

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

碩 士 論 文

獨立董事制度與公司價值之關聯性研究

The Relationship between Independent Directors System and Firm
Value



研 究 生：徐玉惠

指導教授：鍾惠民 博士

中 華 民 國 九 十 七 年 十 月

獨立董事制度與公司價值之關聯性研究

The Relationship between Independent Directors System and
Firm Value

研 究 生：徐玉惠

Student：Yu-Hui Hsu

指導教授：鍾惠民

Advisor：Hui-Min Chung

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

碩 士 論 文

A Thesis

Submitted to College of Management

National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

in

Finance

October 2008

Hsinchu， Taiwan， Republic of China

中 華 民 國 九 十 七 年 十 月

獨立董事制度與公司價值之關聯性研究

學生：徐玉惠

指導教授：鍾惠民

管理學院財務金融學程碩士班

中文摘要

研究結果發現不良的公司治理機制為亞洲金融風暴發生的原因之一。在亞洲金融風暴後，國際貨幣基金會於金援韓國後，要求公開發行公司的董事席次中需設置至少25%以上的外部董事。在新興市場的國家中，例如韓國的實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者之間明顯呈現正相關性。然而，在美國的實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者間並沒有顯著的相關性。

董事會是公司治理架構的核心要素之一，本研究係以公司治理角度，探討台灣上市公司獨立董事機制和公司價值的關係，並考量家族持股、外部機構投資人及銀行持股控制型態，是否會影響兩者之關係，藉以瞭解獨立董事制度之設置是否攸關公司價值。本研究五個假說的實證結果如下：

假說一、獨立董、監事席次比例與公司價值呈現正相關。

假說二、在電子資訊業，董事會規模對公司價值是呈現正相關；在非電子資訊業下，董事會規模對公司價值之影響並不明顯。

假說三、在電子資訊業，家族持股比率對公司價值之影響並不明顯；在非電子資訊業下，家族持股比率對公司價值是呈現正相關。

假說四、外部機構投資人(分為外國機構投資人及本國機構投資人持股比率)與公司價值呈現正相關。

假說五、銀行持股比率與公司價值相關性不顯著。

關鍵字：公司治理、獨立董、監事、公司價值、董事會股權結構

The Relationship between Independent Directors System and Firm Value

Student : Yu-Hui Hsu

Advisor : Hui-Min Chung

Degree Program of Finance

College of Management

National Chiao Tung University

ABSTRACT

It is generally recognized that one of the main reasons for Asian financial crisis is poor government system. In the aftermath of the crisis, responding to the demand from the International Monetary Fund (IMF), the Korean government instituted a series of corporate form measures, requiring at least 25% of the board to be outside directors for listed firms. In emerging market, South Korea, empirical results indicate that outside directors do have significant and positive effect on firm performance. This contrast with the results from US firms that shows no relation between outside directors and firm performance.

A company's board of directors is one of the core of corporate government. Under the corporate government, this study aims to examine the relation between board independent and firm value in Taiwan, and to look into whether family-foreign institutional investors and bank ownership among many listed companies in Taiwan would influence such relationship so as to understand whether the board independence plays a role in firm value. Five primary empirical results are as follows:

Hypothesis1: The board independence has a positive relationship with firm value.

Hypothesis2: In electronics industry companies, the board size has a positive relationship with firm value. However, in non-electronics industry companies, the board size has an insignificant relationship with firm value.

Hypothesis3: In electronics industry companies, the family ownership has an insignificant relationship with firm value. However, in non-electronics industry companies, the family ownership has a positive relationship with firm value.

Hypothesis4: Firm value has increase with with the proportion held by foreign institutional investors.

Hypothesis5: Firm value has no relationship with the proportion held by banks and financial institutions.

