis, this study uses two-stage regression analysis to control the effect of potential endogeneity problem. The results still support that companies with better evaluation will have lower cost of equity capital.

Keywords : *Corporate governance, corporate governance evaluation, cost of equity capital*

壹、緒論

本文旨在探討公司治理評鑑與權益資金成本之關係。美國安隆(Enron)及世界通訊(WorldCom)等大型公開發行企業爆發會計財務醜聞後，美國國會於2002年7月通過沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)，期望透過強化公司治理機制及懲罰制度的方式，來預防企業弊案發生而造成資本市場動盪的可能。在臺灣，經過1997年亞洲金融風暴後接連數年，也發生博達、力霸、訊碟等大型企業的會計舞弊事件，在2008年全球金融海嘯中，雖然對台灣整體經濟與資本市場而言，受到金融海嘯的衝擊相對於全世界其他國家小，但是金融海嘯所帶來的全球效應，除可以看得出來各國政府對於資本市場、企業規範與投資人保護的相關法令規章並不完善，也反映出企業對於自身公司治理的重視程度嚴重不足，無論哪一項因素都會嚴重打擊資本市場投資人的信心，全球經濟的嚴重衰退是可預期的情況。

在這樣的背景中，越來越多國內外學者與投資者開始關注公司治理的議題，我國證管機關也陸續建立相關法規，例如2003年公布「公開發行公司年報應記載事項準則」配合「上市上櫃公司治理實務守則」之規定，要求企業須揭露獨立董事及監察人設置情形、職權及分配與酬勞制度是否符合法規。其目的皆在督促企業遵守相關法規、重拾資本市場投資人的信心，並提高政府及企業利害關係人對公司的瞭解，以降低資訊不對稱程度。另外，為使國內企業之治理水平能強化並增進資本市場有效率的運作，除了透過法規及相關專業守則的強制規定要求企業強化公司內部的治理機制外，另一方式就是針對公司內部公司治理實際執行情況所發布的評鑑資訊。藉由政府進行評鑑，並公開評鑑結果，除讓股東及投資人更瞭解公司績效與財務狀況以進行投資決策外，也可督促公司為獲得較佳之評鑑排名結果及名聲，改善公司的內部治理機制。張瑞當與方俊儒(2006)指出，我國在2003年首度實施「第一屆資訊揭露評鑑」後，公司為了獲得較好的評鑑結果、提升公司的聲譽，並吸引資金的流入，因此會主動提供較多內部私有資訊，同時也會降低公司管理階層有機會操控盈餘謀取利益之的可能性及誘因，研究結果顯示，我國資訊揭露評鑑系統能夠有效提高企業的公司治理績效，確實發揮監督的效果，代表此評選機制已成功引導企業自願改善自身的資訊揭露程度及聲譽價值。

企業為了經營、投資或進行研發活動，若有現金需求時，除了可利用企業內部自有的資金外，也可以透過舉債或現金增資的方式滿足資金的需求。不論是以舉債或現金增資的方式募集資金，企業都必須負擔成本，亦即外部籌資成本(也稱資金成本)。根據前述，可知權益資金成本是影響企業營運的重要因素之一，當企業提供較少資訊，而導致較大的資訊不對稱時，可能會使得管理階層發生逆選擇問題，造成代理風險的可能性提高。因此對理性的外部投資人而言，在評估企業可能存有較大

資訊風險的情況下，會向企業要求較高的風險貼水，作為投資人承擔此資訊風險的代價(Lambert, Leuz and Verrechia, 2007)。企業管理階層如提高各種資訊揭露政策，將會降低私有資訊擁有者從事內線交易的誘因，使得交易風險下降，進而吸引更多外部投資人進行投資，讓企業權益資金成本下降。權益資金成本的高低會因為企業的財務狀況好壞、公司治理績效優劣與資訊揭露程度高低而有影響，尤其在各國陸續建立公司治理與資訊揭露相關評鑑系統後，企業為順利取得外界資金援助並降低資金成本，需掌握及遵守的層面越來越廣泛，除追求在財務報導上的盈餘數字外，如企業控制權與現金流量權的偏離程度、董事會結構的組成、審計委員會品質的高低、審計委員會成員的專業能力、企業財務預測的精確度、企業社會責任資訊揭露的程度、公司股東權益的保護等議題，都將是提供給投資人進行投資決策的重要參考依據。

過去的研究指出，公司治理的品質會影響投資人對於企業之經營績效及投資風險的評估，對於高風險的企業，投資人通常會要求較多的風險貼水，因而增加企業的權益資金成本。在我國公司治理評鑑系統尚未建立之前，以往的研究多以個別變數(而非綜合指標)衡量企業的公司治理，並連結公司治理與權益成本之關聯，例如資訊透明度對於權益資金成本之影響，或是股權結構及董事會結構與權益資金成本之關係等。2014年公司治理評鑑系統正式實施至今，關於探討公司治理評鑑系統或其他公司治理綜合指標對於權益資金成本之影響此類型研究相對較少，因此便引發本研究欲以公司治理評鑑系統之等級結果衡量企業整體公司治理的品質，並探討公司治理評鑑結果與權益資金成本之關係。

本研究以國內的上市公司為樣本，以公司治理評鑑系統所公布的評鑑結果衡量企業的整體公司治理品質，探討實施公司治理評鑑系統、評鑑結果之優劣，是否會影響投資人於投資企業股票時所要求的風險貼水(即企業所負擔的權益資金成本)。另外，進一步以虛擬變數重新衡量公司治理評鑑等級，將第三屆與第四屆之評鑑結果排名較優(前 50%)之企業設為 1，評鑑結果排名較差(後 50%)之企業設為 0，探討用不同衡量方式定義的公司治理評鑑等級對於權益資金成本的影響。實證結果發現，公司治理評鑑制度的實施確實能夠降低企業的權益資金成本，符合假說一之預期。另外，公司治理評鑑等級的高低是否影響權益資金成本：第一屆公司治理評鑑等級(2014年)呈現正相關但不顯著，不符假說二之預期。第二屆公司治理評鑑等級(2015年)呈現負相關但不顯著，不符假說二之預期。第三屆(2016年)與第四屆公司治理評鑑等級(2017年)時呈現顯著負相關，代表公司治理評鑑等級越好，企業權益資金成本越低，符合假說二之預期。針對第一屆及第二屆之結果不符合預期，本研究推測可能的原因有三：第一，我國公司治理評鑑於 2013 年首次對上市櫃公司進行評鑑，對於評鑑所要求資料及數據的準備程度不足。第二，評鑑規定中各項構面的指標評

分項目在第一屆(2014年)及第二屆(2015年)實施時較不廣泛，評鑑排名結果也僅有前20%(2014年)及50%(2015年)，因此公司治理評鑑結果對權益資金成本的影響，僅針對在評鑑結果中有獲得排名出現在名單中之公司，導致樣本結果產生了偏差。第三，公司治理評鑑系統於2013年取代資訊揭露評鑑系統對我國上市櫃公司進行評鑑，資本市場對於此評鑑系統較為不熟悉，因此投資人對於此評鑑所呈現的評鑑結果持有保留態度。

本文的主要研究貢獻為：(1)過去的研究多以個別變數(而非綜合指標)衡量企業的公司治理，本文使用較完整的公司治理評鑑系統之評鑑結果資料，涵蓋公司治理指標較為廣泛，研究發現更具代表性。(2)在衡量權益資金成本的方法上，本文參酌Easton(2004)及Ohlson and Juettner-Nauroth(2005)衡量權益資金成本，採取事前的估計模式，較以往文獻採用的衡量方式更為適當，得出實證結果也較具可信度。(3)在實務及管理意涵方面，因公司治理評鑑系統的實施，強化了資訊揭露，增加資訊透明度，降低因資訊不對稱所帶來負面的影響，進而降低權益資金成本。由此可知，投資決策依據，已不再只是從企業所提供的財務報表資訊作為參考，企業是否遵循法令規章經營、內部公司治理機制品質優劣、資訊揭露程度的高低或是否對環境及社會做出回饋等情形，都將是重點的參考指標。公司治理評鑑之結果不僅能讓投資者在進行決策時有穩健的參考依據，同時也有助於提升企業的公司治理品質，使資本市場能夠具備良好的資金流動提升國家的經濟競爭力，同時提醒企業提高公司治理品質才是首要當務之急。

本文架構如下：第壹章緒論，說明本文研究背景、動機與目的；第貳章為文獻探討與研究假說，說明本文研究假說；第參章為研究設計，說明本文資料來源、變數衡量方式與研究模型設計；第肆章為實證結果與分析，第伍章為增額測試，最後為本文之研究結論與限制。

