臺大管理論叢 2010/12
第21卷第1期　309-342

證券市場之社會資本探討：社會網絡觀點

An Exploratory Study on Social Capital within a Security Market : Social Network Approach

方世榮／修平技術學院行銷與流通管理學系教授
Shyh-Rong Fang, Professor, Department of Marketing and Distribution Management, Hsiuping Institute of Technology

黃瓊瑤*／亞洲大學會計與資訊學系助理教授

Chiung-Yao Huang, Assistant Professor, Department of Accounting and Information Systems, Asia University

陳育成／國立中興大學財務金融學系教授
Yu-Cheng Chen, Professor, Department of Finance, National Chung Hsing University

Received 2006/9, Final revision received 2010/6

摘要

證券市場運作是一個複雜的社會網絡關係，歷來相關文獻多以經濟理性之財會理論為基礎，較缺乏由社會網絡觀點來探討成員間之互動關係。本文主要從社會網絡觀點，探討證券市場主要成員由資訊供給與需求關係連結所形成的社會網絡，且歸納出存在於證券市場網絡中的社會資本形式，以及這些社會資本彼此之間的相互關係。研究結果發現，企業資訊揭露透明度之社會資本累積，正向影響資訊可靠性與信任兩種社會資本；另亦發現資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任亦存在明顯的正向交互作用。本文研究結果之意涵為企業要建立相對融資優勢地位，除本身需落實資訊揭露行動外，尚須同時與企業所鑲嵌之資訊社會網絡地位相配合，方能發揮資訊揭露對強化企業融資優勢之槓桿效果。

【關鍵字】證券市場、社會網絡、社會資本

Abstract

A security market in action is based on a complex social network. We can find a great majority of literature texts based on the economic rationality of financial and accounting theory. However the exploration on the interaction among members lacks social network approach. This study focuses on the social network formed by information supply and demand among main members in a security market, which includes three forms of social capital. They are information transparency, information credibility and trust. In this paper, we find significant positive relations between information transparency vs. information credibility; and information transparency vs. trust. In addition, the interactional effect of information transparency and information credibility on trust is also significantly positive. There are some important implications on these findings. First, a firm should strengthen the transparency of information in order to build an advantage position for equity financing. Second, when the policy of information disclosure matches definitely with embedding position; then, a leverage effect of information transparency would occur.

【Keywords】capital market, social network, social capital

*作者衷心感謝匿名評審所提出的寶貴意見。

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、前言

近年來一連串的國內外弊案，對股東權益與證券市場發展均造成重大負面衝擊，企業社會責任相關議題的研究也成為學者共同關注的焦點，例如，Lee (2008)、Van der Laan、Van Ees 與 Van Witteloostuijn (2008) 及廖婉鈞、林月雲與虞邦祥 (2009) 等。鑑於前述企業經營環境的變動，國外探討有關證券市場研究的議題，已逐漸重視「社會資本」概念的應用，特別是「信任」社會資本對健全證券市場發展的重要性 (Guiso, Sapienza, Zingales, & Macelli, 2008; Mayer, 2008; Ryan & Buchholtz, 2001)；然而國內在此方面的研究則相對缺乏，此為本文探討存在於證券市場社會資本形式的研究動機之一。

過去財務與會計理論文獻探討企業資訊揭露對資金取得與資金成本之影響，主要係假設藉由未來現金流量或資產流動性評估，可衡量企業預期獲利能力與風險程度，進而決定企業融資地位的優劣。這種假設證券市場為單純兩方間互動的命題，乃與實際情境或有出入。證券市場其實是由多方所建構的複雜社會網絡關係，例如，在本文探討的情境中，企業管理當局的資訊揭露行動，除會影響分析師盈餘預測報導的意願與評價報告特性外，亦會影響投資人的投資行動 (Healy & Palepu, 2001; 吳宗昇、高承恕，2003)，而此多方關係間的互動模式往往非財會理論可以提出解答。金融市場是由訊息流動所構成的社會網絡結構，而資訊則是金融市場最核心的議題與競爭關鍵 (Cetina, 2005; Cetina & Bruegger, 2000, 2002a, 2002b, 2002c)，更是促成證券市場資金需求者、供給者與其他成員間行為互動的基礎 (吳宗昇，2006)；前述這些論點應可支持本文將社會網絡理論觀點引用至探討證券市場經濟行為的正當性。

再者，現有財會文獻多著眼於企業資訊揭露、分析師預測與機構投資人持股兩兩變數間的關連性 (Lang & Lundholm, 1993; Francis, Hanna, & Philbrick, 1998; Diamond & Verrecchia, 1991; Healy & Palepu, 2001)；若進一步採用社會網絡觀點分析，則可同時探討證券市場三個主要成員彼此互動所蘊藏的社會資本形式，將有助於更深入瞭解證券市場運作的全貌，此為本文研究動機之二。

最後，財務及會計有關企業資訊揭露之實證研究大多支持企業資訊揭露可增加融資優勢 (Botosan, 1997; Diamond & Verrecchia, 1991; Clarkson, Guedes, & Thompson, 1996)，然亦有學者提出相反意見。例如：Bushee 與 Leuz (2005) 探討強制資訊揭露對美國 OTCBB 上市公司之影響，結果發現約有 76% 的公司其揭露成本大於可產生的經濟效益。又如 Hirst、Jackson 與 Koonce (2003) 之研究亦發現，若未達成資訊預測之承諾，將會遭致股價波動與下跌之經濟後果，不利於融資優勢之形成。換言之，企業資訊揭露與建立權益融資優勢之間是否一定為正向關係，應仍有討論空間。基於金融市場是由訊息流動所構成的社會網絡結構，因此由社會網絡觀點切入，應能對這些實務現象提出另一些合理的解釋，此為本文研究動機之三。

臺灣大學學術期刊資料庫

綜合上述，本文希望奠基於現有財務及會計豐碩的研究成果上，結合社會學「社會網絡」的理論來探討相關議題。本文主要從社會網絡的觀點，探討證券市場主要成員 (管理當局、分析師、投資人) 由資訊供給與需求關係連結所形成的社會網絡，並歸納出存在於證券市場網絡中的社會資本形式，以及這些社會資本彼此之間的相互關係，企圖找出適用於台灣資本市場的一般性通則。換言之，本文即是架構於社會網絡理論基礎，界定存在於證券市場網絡的社會資本形式與彼此相互關係。在學術貢獻方面，本文藉由整合財會經濟理性之研究成果與社會網絡理論觀點，並歸納出證券市場中的社會資本形式，除可與 Wu (2008) 所提出社會資本累積對於創造企業價值越來越重要的觀點相呼應外，亦能作為跨學科的溝通橋樑並豐富證券市場文獻。在實務貢獻方面，本研究的成果應可讓企業管理當局在制定企業資訊揭露策略時，有較宏觀性之考量。

貳、文獻探討與假說推論

不同於傳統契約統治觀點之社會網絡理論，主張採用信任、互惠等非正式之社會資本統治機制，可促使成員間資源之移轉與價值創造 (Granovetter, 1985; Uzzi, 1997)。由於鑲嵌於證券市場網絡 (Capital Market Network) 的社會資本，有助於促進與維持個體間的交換活動，因此它亦可能是證券市場健全發展之關鍵要素。以下我們將針對證券市場社會網絡與社會資本相關的觀念，探討本文所依據的理論基礎。

一、證券市場社會網絡

(一) 社會網絡概念

社會網絡可定義為一組節點 (A Set of Nodes) 之集合，而這些節點 (每個節點即為一個網絡成員(Actor))，藉由特定形式的社會關係 (Social Relationship) 所連結 (Laumann, Galaskiewica, & Marsden, 1978)。網絡中各成員的經濟活動，皆鑲嵌於該社會網絡之結構中 (Granovetter, 1985)，而其所處社會網絡之位置 (Position) 會影響其行為，並決定可取得或交換資源的多寡與品質 (Gulati, 1998; Burt, Gabbay, Holt, & Moran, 1994)。

(二) 證券市場社會網絡中之主要成員

證券市場中之主要行動者包括公司管理當局、專業分析師及投資人 (Healy & Palepu, 2001; 吳宗昇、高承恕，2003)。由網絡參與成員的角度來看，擁有資訊優勢之管理當局雖可透過揭露資訊之質與量來影響投資人對公司價值的判斷，進而決定融資成本高低，然此裁決性的資訊揭露行動，亦會受到所鑲嵌證券市場資訊網絡關係的影響 (Easley & O'hara, 2004)。

專業分析師透過公開與私下方式，蒐集與公司有關的資訊並進行分析與瞭解 (陳

臺灣大學學術期刊資料庫

瑞斌、劉立倫、翁慈青，2006)，分析師基於建立意見領袖地位之誘因，會將其專業評價報告與建議資訊透過媒體加以傳遞；這些透過分析師自行創造或摸索出來之經驗、知識，藉由與其他個體之互動、交流，可促使該知識外溢 (Spill Over)、累積 (Accumulate)、或擴散 (Spread)，可幫助投資人制定較佳投資決策。

分析師 (其中一個網絡成員) 比投資人 (另一個網絡成員) 更有機會取得豐富的異質性資訊，且基於個人專業能力優勢，對於資訊接收與解讀能力會有較小限制 (吳宗昇，2004)。此外，由於分析師的評價報告亦是買方投資人主要資訊來源 (1987 年版之 SRI International 調查報告) (註[1])，因此分析師扮演證券市場中重要的資訊媒介者角色 (Marcus & Wallace, 1991; Lang, Lins, & Miller, 2004)。公司基於對投資人關係(Investor Relations)之重視，會強化資訊媒介者對公司揭露訊號之正面增強效果。

(三) 網絡中各成員之角色與關係連結

管理當局在證券市場之網絡地位，屬於第一手資料之傳播者。管理當局負責公司之營運，並透過財務與非財務報告等資訊，向市場投資大眾及其他利害關係人發布營運執行成效與未來展望，藉以與資訊需求者維持良好互動溝通的關係。

分析師運用其專業知識，以及所屬機構之資源，可幫助投資人過濾與篩選重要訊息並加以解讀，進而形成投資決策之參考資訊，其在證券市場之網絡地位屬於資訊需求者與供給者雙重角色。換言之，分析師扮演企業與投資人間之資訊調節角色 (Lang et al., 2004)。最後，投資人可彙整包括來自於管理當局公開揭露資訊或分析師私有評價之資訊，進而採取投資決策行動。投資人在證券市場之網絡地位，屬於最終資訊使用者角色。