Keywords : Corporate government, independent directors / supervisors, firm value, board structure

誌 謝

本論文得以順利完成，首先要感謝指導教授鍾惠民博士，在論文的寫作期間之悉心指導，並給予非常多寶貴的意見，使我獲益甚多，師恩浩蕩，永銘於心。另外要感謝口試委員們，在這段期間付出的時間及寶貴的意見，使得本論文得以順利完成。

其次感謝兩年來曾經教導過我的教授們及所有助教們的辛勞；謝謝同班同學們德威、正堃、仁峰、文山、賢麟、怡仁、淑芬、珍萍、芸如、昭元、元洲及懿琪的協助與鼓勵；也要謝謝俐榕、自強、清雰、志豪等學弟妹們的支持與鼓勵。另外，要感謝公司同事們及家人們的協助與鼓勵。因為有你們的關心與加油，使我有繼續奮鬥的勇氣與信心，才能順利完成本論文。僅以此論文獻給所有關心我的家人及同學們，謝謝你們。



徐玉惠 謹誌於
管理學院財務金融學程碩士班
民國九十七年十月

目 錄

中文提要	.....	i
ABSTRACT	.....	ii
誌謝	.....	iii
目錄	.....	iv
表目錄	.....	v
圖目錄	.....	vi
第一章、緒論	.....	1
第一節 研究背景及動機	.....	1
第二節 研究目的	.....	4
第三節 研究架構	.....	5
第二章、文獻探討	.....	7
第一節 公司治理制度	.....	7
第二節 董事會結構特性與公司價值	.....	14
第三章、研究設計	.....	21
第一節 研究假說之建立	.....	21
第二節 研究模型與變數定義	.....	24
第三節 樣本選取與資料來源	.....	27
第四章、實證結果與分析	.....	28
第一節 敘述統計	.....	28
第二節 實證結果分析	.....	39
第五章、結論與建議	.....	52
第一節 結論	.....	52
第二節 建議	.....	54
參考文獻	.....	56

表 目 錄

表 2-1	我國推動獨立董、監事的發展現況·····	10
表 4-1	變數基本統計量-全部樣本·····	30~31
表 4-2	變數基本統計量-電子資訊業·····	32~33
表 4-3	變數基本統計量-非電子資訊業·····	34~35
表 4-4	Pearson 相關係數矩陣-全部樣本·····	36
表 4-5	Pearson 相關係數矩陣--電子資訊業·····	37
表 4-6	Pearson 相關係數矩陣--非電子資訊業·····	38
表 4-7	以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值 影響之估計結果-全部樣本·····	43~45
表 4-8	以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值 影響之估計結果-電子資訊·····	46~48
表 4-9	以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值 影響之估計結果-非電子資訊業·····	49~51



圖 目 錄

圖 1.1	研究流程圖.....	6
-------	------------	---



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

公司治理為近年來相當熱門的課題，該名詞係由英文之 Corporate Governance 翻譯而來，並已成為近年來國內企業界、學術界及政府單位共同積極探討之主題，另 2006 年 1 月台灣亦為公司治理議題而修訂證券交易法。公司治理之觀念在全世界之所以快速發展，主要在於最近幾年來，世界各國陸續爆發的企業經營管理危機，為尋得有效的解決之道，各主要國際組織(如 OECD、World Bank、APEC、IOSCO 等)無不大力倡導公司治理之重要性，譬如自 1997 年亞洲發生金融風暴以來，突顯亞洲企業之諸多問題，包括家族企業之特性、經營者與所有者之衝突及資訊揭露不足等問題，自 1999 年起 OECD 及 APEC 陸續在漢城、香港、台北、新加坡、海南島、孟買、吉隆坡及越南等地舉行亞洲公司治理圓桌會議及小組會議，希望將亞洲各國之公司治理實務及所面臨之問題，透過該項會議取得共識及可遵循之原則。而 2001 年底美國發生恩龍案(Enron)後，在 2002 年又陸續爆發世界通訊(WorldCom)等企業之會計交易醜聞，亦迫使美國加速改革公司治理之決心，另台灣於 2004 年亦陸續發生博達、訊碟及皇統等事件。世界各國政府的高度重視，亦使得改革公司治理的重要性逐漸提高，同時認為公司治理制度健全與否，是健全與維持一個成功金融市場的關鍵要素。