貳、文獻探討與研究假說

一、公司治理評鑑

金融監督管理委員會於2013年發布以5年為期進行規畫的「強化公司治理藍圖」，12月臺灣證券交易所設立了「公司治理中心」，專責於公司治理與資訊揭露部分，並負責制定評鑑指標及相關決策。2014年證交所及櫃買中心開始辦理第一屆「上市上櫃公司治理評鑑」，並將「上市上櫃公司資訊揭露評鑑」的指標內容併入公司治理評鑑當中，並於公司治理評鑑系統正式上線後，於2015年始停辦「資訊揭露評鑑」，此兩種評鑑系統的合併使評鑑機制更加完備。

我國「上市上櫃公司治理評鑑」中各項評鑑指標的設立參考國內、外評鑑機構或團體所發布之治理評鑑指標，內容包涵以下五大構面：「股東權益之維護」、「股東平等對待」、「強化董事會結構與運作」、「提升資訊透明度」、「利害關係人利益之維護與企業社會責任」，在今年第五屆(2018)的評鑑構面將「維護股東權益」及「平等對待股東」兩大構面予以合併，調整為「維護股東權益及平等對待股東」、「強化董事會結構與運作」、「提升資訊透明度」及「落實企業社會責任」四大構面。雖然在評鑑的指標分為數個種類，但公司治理評鑑中的五大(2014年)或四大(2018年)構面，彼此之間也有相互影響關係，並非完全獨立，如以「強化董事會結構與運作」與「提升資訊透明度」為例，陳瑞斌與許崇源(2007)指出董事會中獨立董事席次的比率上升，獨立董事具備的監督效果較強，因此公司的資訊揭露水準提升，資訊透明度也會上升。各項公司治理的變數間也會有相互影響之情況，例如高蘭芬、盧正壽、黃冠智與陳安琳(2012)研究指出整合性的公司治理評等指標與公司績效呈現顯著的正向關係。也就是說，公司治理越好的公司，其績效越高。而單一的構面並不能完整呈現公司治理的全貌，其對於公司績效的影響，其實是包含於整合性公司治理評等指標之中，顯示整合性公司治理評等指標比單一公司治理構面，更能反應出整體的公司治理程度強弱。因此從綜合型的指標探討公司治理的變數，所考慮的情況較為全面。由「公司治理評鑑系統評鑑結果暨評鑑程序報告」中得知，隨著公司治理評鑑的實施至今，參與公司數也從第一屆(2014年)798家上市公司及595家上櫃公司，增加至864家上市公司及675家上櫃公司(2017年)，統計數據可以看出參與公司治理評鑑的企業數目仍持續上升，由各年排名之結果來分析，企業也會為獲得較佳的排名提升企業聲譽、吸引資金來源而改善企業之公司治理機制。隨著公司治理評鑑系統的上路，近期也陸續出現針對公司治理評鑑對企業行為的相關研究，例如張又文(2018)以2016年為台灣上市櫃公司及參與天下雜誌企業社會責任評估活動之企業做為樣本，其研究結果發現企業社會責任對於公司治理評鑑具有顯著正相關、公司治理評鑑對企業財務績效有顯著的正相關。何英綺(2018)探討公司治理評鑑結果對避稅行為與財務報表盈餘品質關聯性，指出公司治理評鑑結果越好之企業，其財務報表品質越好。吳宗翰(2018)指出隨著揭露級距增加，公司治理品質有改善現象，代表公司治理評鑑確實可使企業更加重視公司治理之品質。潘淑惠(2018)研究公司治理評鑑分數對企業盈餘管理程度之影響，發現公司治理評鑑結果較佳的公司，盈餘管理程度會較低，代表公司治理評鑑可抑制企業高層進行盈餘管理之程度與誘因，降低核心代理問題。我國公司治理評鑑的實施年數尚短，但因公司治理評鑑所具備的指標性與可靠性，確實能引導我國企業公司治理品質的全面性提升，也提高投資人對我國資本市場的信任，進而引導我國經濟的成長。

二、權益資金成本

企業對外籌資的方式主要為發行股票及舉債兩種模式，如企業已發行股票作為籌資，則稱為「權益資金成本」，若公司以舉債方式籌資，則債券的購買者及提供融資的銀行便稱為債權人，公司對於債券持有者或提供融資的金融機構，須支付定期性的利息費用，此種成本稱為「負債資金成本」。

權益資金成本包括企業的特別股、普通股以及留存利潤等資金成本，也是投資人對於公司所要求之必要報酬率。企業未來現金流量或股票流動性的衡量，會影響投資人對於企業獲利能力與可能發生風險之預期，直接影響投資人對於企業經營及風險的評估，提高或降低要求之必要報酬率，而因投資人與管理當局因存在資訊不對稱，而容易引發代理問題，因此當企業與投資人、債權人存在高度資訊不對稱時，代理問題會越加嚴重，權益資金成本與負債資金成本皆會提高。高蘭芬、陳怡凱與陳美蓮(2011)、倪衍森與廖容芬(2006)認為企業如將多餘的自由現金發還給股東，可以有效減少管理階層所掌控的資金，如果企業需要資金而向資本市場募資時，可藉由資本市場來監督企業運用資金的決策及方向，降低企業與股東間資訊不對稱和代理問題。當資訊不對稱越高時，投資人通常會要求企業提供較高的投資報酬率，作為其投資該企業承擔投資風險的補貼，進而導致企業權益資金成本會提高(陳瑞斌與許崇源，2005)。當企業所揭露的資訊愈完整，愈可分散資訊之風險，當資訊不對稱程度下降，投資人要求的必要報酬就會降低，進而可降低企業資金成本(Tran, 2012; Duarte, Young and Yu, 2008; Wittenberg-Moerman, 2008; Francis, Nanda, and Ohlson, 2008; Brown and Hillegeist, 2007; Cheng, Collins and Huang, 2006)。

三、公司治理評鑑與權益資金成本

自 1997 年以來，無論國內外均時常發生企業財務危機或弊案等事件，除了造成股票市場的動盪，資本市場上的投資者蒙受損失、血本無歸，也使得潛在的投資人因為擔心資本市場波動及對投資標的影響因素不了解，而讓自己成為利益犧牲者，因此不敢作出投資決策。公司治理是一間企業除了財務報表數字之外，另一項判斷公司優劣的重要參考指標，在沒有適當監督機制的情況下，企業經營者可能會藉由其對公司的了解，以及和外部利害關係人的資訊不對稱的狀況，有動機及誘因做出圖利公司或自身利益之行為，而導致外部利害關係人面對嚴重的資訊風險及代理風險。

對市場而言，「公司治理評鑑」的實施，也是外部利害關係人獲得訊息的管道之一，我國已停辦的「資訊揭露評鑑」性質也亦同，都是藉由第三方的監督機制，來

提供額外訊息給外部投資人，也更容易吸引機構投資人進行投資(丁秀儀與黃勇達，2010)。胥愛琦、李春安與賴秀燕(2015)指出「資訊揭露評鑑」結果的發佈具有消息效應，代表投資人會根據企業獲得之評鑑結果的優劣來調整投資方針，一旦評鑑結果被評等較差的企業，市場會給予較差的評價。以往研究在探討權益資金成本，多以單一公司治理變數或數個獨立變數來進行研究，例如陳瑞斌與許崇源(2008)探討資訊揭露水準與企業權益資金成本間之關係，指出在我國資本市場，企業如能增加資訊揭露之程度，便能降低管理當局與投資人間之資訊不對稱、降低資訊風險與代理風險，使得企業可承擔較低之權益資金成本。

依此類推，「公司治理評鑑」所囊括之評鑑項目比起「資訊揭露評鑑」之項目更加多樣化，且強調「提升資訊透明度」，增加質化指標因素、給分差異化¹、新增問卷機制，及按產業別或其他適當分類方式公布評鑑結果，促使企業重視公司治理，落實企業社會責任，加速我國公司治理與國際接軌，增進資本市場發展，並積極提升公司治理。因此「公司治理評鑑」所涉及之範圍也更廣，而評鑑的結果攸關市場的反應，因此企業理應會更為重視「公司治理評鑑系統」之實施，提高其對公司治理機制的要求。在公司治理評鑑制度的施行之下，因為有一個外部監督與審查機制，讓投資人也可藉由評鑑結果的公布，有足夠的資訊來源及保證，從評鑑結果中來篩選適合的企業來進行投資組合的安排。

當企業所揭露的資訊愈完整，愈可分散資訊之風險，當資訊不對稱程度下降，投資人要求的必要報酬就會降低，進而可降低企業資金成本(Tran, 2012; Duarte et al., 2008; Wittenberg-Moerman, 2008; Francis et al., 2008)。傅澤偉等人(2012)以我國資訊揭露評鑑系統的評鑑結果作為研究變數，發現當資訊揭露程度上升或下降時，資訊揭露程度的變動具有增額資訊內容，能顯著影響權益資金成本。故資訊揭露與資訊透明程度越高，代表企業當局與外部投資者的資訊不對稱程度越低，在擁有較多資訊的情況下，投資人可以有更可靠與穩健的參考訊息作為投資決策的依據，因此其所面對的代理風險會降低，要求的必要報酬就越低，進而使企業權益資金成本下降。Cheynel (2013)證實有自願揭露資訊的公司比沒有揭露資訊的公司具有較低的資金成本。此外，資訊揭露具有公司治理的功能，增加資訊揭露水準可以降低管理者與外部投資人之間的資訊不對稱，並降低管理者潛在移轉公司資產的代理風險，資訊越透明，越容易贏得投資者的信任，因此，外部投資人也會願意減少其所要求必要報酬率，因而使得公司所負擔的權益資金成本降低(Lang, Lins and Miller 2003)。因此，