(四) 證券市場之社會網絡形成

企業因經營權與所有權分離而存在資訊不對稱現象，此將導致管理當局 (代理人) 與股東 (主理人) 間的利益衝突 (Conflict of Interest)。處於資本全球化之融資環境下，如何降低資訊不對稱問題所帶來的負面衝擊，並強化與投資人間正面關係之建立與發展，是公司治理的重要課題之一。

一般而言，股票投資是投資人重要的理財管道之一；然而，如何同時評估企業的財務風險 (Financial Risk)與倫理風險 (Ethical Risk)，進而從眾多投資標的中選擇最佳投資組合 (Ryan & Buchholtz, 2001)，則有賴許多攸關且可靠之資訊來判斷；但蒐集這些資訊所需耗費之時間與成本相當高。相對而言，分析師因專業能力、資訊取得管道的優勢，可彌補投資人因缺乏時間、技巧、資料來源及解釋財報能力的不足 (Beavor, 2002)。由於分析師可以提供有價值的盈餘資訊，作為投資人選股的參考與建議 (陳瑞斌等人，2006)，因此形成投資人對分析師專業資訊的依賴。

臺灣大學學術期刊資料庫

註[1] SRI International 為一獨立、非營利性質的研究機構。

依據上述觀念，本文所定義之證券市場社會網絡主要成員，包括管理當局、專業分析師與投資人，基於企業資訊揭露之需求與供給關係所形成的社會連結。在這個網絡中掌控公司營運的管理當局，雖擁有公司目前經營成果與未來發展資訊的優勢地位，但在整個營運循環過程中，能否與網絡成員保持良好互動，進而促進與關鍵投資人間之關係發展，是本文所關切的核心議題。

(五) 證券市場社會網絡特性

社會網絡觀點認為經濟活動鑲嵌於社會脈絡中，會受到成員所處網絡位置的影響 (Gulati, 1998)，而網絡可透過結構鑲嵌與關係鑲嵌兩種機制帶來利益。以下分別說明此兩種機制在證券市場網絡之應用。

Granovetter (1992) 將社會網絡的鑲嵌關係分為關係鑲嵌 (Relational Embeddedness) 與結構鑲嵌 (Structural Embeddedness) 兩個構念 (Granovetter, 1992)。關係鑲嵌強調交換成員間的信任程度，指交換對象瞭解對方目標與需求的程度，且過去的交換經驗會影響未來的經濟行動。此觀念強調成員間關係連結的品質 (Nahapiet & Ghoshal, 1998)，主要屬性包括信任 (Trust) 與可信賴 (Trustworthiness) 等。關係鑲嵌程度越高時，基於雙方互惠的預期，成員彼此間可交換較精緻與高品質的資訊，且雙方所傳遞之資訊會進一步影響彼此行動 (Coleman, Katz, & Menzel, 1966; Granovetter, 1992)。

結構鑲嵌是指成員的行動會受整體網絡關係的結構所影響，亦即成員彼此的互動，是一個更大結構組成的一部分；此觀念強調在整個網絡結構的組成關係下，由於成員進行訊息交換的機會與限制存在差異，因此對個別成員產生的效用亦不同 (Nahapiet & Ghoshal, 1998)。Burt et al. (1994) 亦指出，企業本身在網絡中所處地位不同，將會影響其取得資源的多寡，且經由不同外部關係的連結，也會影響企業可取得或交換資源的品質 (Nahapiet & Ghoshal, 1998)。

本文將前述社會網絡概念運用至證券市場，分析師在資訊流動連結所形成之社會網絡中位居核心地位 (Focus Position)，可扮演資訊媒介角色 (結構洞)，擔任調節資訊流動的任務。企業若能夠吸引較多分析師之評價報導，代表企業之資訊揭露行動與網絡中成員有較廣泛的連結程度，可產生資訊溝通的槓桿價值。

二、證券市場之社會資本

(一) 社會資本概念

「社會資本」作為瞭解社經現象的一種機制，已成為社會科學近十年來相當受矚目的一項研究議題，甚至由於其跨學科的特質，促使其逐漸成為社會科學的研究典範之一 (Robinson, Schmid, & Siles, 2002)。「社會資本」本質上是描述社會蓄積財富的重要構念，但不同領域學者對此一構念會有不同的闡釋 (Nahapiet & Ghoshal, 1998)，

臺灣大學學術期刊資料庫

導致至今社會資本一詞仍無一致性且嚴謹的定義。

Coleman (1988) 所提出的社會資本觀點，主張個人在社會中並非單獨存在，而是與其他人基於各種動機而形成之連結關係。社會資本即存在於這些網絡的關係結構中，透過這些社會網絡的關係連結，可以促成個體目標的達成，包括 (1) 可靠性 (Trustworthiness) (2) 資訊流量 (Information-flow Capacity) 及 (3) 規範 (Norm)。Koka 與 Prescott (2002) 則由資訊利益觀點，將社會資本分為(1)資訊多樣性 (Information Diversity)，強調資訊的異質性，(2) 資訊數量 (Information Volume)，強調可連結數目，以及 (3) 資訊豐富性 (Information Richness)，強調資訊的精緻程度。

Adler 與 Kwon (2002) 綜合過去文獻定義，分別以「橋樑」(Bridge View) 的概念，將社會資本定義為鑲嵌於網絡中的資源，有助於促進核心成員 (Focal Actor) 與網絡中其他成員的關係連結；以及由「黏合」的觀點 (Bonding View)，將社會資本定義為網絡中成員擁有的共同特性，可促進集體目標的達成。

依據前述文獻，本文將證券市場中的社會資本，定義為鑲嵌於資訊連結網絡中，可透過網絡關係取得，亦或藉由成員彼此互動所衍生，是一種有助於促進個體目標實現之資源總和。以下分別詳述證券市場之社會資本形式與其所代表的意義。

(二) 證券市場網絡的社會資本形式

1. 資訊揭露透明度 (Information Transparency)

公司管理當局擁有第一手的營運資料，一旦透過各種管道揭露資訊，即代表與證券市場網絡中其他成員開始產生互動 (Baginski & Hassell, 1990; Williams, 1996)。若企業管理當局越重視如何降低內、外部資訊不對稱，以建立良好利害關係人基礎，將會積極遵循台灣證券市場主管機關的規範，並形塑自願性資訊揭露的企業文化，在營運過程中積極與其他網絡成員互動。換言之，雖然資訊揭露需要成本，但公司若越重視與利害關係人間之緊密溝通與良好關係的建立，則更有意願強化資訊揭露以促進溝通成效。公司即時豐富的資訊提供，可發射出願意承諾更多企業社會責任的訊號；就社會資本資訊利益的觀點而言，有助於投資人對公司營運理念的瞭解與組織價值的認同。

2. 資訊可靠性 (Information Credibility)

依據 Adler 與 Kwon (2002) 之「橋樑」觀點，社會資本有助於促進核心成員與網絡中其他成員的關係連結。Gulati (1998) 則強調組織在網絡中的位置，會決定與其他成員連結數目的多寡，進而影響資訊的交流程度。處於證券市場網絡核心地位的分析師有能力依據本身專業知識，以及過去和公司管理階層互動所累積的經驗，用以判斷管理當局的「盈餘預測資訊」與「其他自願性資訊揭露」的品質，作為其是否提供該公司預測資訊、重新修正預測與提供評價報告的依據。若判定企業管理當局有較高誘因隱匿及操縱資訊時，將會導致分析師較無意願預測該公司的盈餘（較不吸引分析師

臺灣大學學術期刊資料庫

之關注)。

此外，分析師在建立資訊領袖地位之誘因下，可產生資訊競逐之效果，亦即分析師會將企業公開資訊與私有資訊相互驗證與解讀後，才決定發佈盈餘預測資訊標的(Lee & Chou, 2002)，此有助於資訊可靠性的提升。若公司能吸引越多分析師之跟隨與評價報導，則企業資訊有更多機會可被傳遞給潛在投資人。從資訊利益角度來看，可提升公司資訊流動的能量與投資人可取得資訊的豐富性 (Richness)。

3. 信任 (Trust)

信任是一種對交換夥伴有良善意圖的信念，且相信其能力與可靠性，以及交換夥伴不會採取投機行為的期望 (Nahapiet & Ghoshal, 1998; Rotter, 1980)。從社會資本資訊利益的觀點來看，信任可促進知識的分享、降低雙方資訊不對稱程度、減少投機行為的發生，以及增進雙方的互惠合作 (Wu, 2008)。

訊息流通構成了金融市場的社會結構，Cetina即針對金融市場資訊和市場構成的問題，進行一系列研究 (Cetina, 2005; Cetina & Bruegger, 2000, 2002a, 2002b, 2002c, 2003)，其指出資訊是金融市場最核心的議題，貨幣交易必須建立在信任之基礎上，否則必遭致失敗 (Simmel, 1978)。基於前述，信任是證券市場交易行為的重要基礎。

另外，過去文獻依據利害關係人理論的基礎，探討管理當局與股東間關係的研究發現，由於企業所應擔負的責任已從過去追求股東利潤極大化，轉變為應同時滿足投資人對道德偏好 (Moral Preference) 的需求 (Etzioni, 1988; Mackenzie & Lewis, 1999)，因此投資人對企業所累積道德，對企業行為者個人與組織情境的評估，會產生其對企業財務與非財務績效整體表現的知覺與預期，進而反映在實際持股的交易行動 (Trading Behavior) (Ryan & Buchholtz, 2001)。

綜上所述，資訊揭露透明度、資訊可靠性與信任之形成，乃是證券市場網絡之社會資本形式，也是證券市場穩健發展之重要因素。其推論邏輯為公司、分析師與投資人，藉由公司營運資訊之需求與供給所形成之證券市場網絡，公司的資訊揭露行動是促進網絡互動之原始要素；而分析師因處於網絡中關鍵地位，因此其評價報導行動可能影響資訊的連結槓桿效果，進而促進公司與投資人間關係連結的強度。以下藉由假說之推論與驗證，探討證券市場網絡之社會資本彼此之間的相互關係。

參、研究假說

首先假說一與假說二分別檢測企業所累積之「資訊揭露透明度」社會資本，是否會影響「資訊可靠性」與「信任」社會資本，而假說三則近一步檢測「資訊揭露透明度」與「資訊可靠性」之交互作用，對「信任」社會資本的影響為何？其思考邏輯為，在第一手資訊提供者 (公司管理當局) 採取不同資訊揭露行動的情況下，是否會影響其他兩個網絡成員之行動。換言之，管理當局提昇資訊揭露透明度之主要目的，係

臺灣大學學術期刊資料庫

暢通證券市場社會網絡之資訊連結，累積最終資訊使用者 (投資人) 對公司投資價值信任，進而採取投資或繼續持股行動 (Ryan & Buchholtz, 2001)，達成企業建立相對融資優勢之目的。另外，由於證券市場中資訊媒介者(分析師)扮演著資訊調節角色，因此進一步檢測資訊揭露透明度與資訊可靠性之交互作用對信任社會資本的影響。

一、資訊揭露透明度與資訊可靠性

外界分析師發佈企業盈餘預測資訊供投資人進行投資決策參考是其主要的工作內容之一，分析師透過各種公開或私有管道收集可供預測的資訊，由於其所提供預測資訊的可靠性會對個人職業生涯產生影響，所以經過權衡後分析師會選擇合適發布盈餘預測資訊的股票標的 (Alford & Berger, 1999)，並持續監控企業營運成果與預測資訊的差異，以作為未來評價修正基礎。

Cooper、Day 與 Lewis (2001) 針對分析師盈餘預測績效評比之研究發現，相較於跟隨分析師 (Follower Analysts)，領袖分析師 (Lead Analysts) 之盈餘預測資訊對股價影響較大，專業分析師為了保有證券市場網絡中資訊意見領袖的地位，會利用所屬投資機構的資源優勢，取得質與量皆較個別投資人為佳的公司訊息。當公司所提供的揭露品質提高時，則會吸引較多分析師關注與預測報導 (Hope, 2003; Lang et al., 2004)，並提供投資建議給投資人參考 (Martin & Nisar, 2007)。

另依據 Chang、Khanna 與 Palepu (2000)的研究結果亦顯示，會計揭露品質與分析師跟隨人數呈顯著正相關，與分析師預測誤差呈顯著負相關，顯示當會計揭露品質提高時，將吸引更多分析師進行分析與預測，並且會降低分析師的預測誤差。企業若隱匿及操縱資訊時會降低分析師預測該公司盈餘的誘因 (即較不吸引分析師之關注)，且亦會降低分析師預測的準確性 (陳瑞斌等人，2006; Hope, 2003; Lang et al., 2004)。

分析師為了強化其資訊意見領袖地位與職業之保障及升遷，會持續監控企業所發布之資訊，在雙方持續互動的過程，以及分析師個人過去累積的經驗，使得分析師有能力判別管理當局揭露資訊之可信賴程度 (Hassell, Jennings, & Lasser, 1988)。若管理當局揭露資訊可信賴程度越高，將有助於分析師預測評價報導準確度之提昇，因此增強分析師發布盈餘預測之誘因，此將可導致證券市場的社會網絡產生資訊競逐效應 (因為每個分析師皆想追求資訊領袖的地位)，因而強化投資人可取得資訊可靠性的認知。準此，本研究建立假說一：

假說一：資訊揭露透明度與資訊可靠性呈正相關。

二、資訊揭露透明度與信任

自 2000 年美國恩龍 (Enron) 事件爆發後，國內相繼亦陸續發生多家公司財務弊案 (例如：博達公司)，導致股市投資人信心重挫。如何重建投資人對企業的信任，則

臺灣大學學術期刊資料庫

為近年來證券市場管制機制首要之務 (賴春田，2003)。

形成信任之機制中，歷程的信任 (Process Trust) 乃藉由過去互動經驗或奠基於聲譽 (Reputation) 而產生之信任，以被信任者特質作為可信度的評估基礎 (Luhmann, 1979; Zucker, 1986)，其為一種人員信任 (Personal Trust)。證券市場中若經理人無法達成其所發布預測資訊的承諾，將會遭致投資人對其能力與投入努力的質疑，此將導致個人專業聲譽的負面衝擊。另外，若著眼於組織運作機制之健全與完整性觀點，則代表藉由組織制度因素之規範，可帶來交換過程中值得信任程度的氣氛，它是一種組織的系統性信任 (Institutional System Trust) (Zucker, 1986)。基於前述，信任是一種對他人行為有所信賴或可預測的認知且相信其聲譽 (Ring & Van deVen, 1992; Garbarino & Johnson, 1999)，相信交換夥伴不會傷害另一方的信念 (Dwyer, Schurr, & Oh, 1987)，因此信任乃藉由社會互動而產生對交換另一方之正向預期 (Rotter, 1980)。

證券市場中無論是基於主管機關的揭露規範或是自願性的資訊揭露，都象徵著管理當局對企業未來經營成果的承諾 (Zhang, 2001)，可降低投資人對企業可能發生財務風險 (Financial Risk) 與倫理風險 (Ethical Risk) 之預期 (Ryan & Buchholtz, 2001)。Simmel(1978)指出，貨幣交易必須建立在信任之基礎上，否則必遭致失敗，所以信任是證券市場交易行為的重要基礎。投資人的投資決策行為，已由單純經濟利潤考量，轉化為同時需滿足其對道德偏好的需求 (Etzioni, 1988; Mackenzie & Lewis, 1999)。企業資訊透明度越佳，代表其願意承擔的特定承諾越多 (Zhang, 2001)，有助於增強投資人對企業所累積財務與非財務績效整體表現的知覺與預期，進而反映在實際持股的交易行動上 (Trading Behavior) (Ryan & Buchholtz, 2001)。換言之，此良性的資訊環境創造可產生利害關係人對公司價值的正面預期與肯定 (Lang, Lins, & Miller, 2003; Clement, Frankel, & Miller, 2003)。準此，本研究建立假說二：

假說二：資訊揭露透明度與信任呈正相關。

三、資訊揭露透明度、資訊可靠性與信任

依據 Gulati (1998) 在網絡理論研究中所提出的結構鑲嵌概念，強調組織在網絡中的位置，其連結的多寡會影響到資訊的交流程度；再者，Burt (1992) 亦發現社會網絡中越多非重複的關係存在，其社會資本的作用越強大。證券市場網絡中，管理當局負責企業之營運，持有第一手訊息；其透過財務與非財務報告以連結網絡成員間之訊息傳遞，將營運績效有效率地揭露給資訊使用者，可藉以吸引融資來源。另依據 Burt (1997) 將社會資本概念化為網絡之結構洞，可居中代理資訊流動之觀點，並運用至證券市場中，意謂著分析師因扮演資訊媒介之角色 (結構洞)，所以可擔任調節資訊流動的任務，是證券市場的資訊調節者角色。企業若能連結較多分析師的報導，則可再傳遞給其他非重複的網絡成員，可擴大資訊傳遞範圍。

臺灣大學學術期刊資料庫

另外，最近興起的行為財務經濟學，認為人們是有限理性，基於多種認知的偏誤 (Cognitive Biases)，投資人習慣於使用直覺判斷或經驗法則來做決策。公司管理當局強化資訊揭露透明度的同時，亦應了解投資人在面臨資訊負荷過重風險 (Risk Of Informational Overload)下，可能採用較簡單的決策以形成投資方案 (劉玉珍、李怡宗、黃寶慧，2004)。基於分析師處於證券市場網絡的核心地位，且分析師預測為投資人主要的財務預測資訊來源之一 (程心瑤、蔡宜芬，2006)，企業若能鑲嵌於較高頻率之被報導地位，則將有機會發揮資訊槓桿效用，進而提昇資訊可被重複驗證的可靠性知覺，有助於降低投資人對其所需承擔的財務與非財務風險預期，並增強投資人對企業的信任，即表現在具體的持股行動 (Ryan & Buchholtz, 2001)。準此，本研究建立假說三：

假說三：資訊揭露透明度、資訊可靠性的交互作用與信任呈正相關。

肆、研究設計

一、變數定義

(一) 資訊揭露透明度 (Information Transparency)

本文將資訊揭露透明度社會資本操作化為：管理當局為暢通證券市場網絡成員之互動溝通，所採行的所有資訊揭露行動。網絡的存在乃基於特定成員與互動目的所連結的社會關係形式 (Laumann et al., 1978)，本文所探討的證券市場網絡，是強調其為資訊供需所連結的一種社會關係形式 (Cetina, 2005)。證券市場主管機關推動「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」(註[2]) 之行動，主要目的在於促使管理當局自發性揭露營運相關訊息，其依據的評鑑指標涵蓋管理當局與投資人間最主要與及時之訊息溝通內容與管道；而這些訊息溝通內容與管道皆兼具攸關性、可靠性與時效性資訊交換的特性，有助於降低投資環境的不確定性。

「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」(註[3]) 針對企業所採取之各種投資人溝通管道進行全面性評估，是管理當局資訊揭露透明度的綜合性指標。若企業管理當局越重視如何降低內、外部資訊不對稱，藉以建立良好投資人關係基礎，則會積極遵循台灣證券

註[2] 「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」其依據的評鑑指標，主要包括企業資訊揭露中相關法規的遵循情形、揭露時效性，以及預測性資訊、年報 (包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構) 與企業網站之資訊揭露五大類。第三屆及第四屆分別採計九十五項指標與九十八項指標，依評鑑結果區分為 A+ 級、A 級、B 級、C 級以及 C- 級，共 5 級。

註[3] 「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」為了能符合國情，又希望引導國內資訊揭露實務與國際接軌，資訊揭露評鑑系統主要參考國外相關評鑑之指標設計；另一方面亦考量國內市場實際需求與相關法規要求所制定。於九十二年第一次辦理，為國內首次針對上市櫃公司資訊揭露情形所作的透明度評比，採非官方自發性規劃設計，以全體上市櫃公司為評鑑對象，一年辦理一次評鑑。前兩屆屬於初步推行階段，因此不列入本文之研究期間，然自第三屆起則分五級公布所有受評公司之評鑑結果，以期提升受評公司對強化資訊揭露的重視。

國立政治大學 期刊資料庫

市場主管機關的規範，且形塑自願性資訊揭露的企業文化，因而獲取透明度較佳之評鑑結果。準此，本研究將「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」之評鑑結果，作為企業資訊揭露透明度之代理變數。