¹評鑑初期係以是否符合指標要求之條件而給予1或0分的方式評分，2018年大幅度調整指標題型與計分方式，新增「加重給分題」及「分級給分題」，強化特定指標之鼓勵效果。另設計「額外加分題」及「額外減分題」等，對企業於公司治理領域有優良表現，或有違反公司治理情事者，視情節給予不同程度之加分或減分。

本研究預期實施公司治理評鑑系統後，企業為取得較佳之評鑑結果，會改善自身的公司治理品質，進而降低投資人投資股票時所承擔的資訊風險與代理風險，而投資人也會願意降低其所要求的必要報酬率，導致企業的權益資金成本會降低。據此，本研究形成假說一如下：

假說一：實施公司治理評鑑系統後，企業的權益資金成本會降低。

整體而言，公司治理的品質越佳、資訊揭露程度越高，顯示企業之經營績效與財務狀況會越好，權益資金成本會較低。若針對公司治理評鑑的構面進行較深入的分析，可以發現過去的研究中，各構面的品質與企業盈餘品質及經營績效呈正向關係，如企業公司治理機制較弱、股東間存在不平等時，控制股東可能有誘因及動機操作財務數字或進行資源移轉等行為，對企業經營與財務績效產生負面影響，造成小股東蒙受損失(林美鳳、金成隆與林良楓，2009；王文聖、Imamah、吳雅婷與洪榮華，2016)。獨立董監事具備獨立性與較佳的監督能力，因此當獨立董監事席次愈多，代表董事會獨立性越大，越有助於降低企業的權益資金成本(黃劭彥等人，2009)。公司管理當局若持續透過提升資訊揭露，將可降低擁有私有資訊者操控市場之誘因與行為，使私有資訊擁有較少之投資人的交易風險下降，進而吸引其投入資本市場，使得企業權益資金成本下降(Brown and Hillegeist, 2007; Cheng et al., 2006)。施倫閔與張椿柏(2016)曾探討企業的公司治理多個變數是否能降低權益資金成本，研究結果當管理者持股比例較高時，進行自利行為所造成的財物損失將會由自身負擔，因此會產生努力經營企業的誘因，提高公司價值並降低權益資金成本。董監事持股與機構投資人持股越高，為保障自己所持有的權利，會主動且積極的監督公司的經營決策，以杜絕發生損害自身權益之可能，因此會減少代理問題，並降低企業的權益資金成本。董監事股權質押比率與董事長兼任總經理則與權益資金成本呈正相關，當董監事將其持有股票進行質押借款，利用此款項進行轉投資等行為時，會使得董監事個人的財富與企業價值產生連結，當企業發生問題導致股價下跌時，董監事基於自保的壓力，運用其董監事權力進行盈餘管理或發布不實盈餘資訊的可能性就會提高，此舉動會造成外部投資者或小股東的損失，因此投資人會提高其要求之報酬率，以作為承擔此風險之代價。

評鑑結果代表著該企業在所有參與評鑑的樣本中公司治理機制品質的優劣，此意味著排名較好的企業，其財務狀況較為穩定，發生財務危機或企業內部運作缺失的可能性較低，如陳韋廷(2018)的研究發現公司治理評鑑結果越佳，企業發生內部控制缺失的可能性越低。在評鑑結果中取得較好的排名，除了向市場釋出企業的經營與財務績效較好之消息外，也會提高企業的聲譽，除可能讓企業經營上更加有成效，也會吸引市場上投資者，降低企業籌募資金成本，此結果將會是一個雙贏的局

面。從我國第一屆公司治理評鑑系統實施至今，越來越多上市櫃公司加入評鑑的行列，因此使得在評鑑結果排名上的競爭更加激烈，而企業所得到各構面指標之分數加總會影響排名成績，再加上各項指標的標準變動、分數的計算模式逐年調整更新，勢必讓企業為獲得較好的指標分數，會跟隨著評分的標準而調整、改善自身企業對投資人保護制度及資訊揭露程度等公司治理機制上的不足。

綜合上述，公司治理評鑑的結果越佳，顯示企業在公司治理評鑑的五大構面「維護股東權益」、「平等對待股東」、「強化董事會結構與運作」、「提升資訊透明度」以及「落實企業社會責任」的指標分數較高，此表示企業的公司治理品質較佳，投資人投資股票時承擔較低的資訊風險與代理風險，因此投資人也願意降低其所要求的必要報酬率，進而降低企業的權益資金成本。據此，本研究形成假說二如下：

假說二：公司治理評鑑等級較佳的企業，權益資金成本會較低。

參、研究設計

一、研究樣本及資料來源

為測試實施公司治理評鑑前後(2013年~2017年)對企業權益資金成本之影響，假說一所採用之樣本期間設定為2013年至2017年之上市公司，取自於台灣經濟新報社(TEJ)公司治理模組。以2013至2017年皆有接受公司治理評鑑之國內940家上市公司做為樣本，剔除國外來台掛牌交易之公司、金融產業、2013年至2014年間不宜受評、評鑑資料不足不列入、缺乏財務預測資料及財務資料不全之公司，共剔除674家公司，最終樣本為266家上市公司，合計樣本數為1,330筆。

為測試假說二評鑑制度實施後(2014-2017)公司治理評鑑之結果與權益資金成本之關聯，本研究以2014年至2017皆有接受公司治理評鑑之公司做為樣本，剔除國外來台掛牌交易之公司、金融產業、2014年至2017年間不宜受評、評鑑資料不足不列入、缺乏財務預測資料及財務資料不全之公司，共剔除2,585筆樣本，最終樣本數為1,202筆。

其他相關財務資料、公司治理資料等其他外部資料分別由自行計算及取自於台灣經濟新報社(TEJ)，並以台灣經濟新報資料庫之產業分類標準，將本研究樣本之篩選過程如下表1所示。

表 1 樣本選取

Panel A：假說一(2013-2017)		
樣本選取	樣本數	公司家數
上市公司之樣本數	4,700	940
減：銀行、證券及保險業樣本	(180)	36
減：缺少分析師盈餘預測資料、分析師盈餘預測資料未大於0之樣本	(3,015)	603
減：不宜受評、評鑑資料不足不列入之樣本	(95)	19
減：控制變數資料不全之樣本	(80)	16
有效樣本數	1,330	266
Panel B：假說二(2014-2017)		
樣本選取	樣本數	公司家數
上市公司之樣本數	3,787	932
減：銀行、證券及保險業樣本	(144)	36
減：缺少分析師盈餘預測資料、分析師盈餘預測資料未大於0之樣本	(2,356)	577
減：不宜受評、評鑑資料不足不列入之樣本	(68)	20
減：控制變數資料不全之樣本	(17)	12
有效樣本數	1,202	287

自從第一屆公司治理評鑑開始後，評鑑結果公布的排名順序及範圍由第一屆公司治理評鑑結果(2014年度)的前5%、6%~20%及未入選三個階級，到第三屆(2016年度)時，公司治理評鑑結果已擴大排名至前5%、6%~20%、21~35%、36%~50%、51%~65%、66%~80%、81%~100%共七個階級沿用至今，參與公司數也從第一屆798家上市公司及595家上櫃公司，增加至864家上市公司及675家上櫃公司(2017年度)。由數據可以看出，參與公司治理評鑑的企業數目仍持續上升。

二、變數說明

(一)應變數

權益資金成本(r)

由於過去的研究主要是以事後已實現的股票報酬(ex-post realized stock return，為事後權益資金成本，例如CAPM)衡量權益資金成本。此種作法被財務文獻研究者認為可能較為不精確(Fama and French, 1997)。葉珮穎(2007)研究Ohlson and Juettner-Nauroth模式在台灣適用性，實證結果發現，蒐集台灣企業資料，推算Ohlson and Juettner-Nauroth模式(以下簡稱OJ模式)估計之權益資金成本與過去研究認為影響權益資金成本的重要風險因子，皆有顯著相關性存在。因此認為OJ模式適用於台灣企業權益資金成本之估計，亦為有效的估計權益資金成本之方式。因此，本研究分別參酌Easton(2004)所提出的修正股價盈餘成長模式(modified price earnings growth model，以下簡稱Easton模式)及Ohlson and Juettner-Nauroth(2005)，估計事前的權益資金成本。權益資金成本之衡量方式如下：