由於證基會針對國內上市櫃公司各年度資訊揭露進行評鑑，最後依照相對透明度將評定結果分為 5 類，因此本研究由透明度最佳者至最差者之評分等級依序分為第 5 級、第 4 級、第 3 級、第 2 級與第 1 級。換言之，若企業被評定為透明度等級較佳之公司，則代表該公司管理當局越重視與投資人建立關係，願意投資較多成本參與此證券市場網絡成員間的資訊溝通，故將之定義為資訊揭露透明度相對較高；反之，則列為資訊揭露透明度相對較低之公司。彙整如下：

1. 資訊揭露透明度評等最佳者歸為第 5 級
2. 資訊揭露透明度評等次佳者歸為第 4 級
3. 資訊揭露透明度評等普通者歸為第 3 級
4. 資訊揭露透明度評等不佳者歸為第 2 級
5. 資訊揭露透明度評等最差者歸為第 1 級

(二) 資訊可靠性 (Information Credibility)

本文將資訊可靠性社會資本操作化為：攸關投資人判斷企業投資價值，可取得資訊的可驗證性認知。依據 Gulati (1998) 在網絡理論研究中所提出的結構鑲嵌概念，強調組織在網絡中的位置，與其他成員可連結的數目會影響資訊的交流程度。證券市場中分析師透過公開或私有管道取得大量資訊解讀分析後，會決定所要報導盈餘預測的對象 (Lang et al., 2004)，而此些私有資訊與企業公開資訊之間存在互補性而非替代性的關係 (Alford & Berger, 1999)。由於分析師位居資訊連結網絡的核心地位，有越多分析師願意報導企業的盈餘預測資訊，將可強化企業公開資訊與分析師私有資訊間之交流程度與可重複驗證性，有助於提高投資人對企業資訊可靠性的認知(Lee & Chou, 2002)。

過去財會文獻多以分析師預測準確性來衡量資訊可靠性，然因本文係由網絡觀點分析，強調組織在整個資訊網絡中連結的結構差異，而分析師預測準確性是屬於公司與分析師間的關係，無法表現出個別公司在整個資訊網絡中連結的結構差異。基於每家公司可連結之分析師預測頻率差異，可呈現公司資訊連結結構的不同，且財會文獻主張分析師預測頻率與預測準確性是有正向相關 (陳瑞斌等人，2006; Hope, 2003; Lang et al., 2004)，因此在本文的情境，使用分析師預測報導頻率作為資訊可靠性之代理變數。資料來源取自台灣經濟新報資料庫之預測資訊-分析師預測模組 (註[4])。

註[4] 本文參考國內相關文獻，多採用台灣經濟新報資料庫-分析師預測模組或券商分析師預測模組，作為市場分析師預測之資料來源(程心瑤、蔡宜芬，2006；蔡佳君、賴靜惠、陳育成，2005；陳育成、黃瓊瑤，2001)等。其中台灣經濟新報資料庫之預測資訊-分析師預測模組主要收錄財訊及四季報之分析師預測資訊，無法涵蓋所有市場分析師之預測資訊。

臺灣大學學術期刊資料庫

(三) 信任 (Trust)

本文將信任社會資本操作化為：投資人對企業管理當局與組織制度，包括財務與非財務績效整體表現的正面期待，且相信其不會採取投機行為的具體持股行動。信任是一種對交換夥伴有良善意圖的信念，且相信其能力、可靠性、聲譽 (Nahapiet & Ghoshal, 1998; Ring & Van deVen, 1992; Garbarino & Johnson, 1999)，以及交換夥伴不會採取投機行為的正向期望與預期(Rotter, 1980)。

Ryan 與 Buchholtz (2001) 探討信任在投資人決策過程中所扮演的角色時發現，投資人進行股票投資決策時，會同時評估其所需承擔的財務風險 (Financial Risk) 與倫理風險 (Ethical Risk)，即是對管理當局與證券市場制度的整體信任。過去文獻依據利害關係人理論的基礎，探討管理當局與股東間關係的研究發現，企業所應擔負的責任已從過去追求股東利潤極大化，轉變為應同時滿足投資人對道德偏好 (Moral Preference) 的需求 (Etzioni, 1988; Mackenzie & Lewis, 1999)。由此可知，投資人對企業道德表現、企業管理者個人與組織制度的評估，皆會影響其對企業財務與非財務績效整體表現的知覺與預期，進而反映在實際持股的交易行動上 (Trading Behavior) (Ryan & Buchholtz, 2001)。此外，Simmel (1978) 亦指出，貨幣交易必須建立在信任之基礎上，否則必遭致失敗，亦即信任是證券市場交易行為的重要基礎。

綜合上述，機構投資人因擁有較佳資源優勢與專業決策團隊，且可採取之股東行動主義 (Shareholder Activism) 能力與影響力較大 (Martin & Nisar, 2007)，所以可有效降低企業因人為因素所導致之經營風險。換言之，機構投資人較個別投資人之持股行動為更理性，且其與組織的交換關係是長期導向的分享與承諾，可形成對管理階層道德規範的約束 (Coleman, 1988)。而企業基於融資目的，亦不敢輕忽此潛在之龐大力量，在整個營運過程中更謹慎行事，此舉將能促進並累積參與成員間之信任 (Burt & Knez, 1995)。

此外，由實務現象觀察，機構投資人之操作模式較傾向長期持股 (Graves & Waddock, 1994; Johnson & Greening, 1999)，較著重企業長期成長潛力之分析。另由證交所公佈之統計數值來看，台灣證券市場個別投資人之持股比例雖高，在開戶數上佔絕對優勢，但在個別交易量的影響力上卻微乎其微；反觀機構投資人佔上市公司資本來源比重，與投資人類別交易之比重，突顯出機構投資人週轉率相對較小，此亦印證了國內機構投資人傾向長期佈局投資之實務現象 (數位時代，2006)。另外，法人也是各上市櫃公司主要拉攏爭取之對象；國內較積極之上市櫃公司常會透過每季法人說明會，將公司營運狀況向投資法人說明，且亦會透過公關部門的運作，以確保與法人間良好的互動與溝通效果，而部份外資法人機構的意見甚至足以影響公司之營運方針與經營政策 (林志遠，2002)。綜上所述，本文以機構投資人作為企業所累積信任社會資本的代理變數。

臺灣大學學術期刊資料庫

國內每屆資訊揭露評鑑制度的評分期間，都是各年 1/1-12/31，亦即為公司在 1 年期間所採行各種資訊揭露行動表現之綜合評估。由於本文主要探討企業資訊揭露行動與投資人行動二者之互動關聯性，為了使研究期間一致，因此亦採用各年度之平均法人持股率相配合；例如，以 95 年 3,4 月所公告之「94 年評鑑結果」為例，評鑑資料收集的期間是 94/1/1-94/12/31，評鑑內容涵蓋 93 年度之年度財務報告 (因為 93 年的年報是在 94 年 4 月 30 前才公告)，以及 94 年 1 月 1 日至 94 年 12 月 31 日期間，受評公司所發布之各項定期及不定期資訊等，並以 94 年度的法人平均持股率相配合。至於資料來源則為台灣證交所網站與台灣經濟新報資料庫。

(四) 控制變數

財會文獻主張分析師預測頻率與預測準確性是有正向相關 (陳瑞斌等人，2006; Hope, 2003; Lang et al., 2004)，且亦常以預測準確性作為資訊可靠性的代理變數 (註[5])。本文將財會文獻中探討資訊互動情境中，有關影響分析師預測頻率之變數列入模型一作為控制變數，包括公司規模、股東權益報酬變異性，以及股票報酬-每股盈餘相關係數 (Lang & Lundholm, 1996; Brennan & Hughes, 1991; King, Pownall, & Waymire, 1990)，其中公司規模以資產總額取 ln 衡量；股東權益報酬變異性以過去三年股東權益報酬率變異數衡量，而股票報酬-每股盈餘相關係數則以過去三年股票報酬率與每股盈餘之相關係數衡量。此外，公司規模是影響組織信任的重要因素 (Kramer & Tyler, 1996)，因此在模式二及模式三中亦將公司規模列為控制變數。

(五) 實證模型

為檢測研究假說，本文建立三條迴歸模型如下：

假說一：$CRE = \alpha_0 + \alpha_1 TRA + \alpha_2 C_1 + \alpha_2 C_2 + \alpha_3 C_3 + \varepsilon$

假說二：$TRU = \alpha_0 + \alpha_1 TRA + \alpha_2 C_1 + \varepsilon$

假說三：$TRU = \alpha_0 + \alpha_1 TRA + \alpha_2 TRA \times CRE + \alpha_3 C_1 + \varepsilon$

式中，TRA：資訊揭露透明度

CRE：資訊可靠性

TRU：信任

C_1：公司規模

C_2：股東權益報酬標準差

C_3：股票報酬-每股盈餘相關係數

資訊可靠性 (CRE) 在模型 1 為內生變數，而在模型 3 為外生變數，可能存在內

註[5] 雖然過去財會文獻多以分析師預測準確性來衡量資訊可靠性，然因本文係由網絡觀點分析，強調組織在整個資訊網絡中連結的結構差異，而分析師預測準確性是屬於公司與分析師間的關係，無法表現出個別公司在整個資訊網絡中連結的結構差異。基於每家公司可連結之分析師預測頻率差異，可呈現公司資訊連結結構的不同，因此在本文的情境，使用分析師預測報導頻率作為資訊可靠性之代理變數。

生性問題而導致結果的偏誤。在進行假說驗證前，本文採用二階段處理；第一階段先以 Hausman (1978) 的外生性檢定方式，測試資訊可靠性 (CRE) 與信任 (TRU) 是否具有內生性問題；第二階段則根據第一階段的結果，決定採用聯立方程式 (Simultaneous-Equation Model；SEM) 或普通迴歸模型 (Ordinary Least Square；OLS) 進行模型參數的估計。

表 1 列示 Hausman (1978) 外生性檢定測試的結果。從表 1 可發現，在模型 1 與模型 3 中，殘差值變數 (Resid_TRU 與 Resid_CRE) 均不顯著異於零，故兩個模型皆無法拒絕其為外生性之假設。換言之，資訊可靠性 (CRE) 與信任 (TRU) 雖有若干相同的決定因素，但並未有內生性的問題存在，故後續使用 OLS 估計本研究的實證模型，應不致產生偏誤。

表 1 資訊可靠性 (CRE) 與信任 (TRU) 模型之 Hausman 外生性檢定結果

	模型 1 應變數：CRE	模型 3 應變數：TRU
	迴歸係數 (t 值)	迴歸係數 (t 值)
TRA	.144 (6.861) ***	.052 (1.078)
TRA×CRE .		315 (3.599) ***
C_1	.276 (13.107) ***	.333 (15.730) ***
C_2	-.106 (-5.206) ***	
C_3	.003 (.147)	
Resid_TRU	-.010 (-.473)	
Resid_CRE		-.122 (-1.634)
F值	66.115***	129.191***
R^2	13.5%	19.7%
Adj.R^2	13.3%	19.5%

註：*** 表 p<0.001；** 表 p<0.01；* 表 p<0.05
Resid_TRU 代表模型 3 簡式所估計的殘差值
Resid_CRE 代表模型 1 簡式所估計的殘差值
TRA：資訊揭露透明度
CRE：資訊可靠性
TRU：信任
C_1：公司規模
C_2：股東權益報酬標準差
C_3：股票報酬—每股盈餘相關係數

臺灣大學學術期刊資料庫

二、樣本及資料來源

本研究以證交所與櫃買中心委託證基會所執行的「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」所納入評鑑的上市櫃公司作為樣本，資料期間為民國 94 年 1 月 1 日至民國 95 年 12 月 31 日止，資料來源包括台灣證券交易所證券統計資料年報、證券櫃檯買賣中心年報、公開資訊觀測站與台灣經濟新報資料庫。此外，該資訊揭露評鑑系統，排除了下列條件之上市櫃公司，最後採樣之上市櫃公司樣本數共計 2,118 個樣本。

(一) 變更交易方法 (依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第四十九條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條規定)。

(二) 停止買賣 (依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之一規定)。

(三) 終止上市櫃 (依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條之一及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之二規定)。

(四) 負責人 (包括董事長、副董事長與總經)因誠信問題被起訴。

(五) 財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見。

(六) 經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他有特殊事由者。

表 2 本研究樣本數

	假說一	假說二	假說三
94、95 年上市櫃公司總樣本數	2,413	2,413	2,413
減：條件 (一) 至 (六) 之上市櫃公司	295	295	295
最終樣本數	2,118	2,118	2,118

資料來源：證交所、證券櫃檯買賣中心、公開資訊觀測站與台灣經濟新報資料庫 (TEJ)

伍、實證分析

表 3 列示各變數之敘述統計值與相關分析，其中資訊揭露透明度平均值為 2.969，代表樣本中之企業資訊揭露透明度平均而言普通，此意味著公司治理機制中有關企業資訊透明度之提升仍需持續加強。而資訊可靠性與信任社會資本的平均值分別為 3.749 與 0.353。另由各變數之相關係數值顯示，本研究所探討之自變數與應變數之間都有顯著正相關，但相關係數都不高。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3 變數敘述統計值與相關分析

	樣本數	平均數	標準差	TRA	CRE	TRU	C_1	C_2	C_3
TRA	2118	2.969	.718	1					
CRE	2118	3.749	2.349	.224 (**)	1				
TRU	2118	.353	.231	.198 (**)	.263 (**)	1			
C_1	2118	15.191	1.278	.260 (**)	.322 (**)	.407 (**)	1		
C_2	2118	7.208	8.191	-.057 (**)	-.139 (**)	-.001	-.084 (**)	1	
C_3	2118	.220	.585	-.001	-.019	-.056 (*)	-.043 (*)	.087 (**)	1

註：** 表 p<0.01；* 表 p<0.05

其餘變數定義同表 1

評估迴歸模型的共線性衡量指標為 VIF 值，當 VIF 大於 10 者則判定存在高度共線性的問題，由表 4 可知，本研究的 VIF 檢查最大值為 1.4814，顯示模型應不存在共線性問題。另外，本研究採用 Ansley、Kohn 與 Shively (1992) 所提出 Generalized Durbin-Waston 方法進行自我相關檢定，結果顯示自我迴歸調整前模型 1-模型 3 的 DW 值分別為 1.516、1.7786 及 1.8304，DW 檢定結果皆為顯著，因此確定存在自我相關現象。本研究進一步利用自我迴歸進行調整，使其符合獨立性要求 (即 White Noise)。因本研究為大樣本，假設誤差項服從常態分配，且採最大概似法估計可以達到符合漸近常態分配、一致性、漸進有效率之優點 (鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文，2002)，故本文採用最大概似法重新估計迴歸參數。結果顯示各模型調整後的 DW 值分別為 1.9139、2.0114 和 2.005，皆接近 2，調整後的誤差項為獨立同態。以下將各假說之檢定結果與實證意涵分別詳述之。

一、假說一檢定結果

假說一的檢定結果列於表 4 的模型 1。從分析結果得知 F 值 82.62 (p<0.001)，顯示迴歸模式可被接受，且自變數資訊揭露透明度係數為正值且顯著 (t=6.86, p<0.001)；控制變數中的公司規模與股東權益報酬標準差兩個變數亦都達顯著水準，其中公司規模與資訊可靠性呈正相關，而股東權益報酬標準差與資訊可靠性呈負相關，與文獻之結果一致 (Kramer & Tyler, 1996; Brennan & Hughes, 1991; King et al., 1990)。但股票報酬與每股盈餘相關係數之控制變數則未達顯著水準。綜合言之，模型 1 可解釋約 13.36% 應變數的變異 (Adj. R^2 =0.1336)，上市櫃公司資訊揭露透明度社會資本，可正向影響資訊可靠性之社會資本累積，假說一獲得支持。此發現與過去文獻主張分析師在與企業的互動過程中，有能力分辨管理當局是否刻意隱匿或操縱資訊，進而決定是否發布對該公司盈餘預測的結論相似 (陳瑞斌等人，2006; Hope, 2003;

臺灣大學學術期刊資料庫

Lang et al., 2004)。

二、假說二檢定結果

假說二的檢定結果列示於表 4 的模型 2，從分析結果得知 F 值為 223.14 ($p<0.001$)，顯示迴歸模式可被接受，且自變數係數為正值且顯著 ($t=4.70$；$p<0.001$)，控制變數公司規模亦達顯著水準。模型二可解釋約 17.35% 應變數的變異 (Adj. $R^2=0.1735$)，代表上市櫃公司資訊揭露行動之社會資本，可以正向影響信任之社會資本的累積，假說二獲得支持。

Singhvi 與 Desai (1971) 的研究指出，資訊揭露透明度的社會資本需要投入成本，且小規模公司的資訊揭露成本又較大公司不具經濟規模效益；此外，資訊揭露可產生之利益亦不一定都大於資訊揭露成本 (Bushee & Leuz, 2005)。即便如此，管理者亦應由建立長期融資優勢的觀點來思考揭露政策的制定，因為資訊揭露可累積投資人信任的社會資本，而此信任社會資本又是金融市場交易的基礎 (Simmel, 1978)，會反映在投資人實際持股行動 (Ryan & Buchholtz, 2001)。此一研究發現突顯本文由社會網絡觀點探討，可補足財會文獻純由經濟理性觀點解釋證券市場經濟行為的不足。

三、假說三檢定結果

假說三的檢定結果列示於表 4 的模型 3，從分析結果得知 F 值 171.60 ($p<0.001$)，顯示迴歸模式可被接受，其中資訊揭露透明度與資訊可靠性交互項之係數為正值且顯著 ($t=7.53$; $p<0.001$)，整體模型三能解釋約 19.47% 應變數的變異 (Adj. $R^2=0.1947$)。此結論意味著，同時考量企業資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任的影響時，相較於資訊可靠性社會資本較低時，資訊可靠性社會資本較高的公司，其資訊揭露透明度對信任社會資本累積的影響效果較顯著，假說三獲得支持。

大部分財會研究多支持資訊揭露可增加融資優勢 (Botosan, 1997; Diamond & Verrecchia, 1991; Clarkson et al., 1996)，然 Bushee 與 Leuz (2005) 之研究卻發現，約有 76% 的美國 OTCBB 上市公司，強制資訊揭露的成本大於可產生的經濟效益，此說明了財會有關資訊揭露與融資優勢間之關聯性未必都是正向相關的。假說三之研究發現對管理當局制定資訊揭露政策之實務意涵為，由資訊連結的社會網絡觀點來看，資訊揭露需要公司建置制度，並有專人負責資料的整理、分析與公告揭露，這些都是需要成本的。相對於小公司，大公司因為高階經理人常需編製內部報表以制定決策，在資訊收集成本與可產生的相對效益較大；而小公司的相對成本則較高、較不具規模經濟優勢 (Singhvi & Desai, 1971)，若要藉由資訊揭露 (本文為資訊揭露透明度之社會資本) 達成融資優勢目標 (本文為信任之社會資本)，應同時搭配可提升與資本市場重要資訊媒介者間的結構鑲嵌 (資訊可靠性之社會資本) 策略，更能發揮資訊溝通的槓桿價值，

臺灣大學學術典藏

使資訊揭露可產生之效益大於所投入之成本。

表 4 假說檢定結果

	模型 1 檢定結果分析 應變數：CRE	模型 2 檢定結果分析 應變數：TRU	模型 3 檢定結果分析 應變數：TRU
	迴歸係數 (t 值)	迴歸係數 (t 值)	迴歸係數 (t 值)
自變數			
TRA	0.4757	3.1193	0.5602
	(6.86)***	(4.70)***	(0.76)
TRA×CRE			0.5076
			(7.53)***
控制變數：			
C_1	0.5069	6.8941	6.0412
	(13.11)***	(18.67)***	(15.83)***
C_2	-0.0307		
	(-5.24)***		
C_3	0.0139		
	(0.17)		
F 值	82.62 ***	223.14 ***	171.60 ***
R^2	0.1352	0.1742	0.1958
Adj.R^2	0.1336	0.1735	0.1947
最大VIF 值	1.0797	1.0725	1.4814