1. Easton (2004)：Easton 模式

$$P_t = [E_t(EPSt_{t+2}) - E_t(EPSt_{t+1}) + r_{Easton} * E_t(EPSt_{t+1}) * E_t(POUT_{t+1})] / r_{Easton}^2$$

2. Ohlson and Juettner-Nauroth(2005)：OJ 模式

$$r_{OJ} = A + \sqrt{A^2 + \frac{E_t(EPSt_{t+1})}{P_t} * \left[\frac{E_t(EPSt_{t+2}) - E_t(EPSt_{t+1})}{E_t(EPSt_{t+1})} - \delta \right]}$$

$$\text{其中，} A = \frac{1}{2} * \left[\delta + \frac{E_t(EPSt_{t+1}) * E_t(POUT_{t+1})}{P_t} \right]$$

a. P_t ：為第t年年底公司股票之每股收盤價。

b. $E_t(EPSt_{t+1})$ ：為財務分析師對公司第t+1年每股盈餘預測值(各家券商分析師取最接近12月31日的一筆)取中位數。

- c. $E_t(EPSt_{t+2})$ ：為財務分析師對公司第 $t+2$ 年每股盈餘預測值(各家券商分析師取最接近 12 月 31 日的一筆)取中位數。
- d. $E_t(POUT_{t+1})$ ：為財務分析師在第 t 期基於當時可得資訊對於未來第一年現金股利支付率的預測值，以前一年現金股利支付率衡量。
- e. δ ：為盈餘的永續成長率，參酌 Chu, Haw, Ho and Zhang (2020)的作法，以前一年通貨膨脹率衡量，一般常用消費者物價指數年增率來衡量通貨膨脹率，因此，本文以行政院主計處所公布之前一年消費者物價指數年增率衡量。
- f. 限制 $E_t(EPSt_{t+2}) \geq E_t(EPSt_{t+1}) > 0$ ，由於在異常盈餘成長模式中，短期成長率為負值時並無意義(Easton, 2004)。
- g. r ：為權益資金成本。

(二)自變數

1. 實施公司治理評鑑(CG)

若樣本年度屬實施公司治理評鑑系統後(2014-2017)的年度，則值設為 1，反之，若為實施公司治理評鑑系統前(2013)的年度，則值為 0。

2. 公司治理評鑑等級(CG_R)

(1)第一屆公司治理評鑑等級(2014 年)：

若屬前 5%，設為 2；若評鑑等級屬前 6%~20%，設為 1；其餘則設為 0。

(2)第二屆公司治理評鑑等級(2015 年)：

若屬前 5%，設為 4；若評鑑結果屬前 6%~20%，設為 3；若評鑑等級屬前 21%~35%，設為 2；若評鑑等級屬 36%~50%，設為 1；其餘設為 0。

(3)第三屆與第四屆公司治理評鑑等級(2016 年與 2017 年)：

若評鑑等級屬前 5%，設為 6；若評鑑等級屬前 6%~20%，設為 5；若評鑑等級屬前 21%~35%，設為 4；若評鑑等級屬 36%~50%，設為 3；若評鑑等級屬前 51%~65%，設為 2；若評鑑等級屬前 66%~80%，設為 1；若評鑑等級屬 81%~100%，則設為 0。

(三)控制變數

1. 公司規模(*SIZE*)

以往研究指出公司規模可捕捉遺漏變數，因此在研究模型中應加入公司規模這項變數，可以提高模型設定之正確性(Becker, DeFond, Jiambalvo and Subramanyam, 1998)。Botosan(1997)、Cheng et al.(2006)的研究中，也發現公司規模與權益資金成本呈顯著負相關。據此，本研究預期公司規模與權益資金成本呈負相關。

$SIZE =$ 前一年年底總資產帳面價值取自然對數(natural log)衡量

2. 負債比率(*LEV*)

負債比率為評估公司長期償債能力及資本結構的重要指標，負債比率越高代表長期償債能力越低、公司信用風險與破產風險皆會相對提升(陳瑞斌與許崇源，2008)。因此，投資人在選擇投資標的時，也會要求較高之必要報酬率，作為承擔公司發生破產風險之補償。據此，本研究預期負債比率會與權益資金成本呈正相關。

$LEV =$ 前一年年底總負債帳面值除以總資產帳面價值衡量

3. 淨值市值比(*BM*)

淨值市值比是股票報酬中一項風險因素(Fama and French, 1993)。在以往公司治理與權益資金成本之關係的相關研究，發現淨值市值比(每股淨值除以每股市值)較高，平均股票報酬越高，公司的權益資金成本會比較高(Chen et al., 2004, Fama and French, 1992, 鄭弘哲、蘇淑慧與呂倩如，2013)。因此，本研究預期淨值市值比與權益資金成本呈正相關。

$BM =$ 前一年年底每股淨值除以每股市值

4. 總資產報酬率(*ROA*)

Francis, Khurana, and Pereira(2005)在探討資訊揭露程度與資金成本之關係時，認為總資產報酬率愈高，公司發生違約的風險可能性越低，因此投資人所要求的必要報酬率較低，進而降低企業的權益資金成本。因此，在本研究加入總資產報酬率，預期資產報酬率(*ROA*)與權益資金成本呈現負相關。

$ROA =$ 前一年稅後息前淨利除以平均總資產衡量

5. 股利支付率(*DIV*)

Jensen(1986)指出當企業擁有較多的自由資金時，管理階層可能為提高個人績效

以獲取較高報酬，在此誘因下可能會過度進行短期投資的政策或將資金運用在無效或浪費的計畫上，引起經理人與投資人間嚴重的代理問題，因此企業發放現金股利，可以確實減輕外部股東對於代理問題之疑慮。本研究認為發放股利可以確實降低投資人對於企業風險的預期，進而降低必要報酬率，降低企業權益資金成本。因此在研究中加入股利支付率，並預期股利支付率與權益資金成本呈現負相關。

$DIV = \text{前一年每股現金股利除以每股盈餘衡量}$

6. 營收成長率(*REV*)

過去研究結果顯示，公司的營收成長性與企業權益資金成本具有正向關係 (Gebhardt, Lee and Swaminathan, 2001)。一般而言，公司營收的成長可以帶動投資人之持股意願，而投資人因企業的成長率較高，而有高報酬之預期，因此可能要求之必要報酬率會提高，故本研究將此一變數也納為本研究的控制變數，並預期營收成長比率與權益資金成本具有正向關係。

$REV = \text{前一年營業收入成長率衡量}$

7. 系統性風險(*BETA*)

Fama and French(1993)所提出的三因子模式中，市場風險是影響股票報酬的風險因素之一。另外，Botosan(1997)及Chen et al.(2003)發現市場風險與權益資金成本呈顯著正相關。由此可推論當市場風險愈大，投資者人會要求較高的必要報酬率，作為其承擔市場風險的補償，進而導致企業的權益資金成本增加。因此，本研究加入系統性風險，並預期系統性風險與權益資金成本呈正相關。

$BETA = \text{前一年年底往前推算60個月股票日報酬率的資料，並利用市場模式計算}$

8. 產業別虛擬變數(*IND*)

樣本涵蓋 28 個產業，設立 27 個產業虛擬變數，作為產業的控制變數

9. 年度別虛擬變數(*YEAR*)

在假說二如年度為 2016 年時，設為 0，2017 年設為 1

三、實證迴歸模型

本研究欲探討公司治理評鑑系統與權益資金成本之關聯性，以台灣上市公司為研究樣本，採用普通最小平方法(Ordinary Least Squares Estimation, OLS)進行迴歸分

析，本研究建立之實證迴歸模型如下：

一、實施公司治理評鑑系統對於權益資金成本之影響

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 BM_{i,t-1} + \alpha_5 ROA_{i,t-1} + \alpha_6 DIV_{i,t-1} + \alpha_7 REV_{i,t-1} + \alpha_8 BETA_{i,t-1} + \alpha_j \sum_{j=9}^{35} IND_{i,j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

二、公司治理評鑑評鑑結果對於權益資金成本之影響

(一)2014年第一屆：

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_R_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 BM_{i,t-1} + \alpha_5 ROA_{i,t-1} + \alpha_6 DIV_{i,t-1} + \alpha_7 REV_{i,t-1} + \alpha_8 BETA_{i,t-1} + \alpha_j \sum_{j=9}^{35} IND_{i,j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(二)2015年第二屆：

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_R_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 BM_{i,t-1} + \alpha_5 ROA_{i,t-1} + \alpha_6 DIV_{i,t-1} + \alpha_7 REV_{i,t-1} + \alpha_8 BETA_{i,t-1} + \alpha_j \sum_{j=9}^{35} IND_{i,j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(三)2016年第三屆至2017年第四屆：

$$r_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_R_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 BM_{i,t-1} + \alpha_5 ROA_{i,t-1} + \alpha_6 DIV_{i,t-1} + \alpha_7 REV_{i,t-1} + \alpha_8 BETA_{i,t-1} + \alpha_j \sum_{j=9}^{35} IND_{i,j,t} + \alpha_{36} YEAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

i =樣本公司

t =樣本年度

r =本文參酌 Easton(2004)及 Ohlson and Juettner-Nauroth(2005)衡量之權益資金成本

$SIZE$ =公司規模

LEV=負債比率

BM=淨值市值比

ROA=資產報酬率

DIV=股利支付率

REV=營收成長比率

BETA=系統性風險

IND=產業別虛擬變數

YEAR=年度別虛擬變數

為控制極端值之影響，本研究敘述性統計、相關係數分析、迴歸結果分析與敏感性分析皆使用 winsorized 的方式處理極端值，將數值小(大)於第 5 (95)個百分位的觀察值以第 5 (95)個百分位的觀察值取代之。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計

表 2 Panel A 為實施公司治理評鑑與權益資金成本之關係(假說一)的各變數的敘述性統計量，有效樣本數共 1,330 筆。Panel B 為公司治理評鑑結果的排名與權益資金成本之關係(假說二)的各變數的敘述性統計量，有效樣本數共 1,202 筆。

在應變數方面，權益資金成本(r_{Easton} 與 r_{OJ})的平均數分別為 0.160 與 0.162，代表樣本企業如欲使用權益來籌備資金的成本平均為 0.160 與 0.162。在自變數的方面，公司治理評鑑結果排名(*CG_R*)的平均數為 2.194，最小值為 0.000，最大值為 6.000。在控制變數方面，公司規模(*SIZE*)的平均數為 16.552 與 16.535、最小值為 13.412 與 13.497、最大值均為 21.676，顯示樣本企業在公司規模上具有較大的差異。企業償債能力的部分，負債比率(*LEV*)的平均數為 0.425 與 0.427，顯示平均而言樣本企業的資金來源，顯示樣本企業的總負債佔總資產之比率平均較低，公司存有較高自由資金，因此償債能力較佳。在獲利能力方面，淨值市值比(*BM*)的平均數為 0.708 與 0.710，代表大多數樣本公司為成長型公司。總資產報酬率(*ROA*)的平均數均為 0.070，獲利較差之公司資產報酬率為-0.389 與-0.336。股利支付率(*DIV*)的平均數為 0.675 與 0.676，代表企業每多賺一元時，普通股股東所能分配的現金股利為 0.675 與 0.676。

營收成長率(*REV*)的平均數為 0.047 與 0.062，代表大多數公司的營收都是呈現上漲趨勢。系統性風險(*BETA*)平均數為 0.931 與 0.928，當市場風險小於 1 時，代表市場上股價的變動幅度小於系統加權指數，投資企業的風險比較低。

二、相關分析

表 3 及表 4 為 Pearson 相關分析矩陣表。在表 3 與表 4 中除了資產報酬率(*ROA*)與淨值市值比(*BM*)的相關性較高(-0.489 及 -0.633)之外，其他的變數之間的相關係數均介於 -0.5~0.5 之間，代表變數之間的共線性程度並不大，在後續的迴歸分析中，其結果並不會因為變數間存在嚴重共線性的問題，而導致係數估計不精確或影響實證結果的推論。

表 3 為假說一的相關性分析，在自變數的方面，公司治理評鑑實施(*CG*)與權益資金成本(r_{Easton} 與 r_{OJ})均呈現負相關，初步支持本文研究假說之預期，顯示公司治理評鑑系統的實施確實可以降低企業權益資金成本。表 4 為假說二的相關性分析，在自變數的方面，公司治理評鑑結果排名(*CG_R*)與權益資金成本(r_{Easton} 與 r_{OJ})均呈現顯著負相關，與本研究假說之預期相符。

營收成長率(*REV*)與權益資金成本(r_{Easton} 與 r_{OJ})均呈現顯著正相關，代表公司營收的成長確實能帶動投資人持有該公司的股票數量，且投資人會因企業的營收及獲利較高，而有獲得高報酬之預期，因此要求之必要報酬率會提高。總資產報酬率(*ROA*)與權益資金成本(r_{Easton} 與 r_{OJ})均呈現顯著負相關，與本研究假說之預期相符。

表 2 敘述性統計

Panel A：假說一 (2013-2017)							N=1,330
變數	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
r_{Easton}	0.160	0.084	0.001	0.114	0.145	0.179	0.923
r_{OJ}	0.162	0.085	0.004	0.115	0.148	0.182	0.963
<i>CG</i>	0.900	0.300	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>SIZE</i>	16.552	1.482	13.412	15.486	16.256	17.380	21.676
<i>LEV</i>	0.425	0.162	0.045	0.306	0.420	0.543	0.893
<i>BM</i>	0.708	0.430	0.054	0.394	0.633	0.926	3.571
<i>ROA</i>	0.070	0.065	-0.389	0.034	0.064	0.102	0.443
<i>DIV</i>	0.675	1.325	0.000	0.451	0.666	0.814	38.119

<i>REV</i>	0.047	0.284	-0.984	-0.052	0.031	0.113	17.230
<i>BETA</i>	0.931	0.307	-2.831	0.745	0.940	1.141	2.036
Panel B：假說二 (2014-2017)							N=1,202
變數	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
r_{Easton}	0.162	0.094	0.001	0.114	0.147	0.180	0.923
r_{OJ}	0.164	0.095	0.004	0.115	0.149	0.182	0.963
<i>CG_R</i>	2.194	1.922	0.000	0.000	2.000	4.000	6.000
<i>SIZE</i>	16.535	1.455	13.497	15.488	16.248	17.353	21.676
<i>LEV</i>	0.427	0.162	0.045	0.307	0.422	0.545	0.893
<i>BM</i>	0.710	0.433	0.068	0.397	0.633	0.909	3.571
<i>ROA</i>	0.070	0.065	-0.336	0.034	0.064	0.102	0.443
<i>DIV</i>	0.676	1.364	0.000	0.443	0.665	0.812	38.119
<i>REV</i>	0.062	0.576	-0.984	-0.049	0.031	0.107	17.230
<i>BETA</i>	0.928	0.309	-2.831	0.743	0.934	1.142	2.036

註 1. 變數定義：應變數，權益資金成本(r)參酌 Easton(2004)及 Ohlson and Juettner-Nauroth(2005)衡量權益資金成本。自變數方面，公司治理評鑑系統實施(CG)評鑑實施年度後(2014-2017)樣本則設為 1，評鑑實施年度前(2013)樣本設為 0。公司治理評鑑結果(CG_R)第一屆公司治理評鑑結果屬前 5%，設為 2；若評鑑結果屬前 6%~20%，設為 1；其餘則設為 0。第二屆公司治理評鑑結果若評鑑結果屬前 5%，設為 4；若評鑑結果屬前 6%~20%，設為 3；若評鑑結果屬前 21%~35%，設為 2；若評鑑結果屬 36%~50%，設為 1；其餘設為 0。第三屆與第四屆評鑑結果屬前 5%，設為 6；若評鑑結果屬前 6%~20%，設為 5；若評鑑結果屬前 21%~35%，設為 4；若評鑑結果屬 36%~50%，設為 3；若評鑑結果屬前 51%~65%，設為 2；若評鑑結果屬前 66%~80%，設為 1；若評鑑結果屬 81%~100%，則設為 0。在控制變數方面，公司規模(SIZE)以前一年年底總資產帳面價值取自然對數(natural log) 衡量。負債比率(LEV)以前一年年底總負債帳面價值除以總資產帳面價值衡量。淨值市值比(BM)以前一年年底每股淨值除以每股市值衡量。總資產報酬率(ROA)以前一年稅後息前淨利除以平均總資產衡量。股利支付率(DIV)以前一年每股現金股利除以每股盈餘衡量。營收成長率(REV)以前一年營業收入成長率衡量。系統性風險(BETA)以前一年年底往前推算 60 個月股票日報酬率的資料，並利用市場模式計算。

三、多元迴歸分析

本文主要探討公司治理評鑑對於權益資金成本之影響，實證結果列於表 5 至表 8，並驗證研究假說之推論，應變數權益資金成本(r_{Easton} 與 r_{OJ})為連續變數，迴歸模型採用普通最小平方法(OLS)進行實證，藉以評估公司治理評鑑與權益資金成本之間的相關性。

首先，本文探討實施公司治理評鑑系統是否會降低企業之權益資金成本。從表5 公司治理評鑑的實施(CG)與權益資金成本(OJ 模式)呈現顯著負相關(係數值=-0.014, p 值=0.041)，支持假說一，顯示實施公司治理評鑑系統後，確實會督促企業為取得較好的評鑑結果，改善其公司治理機制之品質，進而降低企業的權益資金成本。