註：*** 表 p<0.001 ；** 表 p<0.01 ；* 表 p<0.05
其餘變數定義同表1

為了進一步以圖式方式凸顯資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任之交互作用效果，本文採用 Two-Way ANOVA 分析並繪製交互效果圖。以分析師預測報導頻率之平均數作為分組之依據，大於平均數者分類為第 2 組 (代表資訊可靠性相對較高)，小於平均數者分類為第 1 組 (代表資訊可靠性相對較低)。由表 5 資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任的二因子變異數分析結果，以及圖1資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任之交互作用圖皆顯示，資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任的主效果，以及交互效果均達顯著水準，整體模式達顯著 (F=27.694; p<0.001)，其中資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任之主效果皆達顯著水準 (F=21.509; p<0.001 與 F=12.534; p<0.001)，資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任之交互效果亦達顯著 (F=2.922; P<0.05)。此意味著不但資訊揭露透明度的水準會影響企業融資優勢，資訊可靠性的高低亦會影響企業融資優勢；此外，相較於資訊可靠性較低的組別而言，資訊可靠性較高的組別，資訊揭露透

臺灣大學學術期刊資料庫

明度對信任的影響更大。此一研究發現其對證券市場實務之重要意涵為，企業為了在證券市場建立相對融資優勢地位，除本身需落實資訊揭露行動外，由社會網絡鑲嵌之角度來看，尚須同時考量企業所鑲嵌之資訊網絡連結地位 (在本文中係指分析師報導的資訊連結頻率)，方能發揮資訊中介者資訊溝通之槓桿效果，以強化「信任」社會資本累積之企業融資優勢地位。

表 5 資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任的二因子變異數分析表

變異來源	型 III平方和	自由度	均方	F 值	Sig.值
整體模式	118951.125[(a)]	9	13216.792	27.694	.000
資訊揭露透明度	41061.168	4	10265.292	21.509	.000
資訊可靠性	5981.941	1	5981.941	12.534	.000
資訊揭露透明度×資訊可靠性	5577.339	4	1394.335	2.922	.020

註：[(a)] R Squared = .106 (Adjusted R Squared = .102)

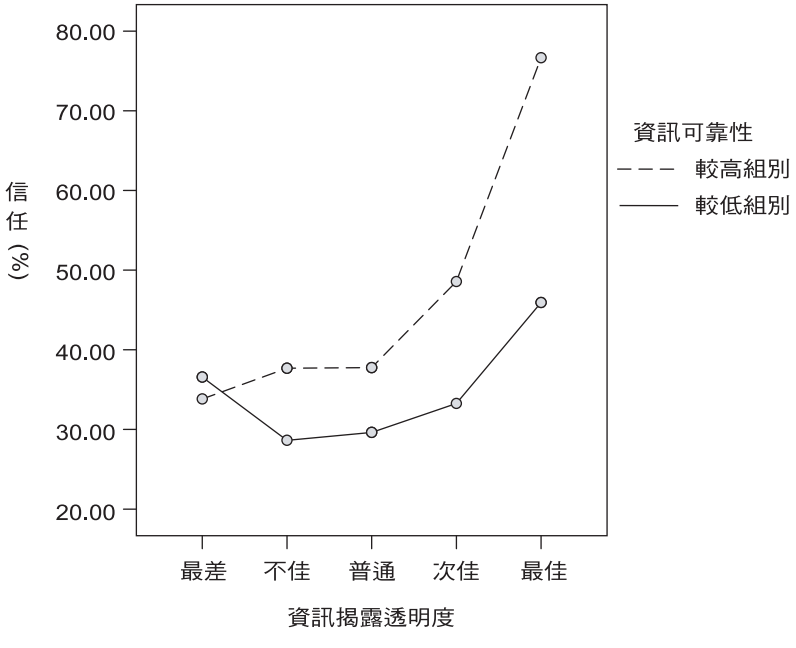


圖 1 資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任交互作用圖

臺灣大學學術期刊資料庫

陸、結論與建議

一、結論與討論

本研究視證券市場運作為一社會網絡的概念，即本文所界定的證券市場網絡(網絡主要成員包括公司管理當局、專業分析師及投資人)。就社會網絡的本質來看，其強調網絡中行動者所處之網絡地位與網絡成員間關係連結的強度 (當然此二者是相互關聯的)，以及由此所建構與蓄積的社會資本。本研究試圖分析證券市場網絡的形成與社會資本形式，並分析其對企業建立相對融資優勢之管理意涵。

就社會資本形式而言，本研究參考財會理論及社會網絡理論之相關文獻，探討證券市場網絡的資訊揭露透明度、資訊可靠性與信任三個構面的社會資本，而此些構面皆與網絡成員間之資訊流通有密切關聯，且各成員在資訊流通中皆扮演不同的角色；例如公司管理當局是第一手資訊之傳播者，分析師是資訊的調節者，而投資者則是最後資訊使用者之角色。此外，由於資本市場能否順暢運作的關鍵在於資訊不對稱問題，因此企業若了解證券市場資訊網絡之建構，進而採取行動以累積重要的社會資本，則對企業建立相對融資優勢將有重要之貢獻，上述的論點即構成本研究的思考邏輯與方向。然而過去相關財會文獻較少將社會網絡理論應用至證券資本市場上，本研究建構在現有財務及會計豐富的資本市場研究成果，試圖由社會網絡觀點切入，期能對證券市場之相關研究與理論引進一個符合邏輯與全新的思考方向。就此一方面來說，或許亦是本研究的貢獻之一。

彙整本研究之實證結果發現，管理當局投入不同程度之資訊揭露行動，雖可影響資訊可靠性與信任之社會資本的累積，但若能將資訊揭露透明度與資訊可靠性兩種社會資本加以配合，對信任社會資本的累積可產生更大影響，這或許意味著管理當局若能藉由各種資訊揭露管道發射訊號，不但能夠與網絡中重要的資訊媒介建立並發展良好之互動關係，在特定情境下，將能借助其調節資訊之重要功能與角色，以累積與關鍵投資人間之信任基礎。本質上，證券市場乃藉由企業資訊揭露政策之執行，以暢通網絡成員間資訊溝通之管道，強化彼此之關係連結。對管理當局而言，如何運用證券市場中位居於核心地位之資訊媒介者 (專業分析師) 進一步活絡資訊的流動，亦是管理當局在制定企業資訊揭露政策與利害關係人關係發展時應加以思考之方向。

由於管理當局對資訊揭露之高度肯定與參與，可帶來信任的社會資本累積；而資訊媒介者 (分析師)，努力提升評價資訊的品質以建立本身之專業領導地位，在此資訊的競逐效用下，因而得以提昇資訊的可靠性，並與投資人之信任有緊密之關聯性；就網絡連結所形成之利益來看，證券市場存在不同形式之社會資本，是建立相對融資優勢的重要關鍵。

綜合言之，本研究由「社會網絡」觀點，探討證券市場主要網絡成員，藉由資訊供給與需求關係連結所形成社會網絡，蘊藏資訊揭露透明度、資訊可靠性與信任三

臺灣大學學術典藏

個構面之社會資本，並在成員間彼此互動下，探討這些形式社會資本間之相互關係。研究結果發現，企業資訊揭露透明度之社會資本累積，正向影響資訊可靠性與信任兩種社會資本，且資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任的交互作用亦達顯著正向效果，此為本文之重要發現，且亦提供重要的研究意涵。本文發現一方面強化了現有大部分財會文獻，支持資訊透明度與企業融資優勢呈正向關聯之理論嚴謹性；另一方面，資訊揭露透明度與資訊可靠性對信任的交互作用顯著，其重要的意涵是企業於證券市場為了建立相對融資優勢地位，除本身需落實資訊揭露行動外，由社會網絡鑲嵌之角度來看，尚須同時考量企業資訊之網絡結構鑲嵌地位，方能發揮資訊溝通之槓桿效果，以強化企業融資優勢成效。此一研究發現應可作為部分財會文獻無法支持資訊透明度與相對融資優勢呈正向關聯之解釋理由之一 (Lundholm, 1999; Hirst et al., 2003; Bushee & Leuz, 2005)。準此，本文由社會網絡之觀點來分析，可讓公司管理當局由不同層面來思考資訊揭露政策對權益融資活動之潛在影響，除有助於證券市場理論發展的完整性外，亦有助於實務界企業管理當局制定資訊揭露策略之參考。

二、研究限制與未來研究建議

本文雖企圖將社會網絡理論應用至證券市場網絡，但在資訊揭露透明度、資訊可靠性與信任三大構面之精準衡量方面確實存在很大之困難，但本文仍努力建構於現有之文獻基礎，以及對實務現象的觀察將變數進行操作化。基於證券市場所提供的資料多為財務指標，因此嘗試以財務指標做為社會資本衡量之代理變數，藉由變數選取、邏輯推論與各假說之驗證，建立本研究之觀念性架構，以作為後續相關研究之基礎；然而是否有更佳之衡量替代變數，應為後續相關研究值得深入探討之重要議題。

另外，本研究因無法獲得上市櫃公司資訊揭露評鑑結果及各上市櫃公司五大資訊揭露之評分明細，故無法針對此制度所採行之各指標做更細部假說檢測，以進一步了解哪些資訊溝通管道為影響社會資本累積之關鍵，以作為提供政府主管機關檢修該制度之參考，此亦為本研究之限制。

最後，本文採用資訊揭露透明度、資訊可靠性及信任等三個社會資本的構面，串聯整個證券市場網絡之資訊流通與主要成員之連結關係，解釋資本市場之運作現象。然而，除了此三構面之外，是否尚有其他形式的社會資本構面可補充解釋資本市場之運作，則有待後續研究做更深入的探討，例如：影響公司治理之相關因素等。此外，社會網絡理論亦非常強調網絡中成員的地位與連結的強弱 (強連結與弱連結 (Strong Tie 與 Weak Tie) 等概念，而這些重要的社會網絡概念如何引進證券市場之相關研究；亦或是本文所建構之社會資本如何影響企業的融資成本，皆是一個頗值得探討的課題。例如：機構投資人與一般投資大眾是否因所處社會網絡地位之差異，對於社會資本之累積會有不同影響；社會資本對資訊揭露與資金成本間關係之影響為何？

臺灣大學學術期刊資料庫

分析師預測屬性差異 (例如，投信與非投信的分析師預測；早於或晚於公司預測之分析師預測)，以及不同的機構投資人在選股策略上可能會受到特定法規或基金投資選股標的限制的影響，其所導致的結構鑲嵌與關係鑲嵌特性是否有所不同？而這些社會網絡的特性差異，是否會進一步對證券市場社會資本累積產生影響都是值得進一步探究的。無論如何，本文雖屬這個領域之開端，但期盼後續有更多的學者加入，讓證券市場之社會資本理論能有更完整與更嚴謹的研究與發展。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

吳宗昇，2004，資訊—知識與市場結構：台灣股市的社會學分析，東海大學社會學研究所未出版之博士論文。(Wu, Chung-Shen. 2004. ***Information-knowledge and the structure of markets: The sociological analysis of Taiwan stock market***. Unpublished doctoral dissertation, Department of Sociology, Tunghai University.)