在控制變數方面，公司規模(SIZE)，不論是Easton模式或是OJ模式均呈現負相關且達顯著水準(係數值=-0.012, p 值=0.000；係數值=-0.012, p 值=0.000)，代表公司規模越大，企業較容易取得融資，投資者也因公司規模較大、發生財務危機的風險較低，而願意降低要求之投資報酬率。負債比率(LEV)不論是Easton模式或是OJ模式均呈現顯著正相關(係數值=0.076, p 值=0.000；係數值=0.077, p 值=0.000)，代表負債比率愈高，公司的權益資金成本會愈高。

其次，本文探討公司治理評鑑結果等級對於權益資金成本的影響。因2014年第一屆公司治理評鑑結果僅公布前20%之排名、2015年第二屆評鑑結果僅公布前50%之排名，直到在2016年第三屆開始才有將全部上市櫃的公司計入排名等級當中，因此本研究將樣本及迴歸模型分別針對2014年、2015年及2016年至2017年三條迴歸方程式進行實證分析。表6之結果為2014年公布的公司治理評鑑結果之排名對於權益資金成本的影響，公司治理評鑑等級(CG_R)與權益資金成本不論是Easton模式或是OJ模式均呈現正向不顯著之結果(係數值=0.018, p 值=0.143；係數值=0.017, p 值=0.168)，與預期相反，不符合假說二之推論；表7為2015年公布的公司治理評鑑等級對於權益資金成本的影響，公司治理評鑑等級(CG_R)與權益資金成本不論是Easton模式或是OJ模式均呈現負向關係(係數值=-0.006, p 值=0.192；係數值=-0.006, p 值=0.142)，方向雖與預期相同，但並不顯著。表8為2016年至2017年所公布的公司治理評鑑等級對於權益資金成本的影響，公司治理評鑑等級(CG_R)與權益資金成本之關係不論是Easton模式或是OJ模式均呈現顯著負相關(係數值=-0.004, p 值=0.043；係數值=-0.004, p 值=0.045)，支持假說二。從三條迴歸方程式所呈現之結果，可以發現從第一條迴歸方程式所示，第一屆(2014年)公司治理評鑑等級與權益資金成本呈現正相關不顯著之結果，隨評鑑的屆數的增加，在第三條迴歸方程式中第三屆(2016年)與第四屆(2017年)公司治理評鑑等級與權益資金成本呈現負相關，且達到5%顯著水準之結果，代表公司治理評鑑結果排名越好，確實會使得企業權益資金成本較低。而在變數間共線性檢測部分，後續各迴歸式所有自變數之變異數膨脹因子(variance inflation factor, VIF)均低於10，代表本研究自變數之間應無嚴重共線性問題。

綜合上述，公司治理評鑑系統的正式實施，確實會使企業為降低其權益資金成本，針對公司治理評鑑之各項構面指標而改善自身公司治理之品質，而企業所獲得的公司治理評鑑結果排名越好，其所負擔的權益資金成本也會較低，結果支持假說

一及假說二。這意謂著我國政府所建立並實施的公司治理評鑑系統，能夠督促上市櫃公司確實的改善公司治理機制，除了提升財務報表的精確程度外，資訊揭露的程度、董事會結構及利害關係人權益之保護等構面指標品質也確實提升。此制度的建立不但提供政府及法人機構監督企業營運的重要指標，為資本市場的投資者提供一個投資決策的參照，降低投資人在進行投資選擇之風險，對企業而言，在參與公司治理評鑑的過程，可以確實提升公司治理機制的素質，在獲得較好的評鑑結果排名的同時，也能提升企業之聲譽，其外部籌資的成本也隨之降低，因此本研究結果支持公司治理評鑑確實對企業的公司治理具有提升效果，對權益資金成本有降低成效的論點。

四、敏感性分析

為了控制自我選擇偏誤之內生性問題，本文參酌 Larcker, Richardson and Tuna (2007)的研究，利用二階段迴歸分析以控制潛在的內生性問題之影響。第一階段迴歸分析，假設公司規模及產業別為公司治理評鑑等級之兩項主要外生決定因素，並將公司治理評鑑等級對公司規模及產業別進行迴歸分析及求得殘差項，該殘差項係用以衡量企業偏離最適公司治理結構的程度。在第二階段迴歸分析，設立兩變數 $E_POSITIVE$ 及 $E_NEGATIVE$ 。若第一階段迴歸分析所求得之殘差項為正數，代表較佳的公司治理結構， $E_POSITIVE$ 以實際數值衡量，否則為 0。相反地，若第一階段迴歸分析所求得之殘差項為負，代表較差的公司治理結構， $E_NEGATIVE$ 以實際數值衡量，否則為 0。本文並預期 $E_POSITIVE$ 及 $E_NEGATIVE$ 的估計係數皆為負值，在 $E_POSITIVE$ ，估計係數為負值，表示對於公司治理結構較佳的企業，當公司治理結構越佳時，投資人購買公司之股票所承擔的資訊風險與代理風險較低，因此，投資人願意降低其所要求的必要報酬率，使得公司負擔的權益資金成本會下降。在 $E_NEGATIVE$ ，估計係數為負值，表示對於公司治理結構較差的企業，當公司治理結構越差時，投資人購買公司之股票所承擔的資訊風險與代理風險較高，因此，投資人會提高其所要求的必要報酬率，使得公司負擔的權益資金成本會增加。

第二階段迴歸分析結果列於表 9、表 10 及表 11。根據表 9 至表 11 的結果可發現，與前述表 6 至表 8 的結果相似，表示本文之發現並不會受到潛在內生性問題之影響。在表 11， $E_POSITIVE$ 的估計係數顯著為負，支持評鑑等級越好的企業，權益資金成本會較低。至於 $E_NEGATIVE$ ，與權益資金成本之間的關係，則未達顯著水準以上。

表 3 Pearson 相關係數-假說一 (2013-2017)

Panel A										
變數	r_{Easton}	CG	SIZE	LEV	BM	ROA	DIV	REV	BETA	
r_{Easton}	1.000									
CG	-0.030	1.000								
SIZE	-0.189	-0.140	1.000							
LEV	0.183	0.026	0.198	1.000						
BM	0.236	0.089	-0.293	0.070	1.000					
ROA	-0.238	-0.071	0.336	-0.222	-0.489	1.000				
DIV	0.140	-0.003	-0.011	-0.074	0.020	0.025	1.000			
REV	-0.088	0.005	-0.009	-0.074	-0.017	0.025	-0.002	1.000		
BETA	0.023	-0.103	0.275	0.028	0.054	0.013	-0.019	-0.011	1.000	
Panel B										
變數	r_{Oj}	CG	SIZE	LEV	BM	ROA	DIV	REV	BETA	
r_{Oj}	1.000									
CG	-0.037	1.000								
SIZE	-0.194	-0.140	1.000							
LEV	0.187	0.026	0.198	1.000						
BM	0.237	0.089	-0.293	0.070	1.000					
ROA	-0.242	-0.071	0.336	-0.222	-0.489	1.000				
DIV	0.143	-0.003	-0.011	-0.074	0.020	0.025	1.000			
REV	-0.087	0.005	-0.009	-0.074	-0.017	0.025	-0.002	1.000		
BETA	0.023	-0.103	0.275	0.028	0.054	0.013	-0.019	-0.011	1.000	

註 1:粗體數字表示達 5%顯著水準(雙尾檢定)。

註 2:變數衡量方式同表 2 之註 1。

註 3:樣本數=1,330。

表 4 Pearson 相關係數-假說二 (2014-2017)

Panel A										
變數	r_{Easton}	CG_R	SIZE	LEV	BM	ROA	DIV	REV	BETA	
r_{Easton}	1.000									
CG_R	-0.113	1.000								
SIZE	-0.021	0.329	1.000							
LEV	0.173	0.055	0.457	1.000						
BM	0.212	0.092	0.176	0.105	1.000					
ROA	-0.210	-0.054	-0.177	-0.342	-0.633	1.000				
DIV	0.124	0.015	0.009	-0.025	0.049	0.015	1.000			
REV	0.150	-0.073	0.003	0.070	-0.094	0.127	-0.020	1.000		
BETA	0.011	0.085	0.191	0.008	0.128	-0.099	-0.029	0.025	1.000	
Panel B										
變數	r_{OJ}	CG_R	SIZE	LEV	BM	ROA	DIV	REV	BETA	
r_{OJ}	1.000									
CG_R	-0.112	1.000								
SIZE	-0.023	0.329	1.000							
LEV	0.172	0.055	0.457	1.000						
BM	0.213	0.092	0.176	0.105	1.000					
ROA	-0.215	-0.054	-0.177	-0.342	-0.633	1.000				
DIV	0.127	0.015	0.009	-0.025	0.049	0.015	1.000			
REV	0.150	-0.073	0.003	0.070	-0.094	0.127	-0.020	1.000		
BETA	0.010	0.085	0.191	0.008	0.128	-0.099	-0.029	0.025	1.000	