_____，2006，「何謂市場？對 Knorr Cetina 理論的評介」，政治與社會哲學評論，16 期：頁 207-249。(Wu, Chung-Shen. 2006. What are markets? An introduction to Cetina's theory and its critics. ***A Journal for Philosophical Study of Public Affairs***, 16: 207-249.)

吳宗昇、高承恕，2003，「股票市場中的資訊—知識與社會限制：散戶的世界」，2003 年台灣社會學年會，台北。(Wu, Chung-Shen, & Kao, Cheng-Shu. 2003. ***Information-knowledge ring in the stock market and social limitation: In the world of retail investors***. Paper presented at the annual meeting of Taiwan sociology association, Taipei.)

林志遠，2002，國家與股市的建構—以台灣與大陸為例，東海大學社會學研究所未出版之碩士論文。(Lin, Chih-Yuan. 2002. ***A structure of country and stock market: An example of Taiwan and China***. Unpublished master's thesis, Department of Sociology, Tunghai University.)

陳育成、黃瓊瑤，2001，「台灣資本市場盈餘預測與盈餘管理關連性之研究」，證券市場發展季刊，13 卷 2 期：頁 97-121。(Chen, Yu-Cheng, & Huang, Chiung-Yao. 2001. An empirical study of the relationship between earnings forecast and earnings management in Taiwan. ***Review of Securities and Futures Markets***, 13 (2): 97-121.)

陳瑞斌、劉立倫、翁慈青，2006，「公司治理與分析師預測誤差／離散性關係之研究」，台灣金融財務季刊，7 卷 3 期：頁 53-93。(Chen, Jui-Pin, Liu, Li-Lun, & Weng, Tzu-Ching. 2006. A study of association between corporate governance and analysts' forecast error and dispersion. ***Taiwan Banking & Finance Quarterly***, 7 (3): 53-93.)

程心瑤、蔡宜芬，2006，「分析師預測與管理當局預測對於企業評價之相對有用性：發佈時機與先後順序」，會計評論，42 期：頁 81-107 。(Cheng, Hsin-Yao, & Tsai, Yi-Fen. 2006. The relative usefulness of analyst forecasts and management forecasts in business valuation: Timing and sequence of forecasts. ***International Journal of Accounting Studies***, 42: 81-107.)

廖婉鈞、林月雲、虞邦祥，2009，「知覺組織利害關係人重要程度與組織績效之關

臺灣大學學術期刊資料庫

係：企業責任作為之中介效果」，管理學報，26 卷 2 期：頁 213-232。(Liao, Wan-Chun, Lin, Yeh-Yun, & Yu, Pang-Hsiang. 2009. Perceived stakeholder importance on organizational performance: Mediation effect of corporate responsibility practice. ***Journal of Management***, 26 (2): 213-232.)

劉玉珍、李怡宗、黃寶慧，2004，「市場管理制度創新與行為財務學：資訊揭露制度設計的政策意涵」，證券暨期貨月刊，22 卷 4 期：頁 4-14。(Liu, Yu-Jane, Lee, Yi-Tsung, & Huang, Pao-Hui. 2004. New securities regulation and behavioral finance: A policy implication on information disclosure. ***Securities and Futures Monthly***, 22 (4): 4-14.)

數位時代，2006，「像股市四大天王說拜拜，迎接法人時代—你不能不知道的股市新趨勢」，http://www.bnext.com.tw/special_mag/20020215/20020215537.html/，搜尋日期：2008 年 9 月 23 日。(Business Next. 2006. ***Say goodbye to the Big Four in the stock market and greet with time of institutional investor: A trend that you have no alternative but to know***. http://www.bnext.com.tw/specialmag/20020215/20020215537.html/. Accessed Sep. 23, 2008.)

蔡佳君、賴靜惠、陳育成，2005，「分析師盈餘預測誤差與盈餘宣告時點對盈餘管理之影響」，文大商管學報，10 卷 2 期：85-105。(Tsai, Chia-Chun, Lai, Ching-Hui, & Chen, Yu-Cheng. 2005. The effect of analyst earnings forecast errors and earnings announcement timing on earnings management. ***Business Review***, 10 (2): 85-105.)

賴春田，2003，「專論：公司治理時代企業資訊揭露的新趨勢」，收錄於資誠通訊月刊，154 期，資誠會計師事務所 (編)，頁 12-13，台北：資誠會計師事務所。(Lai, Chun-Tien. 2003. Special issue: A new trend of company information disclosure in the time of corporate governance. In PricewaterhouseCoopers CPA firm (Ed.), ***Events and trends***, 154: 12-13. Taipei, TW: PricewaterhouseCoopers.)

鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文，2002，財金計量，台北市：雙葉書廊。(Chung, Hui-Min, Wu, Sou-Shan, Chou, Pin-Huang, & Fan, Huai-Wen. 2002. ***Introduction to financial econometrics***. Taipei, TW: Yeh Yeh Book Gallery.)

Adler, P. S., & Kwon, S. W. 2002. Social capital: Prospects for a new concept. ***The Academy of Management Review***, 27 (1): 17-40.

Alford, A. W., & Berger, P. G. 1999. A simultaneous equations analysis of forecast accuracy, analyst following, and trading volume. ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***, 14 (3): 219-46.

臺灣大學學術期刊資料庫

Ansley, C. F., Kohn, R. J., & Shively, T. S. 1992. Computing p-values of the generalized Durbin-Watson and other invariant test statistics. ***Journal of Econometrics***, 54 (1/3): 277-300.

Baginski, S. P., & Hassell, J. M. 1990. The market interpretation of management earnings forecasts as a predictor of subsequent financial analyst forecast revision. ***The Accounting Review***, 65 (1): 175-190.

Beavor, W. H. 2002. Perspectives on recent capital market research. ***The Accounting Review***, 77 (2): 453-474.

Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. ***The Accounting Review***, 72 (3): 323-349.

Brennan, M. J., & Hughes, P. J. 1991. Stock prices and the supply of information. ***Journal of Finance***, 46 (5): 1665-1691.

Burt, R. S. 1992. ***Structural holes***. Cambridge, MA: Harvard University Press.

_____ . 1997. The contingent value of social capital. ***Administrative Science Quarterly***, 42: 339-365.

Burt, R. S., Gabbay, S. M., Holt, G., & Moran, P. 1994. Contingent organization as a network theory: The culture-performance contingency function. ***Acta Sociologica***, 37 (4): 345-370.

Burt, R. S., & Knez, M. 1995. Kinds of third-party effects on trust. ***Rationality & Society***, 7: 255-293.

Bushee, B. J., & Leuz, C. 2005. Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from the OTC bulletin board. ***Journal of Accounting and Economics***, 39 (2): 233-264.

Cetina, K. K. 2005. How are global markets global? The architecture of a flow world. In K. K. Cetina, & A. Preda (Eds.), ***The sociology of financial market***: 38-61. Oxford, NY: Oxford University Press.

Cetina, K. K., & Bruegger, U. 2000. The market as object of attachment: Exploring the postsocial relations in financial markets. ***Canadian Journal of Sociology***, 25 (2): 141-168.

_____ . 2002a. Global microstructure: The virtual societies of financial markets. ***American Journal of Sociology***, 107 (4): 905-950.

_____ . 2002b. Inhabiting technology: The global life form of financial markets. ***Current Sociology***, 50 (3): 389-405.

_____ . 2002c. Traders engagement with markets: A postsocial relationships. ***Theory,***

臺灣大學學術期刊資料庫

Culture & Society, 19 (5/6): 161-185.

_____ . 2003. ***The information architecture of financial market***. Paper presented at the conference of University of Constance, Germany.

Chang, J. J., Khanna, T., & Palepu, K. G. 2000. ***Analyst activity around the world***. Working Paper, University of Pennsylvania.

Clarkson, P., Guedes, J., & Thompson, R. 1996. On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 31 (1): 69-84.

Clement, M., Frankel, R., & Miller, J. 2003. Confirming management earnings forecasts, earnings uncertainty, and stock returns. ***Journal of Accounting Research***, 41 (4): 653-679.

Coleman, J. S. 1988. Social capital in the creation of human capital. ***American Journal of Sociology***, 94 (Supplement): 95-120.

Coleman, J. S., Katz, E., & Menzel, H. 1966. ***Medical innovation: A diffusion study***. Indianapolis, IN: Bobbs-Merrill.

Cooper, R. A., Day, T. E., & Lewis, C. M. 2001. Following the leader: A study of individual analysts' earnings forecasts. ***Journal of Financial Economics***, 61 (3): 383-416.

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. ***Journal of Finance***, 46 (4): 1325-1359.

Dwyer, F. R., Schurr, P. H., & Oh, S. 1987. Developing buyer-seller relationships. ***Journal of Marketing***, 51 (2): 11-27.

Easley, D., & O'hara, M. 2004. Information and the cost of capital. ***The Journal of Finance***, 59 (4): 1553-1583.

Etzioni, A. 1988. ***The moral dimension***. New York, NY: Free Press.

Francis, J., Hanna, J. D., & Philbrick, D. R. 1998. Management communications with securities analysts. ***Journal of Accounting and Economics***, 24 (3): 363-394.

Garbarino, E., & Johnson, M. S. 1999. The different roles of satisfaction, trust, and commitment in customer relationships. ***Journal of Marketing***, 63 (2): 70-87.

Granovetter, M. 1985. Economic action and social structure: The problem of embeddedness. ***American Journal of Sociology***, 91: 481-510.

_____ . 1992. The sociological and economic approaches to labor market analysis: A social structure view. In M. Granovetter, & R. Swedberg (Eds.), ***The sociology of economic life***: 233-263. Boulder, CO: Westview Press.

Graves, S. B., & Waddock, S. A. 1994. Institutional owners and social performance.