註 1: 粗體數字表示達 5% 顯著水準(雙尾檢定)。

註 2: 變數衡量方式同表 2 之註 1。

註 3: 樣本數=1,202。

表5 實施公司治理評鑑系統對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果

變數	預期符號	Easton 模式			OJ 模式		
		估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.316	0.000***	N/A	0.301	0.000***	N/A
<i>CG</i>	-	-0.010	0.140	1.48	-0.014	0.041**	1.48
<i>SIZE</i>	-	-0.012	0.000***	1.34	-0.012	0.000***	1.34
<i>LEV</i>	+	0.076	0.000***	1.28	0.077	0.000***	1.28
<i>BM</i>	+	0.004	0.732	2.60	0.005	0.697	2.60
<i>ROA</i>	-	-0.119	0.206	2.11	-0.125	0.189	2.11
<i>DIV</i>	-	0.009	0.016**	1.01	0.009	0.017**	1.01
<i>REV</i>	+	-0.023	0.092*	1.01	-0.023	0.085*	1.01
<i>BETA</i>	+	0.008	0.263	1.24	0.008	0.276	1.24
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
<i>YEAR</i>		Yes			Yes		
N			1,330			1,330	
F-statistic			7.11***			7.30***	
Adj R ²			25.26%			25.77%	

註1:***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註2:變數衡量方式同表2之註1。

表6 公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果-2014年

變數	預期符號	Easton 模式			OJ 模式		
		估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.335	0.010**	N/A	0.315	0.033**	N/A
<i>CG_R</i>	-	0.018	0.143	1.42	0.017	0.168	1.42
<i>SIZE</i>	-	-0.014	0.021**	1.89	-0.014	0.027**	1.89
<i>LEV</i>	+	0.048	0.390	1.57	0.043	0.456	1.57
<i>BM</i>	+	0.047	0.064*	1.92	0.048	0.058*	1.92
<i>ROA</i>	-	-0.026	0.855	2.02	-0.039	0.787	2.02
<i>DIV</i>	-	0.017	0.443	1.25	0.017	0.444	1.25
<i>REV</i>	+	0.021	0.001***	1.08	0.021	0.001***	1.08
<i>BETA</i>	+	-0.006	0.772	1.18	-0.005	0.810	1.18
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
N			259			259	
F-statistic			4.96***			4.80***	
Adj R ²			34.30%			33.70%	

註1:***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註2:變數衡量方式同表2之註1。

表 7 公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果-2015 年

變數	預期符號	Easton 模式			OJ 模式		
		估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.258	0.011**	N/A	0.270	0.009***	N/A
<i>CG_R</i>	-	-0.006	0.192	1.50	-0.006	0.142	1.50
<i>SIZE</i>	-	-0.011	0.023**	1.84	-0.011	0.018**	1.84
<i>LEV</i>	+	0.078	0.054*	1.60	0.077	0.063*	1.60
<i>BM</i>	+	0.004	0.849	1.89	0.010	0.656	1.89
<i>ROA</i>	-	-0.207	0.084*	2.38	-0.213	0.082*	2.38
<i>DIV</i>	-	0.055	0.000***	1.03	0.055	0.000***	1.03
<i>REV</i>	+	0.019	0.376	1.10	0.017	0.426	1.10
<i>BETA</i>	+	0.037	0.057*	1.05	0.034	0.094*	1.05
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
N			264			264	
F-statistic			5.46***			5.32***	
Adj R ²			36.56%			36.53%	

註 1: ***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註 2:變數衡量方式同表 2 之註 1。

表 8 公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果-2016 及 2017 年

變數	預期符號	Easton 模式			OJ 模式		
		估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.393	0.000***	N/A	0.388	0.000***	N/A
<i>CG_R</i>	-	-0.004	0.043**	1.31	-0.004	0.045**	1.31
<i>SIZE</i>	-	-0.007	0.020**	1.72	-0.007	0.021**	1.72
<i>LEV</i>	+	0.080	0.001***	1.50	0.082	0.001***	1.50
<i>BM</i>	+	0.013	0.190	1.84	0.013	0.186	1.84
<i>ROA</i>	-	-0.212	0.002***	1.93	-0.217	0.002***	1.93
<i>DIV</i>	-	0.007	0.000***	1.01	0.007	0.000***	1.01
<i>REV</i>	+	-0.028	0.006***	1.08	-0.029	0.004***	1.08
<i>BETA</i>	+	0.004	0.720	1.07	0.006	0.608	1.07
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
<i>YEAR</i>	?	Yes			Yes		
N		679			679		
F-statistic		4.67***			4.82***		
Adj R ²		15.92%			16.52%		

註 1: ***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註 2:變數衡量方式同表 2 之註 1。

表9 公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果-控制內生性問題

2014年							
Easton 模式				OJ 模式			
變數	預期符號	估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.274	0.027**	N/A	0.254	0.076*	N/A
<i>E_POSITIVE</i>	-	0.005	0.798	1.63	0.005	0.789	1.63
<i>E_NEGATIVE</i>	-	0.050	0.259	1.52	0.046	0.300	1.52
<i>SIZE</i>	-	-0.010	0.074*	1.56	-0.010	0.080*	1.56
<i>LEV</i>	+	0.050	0.374	1.57	0.045	0.436	1.57
<i>BM</i>	+	0.047	0.060*	1.92	0.049	0.055*	1.92
<i>ROA</i>	-	-0.020	0.885	2.03	-0.033	0.819	2.03
<i>DIV</i>	-	0.018	0.418	1.25	0.018	0.420	1.25
<i>REV</i>	+	0.021	0.001***	1.08	0.021	0.001***	1.08
<i>BETA</i>	+	-0.006	0.768	1.18	-0.005	0.806	1.18
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
N		259			259		
F-statistic		4.83***			4.66***		
Adj R ²		34.18%			33.55%		

註1: ***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註2:變數衡量方式同表2之註1。

表10 公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果-控制內生性問題

2015年							
Easton 模式				OJ 模式			
變數	預期符號	估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.301	0.002***	N/A	0.249	0.021**	N/A
<i>E_POSITIVE</i>	-	-0.009	0.277	1.55	-0.010	0.235	1.55
<i>E_NEGATIVE</i>	-	-0.001	0.955	1.54	-0.001	0.916	1.54
<i>SIZE</i>	-	-0.013	0.001***	1.33	-0.014	0.001***	1.33
<i>LEV</i>	+	0.076	0.062*	1.59	0.076	0.070*	1.59
<i>BM</i>	+	0.004	0.866	1.88	0.010	0.673	1.88
<i>ROA</i>	-	-0.211	0.080*	2.39	-0.216	0.078*	2.39
<i>DIV</i>	-	0.055	0.000***	1.03	0.055	0.000***	1.03
<i>REV</i>	+	0.018	0.401	1.10	0.016	0.451	1.10
<i>BETA</i>	+	0.037	0.056*	1.06	0.034	0.091*	1.06
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
N		264			264		
F-statistic		5.29***			5.15***		
Adj R ²		36.34%			36.31%		

註1: ***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註2:變數衡量方式同表2之註1。

表 11 公司治理評鑑等級對於權益資金成本之影響的迴歸分析結果-控制內生性問題

2016 年及 2017 年							
Easton 模式				OJ 模式			
變數	預期符號	估計係數	p 值	VIF 值	估計係數	p 值	VIF 值
Constant	?	0.442	0.000***	N/A	0.446	0.000***	N/A
<i>E_POSITIVE</i>	-	-0.009	0.005***	1.40	-0.009	0.006***	1.40
<i>E_NEGATIVE</i>	-	0.002	0.536	1.43	0.002	0.606	1.43
<i>SIZE</i>	-	-0.010	0.000***	1.42	-0.010	0.000***	1.42
<i>LEV</i>	+	0.086	0.003***	1.49	0.082	0.004***	1.49
<i>BM</i>	+	0.012	0.461	1.82	0.012	0.464	1.82
<i>ROA</i>	-	-0.218	0.163	1.93	-0.213	0.168	1.93
<i>DIV</i>	-	0.007	0.112	1.01	0.007	0.112	1.01
<i>REV</i>	+	-0.029	0.005***	1.07	-0.028	0.012**	1.07
<i>BETA</i>	+	0.005	0.587	1.06	0.003	0.738	1.06
<i>IND</i>	?	Yes			Yes		
<i>YEAR</i>	?	Yes			Yes		
N		679			679		
F-statistic		5.35***			5.26***		
Adj R ²		21.17%			20.55%		

註 1: ***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準(雙尾檢定)。

註 2:變數衡量方式同表 2 之註 1。

伍、研究結論、限制與建議

本研究以 2013 年至 2017 年之台灣上市公司為研究對象，並採用最小平方法來探討公司治理評鑑制度之實施及評鑑排名等級對於企業權益資金成本之影響。2016 年第三屆及 2017 年第四屆之實證結果發現，當企業所獲得的公司治理評鑑等級越好，其權益資金成本會越低。而第一屆及第二屆之結果不符合預期，本研究推測原因有三：第一，我國公司治理評鑑於 2013 年首次對上市櫃公司進行評鑑，使得政府及企業必須花費時間及成本重新評估公司治理評鑑系統之相關審查規則及影響，對於評鑑所要求資料及數據的準備程度不足。第二，評鑑規定中各項構面的指標評分項目在第一屆(2014 年)及第二屆(2015 年)實施時可能較為不廣泛，評鑑排名結果也僅有前 20%(2014 年)及 50%(2015 年)，因此公司治理評鑑結果對權益資金成本的影響，可能僅針對在評鑑結果中有獲得排名出現在名單中之公司，導致樣本結果產生了偏差。第三，2016 年第三屆公司治理評鑑系統所公布的評鑑結果中，有將所有參與評鑑的上市櫃公司計入排名，且各項評鑑指標經過多方討論，並數年數次修正及計算後變得更加完善，投資人才對評鑑結果的可靠性產生信賴，公司治理評鑑結果對於企業權益資金成本才產生較為明顯之影響。

在敏感度分析方面，本研究為控制自我選擇偏誤之內生性問題，參酌 Larcker, Richardson, and Tuna (2007)利用二階段迴歸分析以控制潛在的內生性問題。其回歸結果與未控制自我選擇偏誤之內生性問題結果相似，表示本文之發現並不會受到潛在內生性問題之影響，支持評鑑等級越好的企業，權益資金成本會較低。

本研究之限制歸納為兩點，一、我國公司治理評鑑系統於2013年取代資訊揭露評鑑系統，從第一屆(2014年)至今僅有五屆之評鑑結果，實施的時間尚短導致可取得樣本年數較少，且在第一屆(2014年)與第二屆(2015年)之評鑑制度也較不完善，僅有公布前20%與50%之排名結果，從第三屆(2016年)的評鑑結果才有完整公布有接受公司治理評鑑評比的上市櫃公司名單排名，導致本研究在變數定義與衡量上存在不一致，導致迴歸分析結果的偏差。二、公司治理評鑑結果並未公布企業所獲得的每項構面分數及總分，僅有企業所獲得的排名，因此沒辦法判斷企業在公司治理機制上較為突出或薄弱的部分，例如企業對股東權益保護部分品質較為不佳，於「維護股東權益及平等對待股東」的構面獲得分數較低，但因在其他構面的表現較為優異，且在公司治理評鑑分數的加總有進行比重分配，各構面的分數僅占一定比例，因此該企業在各構面之間的分數可能會有相互補足之情形。

公司治理評鑑在我國是主管機關近年來新導入的企業公司治理的評鑑指標，無論在制度、理論及實務上都還有可成長的空間，每一年指標與分配比重衡量的基準也不斷調整，對於企業的經營、財務報表品質以及法規遵守的方面都將是一大挑戰，建議未來研究可考慮將公司治理評鑑的綜合型指標應用於會計領域的議題，相對於以往只針對單一變數衡量的研究，綜合型指標所反映出來的結果可能有所不同。此外因樣本年不足，且利害關係人可能因公司治理評鑑實施尚短而存有疑慮，未來公司治理評鑑的屆數逐年增加，加上公司治理評鑑為我國參照國外相關評鑑系統所建立，經由參閱國外實行評鑑系統之經驗與完善的制度並持續修正，亦會提高我國公司治理評鑑系統的完善程度，建議未來如對公司治理評鑑進行研究可延長樣本年度，可降低評鑑系統實施初期的不穩定及所導致的偏差程度。

參考文獻

- 丁秀儀與黃勇達，2010，〈資訊揭露程度與內涵對機構投資人持股的影響〉，《證券市場發展季刊》，第22卷（3期）：39-74頁。
- 王文聖、Nur Imamah、吳雅婷與洪榮華，2016，〈股權結構與權益資金成本—以中國上市公司為例〉，《證券市場發展季刊》，第28卷（2期）：71-106頁。
- 何英綺，2018，〈公司治理評鑑結果與避稅行為對盈餘品質之影響〉，輔仁大學會

計學系未出版碩士論文。

吳宗翰，2018，〈公司治理與盈餘品質—公司治理評鑑級距之影響〉，輔仁大學會計學系未出版碩士論文。

林美鳳、金成隆與林良楓，2009，〈股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究〉，《臺大管理論叢》，第20卷（1期）：289-329頁。

施倫閔與張椿柏，2016，〈公司治理是否降低權益成本？〉，《績效與策略研究》，第13卷（1期）：85-112頁。

葉珮穎，2007，〈Ohlson-Juettner模型在台灣適用性之研究〉，政治大學會計系未出版碩士論文。

胥愛琦、李春安與賴秀燕，2015，〈好消息、壞消息與報酬動能效應—以台灣股市為例〉，《應用經濟論叢》，第98卷：113-148頁。

倪衍森與廖容芬，2006，〈家族企業負債代理成本及股利政策之研究-以台灣上市公司為例〉，《管理與系統》，第13卷（2期）：153-179頁。

高蘭芬、陳怡凱與陳美蓮，2011，〈代理問題與盈餘穩健性〉，《會計評論》，第52期：103-136頁。

高蘭芬、盧正壽、黃冠智與陳安琳，2012，〈公司治理、公司績效與投資策略〉，《中山管理評論》，第20卷（3期）：851-880頁。

張又文，2018，〈公司治理評鑑、信用風險控管與企業社會責任對財務績效之影響〉，朝陽科技大學財務金融系未出版碩士論文。

張瑞當與方俊儒，2006，〈資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響〉，《會計評論》，第42期：1-22頁。

陳韋廷，2018，〈公司治理評鑑與內部控制缺失之關聯〉，逢甲大學會計研究所未出版碩士論文。

陳瑞斌與許崇源，2005，〈公司治理與權益資金成本之關聯性研究〉，《第十四屆會計理論與實務研討會》。

陳瑞斌與許崇源，2007，〈公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究〉，《交大管理學報》，第27卷（2期）：55-109頁。

陳瑞斌與許崇源，2008，〈資訊揭露水準對於權益資金成本之影響〉，《東吳經濟

- 商學學報》，第61期：67-108頁。
- 傅澤偉、林曼莉、羅竹君與邱彥毅，2012，〈資訊揭露評比變動對於權益資金成本的影響〉，《台灣銀行季刊》，第63卷（4期）：97-111頁。
- 黃劭彥、吳東憲、鍾宇軒與廖上萱，2009，〈自願性財務預測、公司治理與權益資金成本〉，《台灣金融財務季刊》，第10卷（2期）：41-66頁。
- 潘淑惠，2018，〈公司治理評鑑分數對盈餘管理的影響〉，中正大學會計與資訊科技學系碩士在職專班未出版碩士論文。
- 鄭弘哲、蘇淑慧與呂倩如(2013)，〈董事會特性暨會計師產業專精於權益資金成本之研究〉，《會計審計論叢》，第3卷（2期）：27-59頁。
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., and Subramanyam, K. R. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15: 1-24.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72(3): 323-349.
- Brown, S. and S. A. Hillegeist. 2007. How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies* 12: 443-477.
- 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.
- Cheyne, E. 2013 A theory of voluntary disclosure and cost of capital. *Review of Accounting Studies* 18: 987-1020
- Chu, T., I. M. Haw, S. S. M. Ho and X. Zhang. 2020. Labor protection, ownership concentration, and cost of equity capital: International evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 54 (4): 1351-1387.
- Duarte, J., Yu, F., & Young, L. A. Why does corporate governance explain credit spreads? *Michigan State University Working Paper*.
- Easton, P. 2004. PE ratio, PEG ratio, and estimating the implied expected rate return on equity capital. *The Accounting Review* 79(1): 73-95.
- 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.
- Fama, E. F. and K. R. French. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 47(2): 427-65.
- Fama, E. F. and K. R. French. 1997. Industry Costs of Capital. *Journal of Financial Economics* 43(2): 153-93.
- Francis, J., D. Nanda, and P. Olsson. 2008. Voluntary Disclosure, Earnings Quality and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 46(1): 53-99.
- Francis, Jere R., Inder K. Khurana and Raynolde Pereir. 2005. Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review* 80(4): 1125-1162.
- Gebhardt, W., C. Lee, and B. Swaminathan. 2001. Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 39(1): 135-176.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia. 2007. Accounting Information, Disclosure and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 45(2): 385-420.
- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. 2003. ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* 41(2): 317-345.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. and I. Tuna. 2007. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review* 82(4): 963-1008.
- Ohlson J. and B. E. Juettner-Nauroth. 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies* 10(2): 349-365.
- Tran, D. H. 2012. Multiple corporate governance attributes and the cost of capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review* 46: 79-197.
- Wittenberg-Moerman, R. 2008. The Role of Information Asymmetry and Financial Reporting Quality in Debt Trading: Evidence from the Secondary Loan Market. *Journal of Accounting and Economics* 46: 240-260.