臺灣大學學術期刊資料庫

Academy of Management Journal, 37 (4): 1034-1046.

Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., & Macelli, V. D. 2008. Trusting the stock market. ***Journal of Finance***, 63 (6): 2557-2600.

Gulati, R. 1998. Alliances and networks. ***Strategic Management Journal***, 19 (4): 293-317.

Hassell, J. M., Jennings, R. H., & Lasser, D. J. 1988. Management earnings forecasts: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts. ***The Journal of Financial Research***, 11 (4): 303-319.

Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. ***Econometrica***, 46 (6): 1251-1271.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. ***Journal of Accounting & Economics***, 31 (1/3): 405-440.

Hirst, D. E., Jackson, K. E., & Koonce, L. 2003. Improving financial reports by revealing the accuracy of prior estimates. ***Contemporary Accounting Research***, 20 (1): 165-193.

Hope, O. K. 2003. ***Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration***. Working Paper, University of Toronto.

Johnson, R. A., & Greening, D. W. 1999. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. ***Academy of Management Journal***, 42 (5): 564-576.

King, R., Pownall, G., & Waymire, G. 1990. Expectations adjustments via timely management forecasts: Review, synthesis, and suggestions for future research. ***Journal of Accounting Literature***, 9: 113-144.

Koka, B., & Prescott, J. E. 2002. Strategic alliance as social capital: A multinational view. ***Strategic Management Journal***, 23: 795-816.

Kramer, R. M., & Tyler, T. R. 1996. ***Trust in organizations: Frontiers of theory and research***. Thousand Oaks, CA: Sage.

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.

_____ . 2004. Concentrated control, analyst following and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? ***Journal of Accounting Research***, 42 (3): 589-623.

Lang, M., & Lundholm, R. 1993. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. ***Journal of Accounting Research***, 31 (2): 246-271.

臺灣大學學術期刊資料庫

Lang, M. H., & Lundholm, R. J. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. ***The Accounting Review***, 71 (4): 467-492.

Laumann, E. O., Galaskiewica, J., & Marsden, P. V. 1978. Community structure as inter-organizational linkages. ***Annual Review of Sociology***, 4: 455-484.

Lee, M. D. P. 2008. A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. ***International Journal of Management Reviews***, 10 (1): 53-73.

Lee, J. Z., & Chou, J. D. 2002. The relationship between management reputation and the informativeness of voluntary earnings forecast. ***The International Journal of Accounting Studies***, 34: 77-99.

Luhmann, N. 1979. ***Trust and power***. New York, NY: Wiley.

Lundholm, R. J. 1999. Reporting on the past: A new approach to improving accounting today. ***Accounting Horizons***, 13 (4): 315-322.

Mackenzie, C., & Lewis, A. 1999. Morals and markets: The case of ethical investing. ***Business Ethics Quarterly***, 9 (3): 439-452.

Marcus, B., & Wallace, S. 1991. ***Competing in the new capital markets: Investor relations strategies for the 1990s***. New York, NY: Harper Business.

Martin, R., & Nisar, T. M. 2007. Activist investment: Institutional investor monitoring of portfolio companies. ***Management Decision***, 45 (5): 827-840.

Mayer, C. 2008. Trust in financial markets. ***European Financial Management***, 14 (4): 617-632.

Nahapiet, J., & Ghoshal, S. 1998. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. ***Academy of Management Review***, 23 (2): 242-266.

Ring, P. S., & Van deVen, A. H. 1992. Structuring cooperative relationships between organizations. ***Strategic Management Journal***, 13 (7): 483-498.

Robinson, L. J., Schmid, A. A., & Siles, M. E. 2002. Is social capital really capital? ***Review of Social Economy***, 60 (1): 1-21.

Rotter, J. B. 1980. Interpersonal trust, trustworthiness, and gullibility. ***American Psychologist***, 35 (1): 1-7.

Ryan, L.V., & Buchholtz, A. K. 2001. Trust, risk, and shareholder decision making: An investor perspective on corporate governance. ***Business Ethics Quarterly***, 11 (1): 177-193.

Simmel, G. 1978. ***The philosophy of money***. London, UK: Routledge.

Singhvi, S. S., & Desai, H. B. 1971. An empirical analysis of the quality of corporate

臺灣大學學術期刊資料庫

financial disclosure. ***The Accounting Review***, 46 (1):129-138.

Uzzi, B. 1997. Social structure and competition in interfirm networks: The paradox of embeddedness. ***Administrative Science Quarterly***, 42 (1): 35-67.

Van der Laan, G., Van Ees, H., & Van Witteloostuijn, A. 2008. Corporate social and financial performance: An extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures. ***Journal of Business Ethics***, 79 (3): 299-310.

Williams, P. A. 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. ***The Accounting Review***, 71 (1): 103-115.

Wu, W. P. 2008. Dimensions of social capital and firm competitiveness improvement: The mediating role of information sharing. ***Journal of Management Studies***, 45 (1): 122-146.

Zhang, G. 2001. Private information production, public disclosure, and the cost of capital: Theory and implications. ***Contemporary Accounting Research***, 18 (2): 363-384.

Zucker, L. G. 1986. Production of trust: Institutional sources of economic structure: 1840-1920. ***Research in Organizational Behavior***, 8: 53-111.

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、 附錄

附錄一：

歷年上市公司本國自然人股東投資金額分析

投資金額 年度	1 | 9,999	10,001 | 50,000	50,001 | 100,000	100,001 | 150,000	150,001 | 200,000	200,001 | 300,000	300,001 | 500,000	500,001 | 1,000,000	1,000,001 | 2,000,000	2,000,01 | 4,000,000	4,000,001 | 6,000,000	6,000,001 | 8,000,000	8,000,001 | 10,000,000	1,000,0001 以上	合計
90 年	8,472,669	10,301,220	2,329,445	957,137	442,785	422,698	312,825	217,348	94,410	38,728	12,130	5,673	3,504	14,482	23,625,054
91 年	8,972,288	9,955,987	2,347,009	916,704	466,664	427,301	326,389	227,434	98,066	41,669	12,784	6,199	3,803	14,963	23,817,260
92 年	10,307,335	10,586,663	2,661,748	1,015,762	553,955	499,579	382,771	263,934	110,951	45,156	21,123	6,187	3,606	13,177	26,471,947
93 年	10,697,181	10,483,414	2,734,993	951,398	600,896	503,925	398,769	276,018	115,593	48,065	14,860	6,585	4,091	13,672	26,849,460
94 年	10,751,228	10,055,266	2,741,341	1,071,712	591,313	553,097	424,058	298,876	128,105	52,728	15,557	6,849	4,213	14,308	26,708,651
95 年	10,832,919	9,563,468	2,596,239	1,058,441	548,792	545,675	420,019	295,816	129,140	53,628	15,794	7,006	4,153	14,647	26,085,737

資料來源：台灣證券交易所，證券統計資料年報

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄二：

歷年上市公司資本來源統計表　　單位 %

年	機構投資人	自然人投資人	庫藏股票	合計
90 年底	46.90	52.63	0.47	100
91 年底	48.05	51.22	0.73	100
92 年底	47.65	50.87	1.48	100
93 年底	50.50	48.38	1.12	100
94 年底	52.67	46.58	0.76	100
95 年底	55.75	43.38	0.87	100

投資人類別交易比重統計表　　單位 %

年	本國自然人		僑外自然人		自然人合計	本國法人		僑外法人		法人合計
	買進	賣出	買進	賣出		買進	賣出	買進	賣出	
90 年	42.02	42.39	0.00	0.01	84.42	4.72	4.97	3.26	2.63	15.58
91 年	41.20	41.10	0.52	0.45	83.27	4.95	5.10	3.34	3.34	16.73
92 年	38.62	39.22	0.74	0.50	79.08	5.39	6.12	5.25	4.16	20.92
93 年	37.82	38.12	0.92	0.71	77.57	5.63	5.93	5.62	5.25	22.43
94 年	34.02	34.82	1.36	1.05	71.25	6.10	7.19	8.52	6.94	28.75
95 年	34.87	35.69	1.21	1.04	72.81	5.36	5.68	8.57	7.58	27.19

資料來源：台灣證券交易所，證券統計資料年報 (本研究整理)

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄三：

機構投資人持股比重統計表 **單位 %**

年	本國機構投資	外資機構投資	自然人投資	庫藏股票	合計
90 年底	38.75	8.15	52.63	0.47	100
91 年底	37.24	10.81	51.22	0.73	100
92 年底	37.13	10.52	50.87	1.48	100
93 年底	35.09	15.41	48.38	1.12	100
94 年底	35.31	17.36	46.58	0.76	100
95 年底	33.56	22.19	43.38	0.87	100

資料來源：台灣證券交易所，證券統計資料年報（本研究整理）

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

方世榮

國立臺灣大學商學博士，目前為修平技術學院行銷與流通管理學系教授，主要研究領域為行銷管理、服務業行銷、策略行銷、關係行銷。學術論文刊登於 Service Industries Journal、Industrial Marketing Management、Technological Forecasting & Social Change、Advances in Management、International Journal of E-Business Research、臺大管理論叢、亞太管理評論、管理學報、管理評論、管理與系統、中山管理評論、交大管理學報、服務業管理期刊、中原企管評論、行銷評論、科技管理學刊、朝陽商管評論、東海管理評論、輔仁管理評論、台灣管理學刊、管理研究學報等期刊。

黃瓊瑤

國立中興大學管理學博士，目前為亞洲大學會計與資訊學系助理教授，主要研究領域為資本市場、公司治理、企業社會責任。學術論文刊登於 International Journal of Management and Enterprise Development、Journal of Management Practices and Principles、The Journal of Global Business Management、證券市場發展季刊、交大管理學報、管理與系統、中原企管評論等期刊。

陳育成

國立政治大學會計博士，目前為國立中興大學財務金融學系教授，主要研究領域為資本市場、管理決策會計。學術論文刊登於 Asia Pacific Management Review, International Journal of Management & Development, Banks and Bank Systems, International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation、The International Journal of Business Performance Management、Journal of Accounting, Finance & Management Strategy、臺大管理論叢、會計評論、證券市場發展季刊、管理評論、管理學報、中山管理評論、管理與系統、台灣管理學刊、中原企管評論、輔仁管理評論、會計與公司治理等期刊。

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