一般而言，公司治理存在主要是降低代理成本與防範代理問題的發生。Dennis and McConnell(2003) 將公司治理定義為確保公司控制股東追求資金提供者最大報酬的機制；Shleifer and Vishny(1997) 將公司治理機制思考的方向解釋為，如何確保資金提供者的投資能夠獲得應有的報酬；而 OECD(1999) 將其定義為是一種對公司進行管理和控制的體系，它不僅規定了公司各個參與者的責任和權利分配，而且明確制定決策公司事務時，所應遵循的規則和程序。因此，一個好的公司治理機制應該提供適當誘因給董事會及管理當局追求公司股東最大利益，以達到公司資源有效分配。

公司治理機制主要分成內外兩部分，外部治理主要是各項法規與組織制度的建立，而內部治理核心在董事會，董事會得責任則在確保公司永續經營，並監督負責公司價值的管理階層。目前公司治理內部管理模式主要可分為兩種：英美法系(以英、美為代表)及大陸法系(以德、日為代表)。我國公司之內部監督體制係承襲日本之制度，內部治理之

核心包括董事會與監察人。

公司治理的功能可分為興利與除弊兩個構面，就興利而言，公司治理，可以增強策略管理效能，確保公司策略在正確的方向執行。在除弊方面而言，上市上櫃公司應該存在具有獨立性董事與監察人，透過透明的即時資訊，來監督管理者，確保外部股東與債權人獲得應有的報酬。

Fama(1998)、Fama and Jensen(1983)等人即指出董事會功能可解決代理問題，而董事會功能之強弱與其組織有關。一般而言，董事會通常由兩種人組成，內部董事及外部董事，內部董事係指由公司大股東或在公司擔任高階主管或其配偶及二等親等內部人出任董事。而外部董事係指不實際參與公司業務執行，與公司控制者或大股東無利害關係，並具備相關之專業知識與經驗，以監督公司營運之董事。由於內部董事任職於公司，在董事會的決策上無法表達客觀的立場，之客觀行受到質疑。因此，就公司治理制度的角度而言，外部董事的監督效率顯著優於內部董事。

世界銀行在亞洲金融風暴後，國際貨幣基金會在金援韓國後，便要求公開發行公司的董事會中必須至少設立 25% 的外部董事，其目的即在於讓董事會中能夠存在質疑或制衡控制股東的力量，以加強公司監理機制之效能。而 Rosenstein and Wyatt (1990、1997) 實證顯示，市場對公司聘任外部董事會有正面反應。這些研究發現外部董事主導的董事會，投資人對公司評價較佳。在新興市場的國家中，例如韓國學者實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者之間明顯呈現正相關性。然而，在美國的實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者間並沒有顯著的相關性。

理論上，董事會是一項有效的公司治理的機制，然而在實證上是否亦是如此，引起許多學者對董事會結構特性與公司價值間之關聯性研究。在國外，獨立董事制度已推行多年，美國在 2000 年獨立董事佔董事會席次比例即已達 69%。有趣的是，Sanjai Bhagat and Bernard Black (2002) 的實證研究顯示，美國大企業(取樣九百多家公開發現公司)董事會的獨立性與該公司短期的績效呈現負相關，且並無證據顯示董事會的獨立性愈大會導致公司價值的改善。

我國資本市場向來以散戶投資人為主，法人機構之投資比重明顯偏低，加上外部接管市場缺乏，外部治理機制不佳，使存在控制股東與少數股權之間的代理問題更加不可忽視。有鑑於此，證券暨期貨管理委員會(簡稱證期會)近年來陸續推動獨立董事、獨立監察人的制度及制定符合國內需要的公司治理法令，並要求自 2002 年起，台灣申請上市(櫃)公司，董事會成員中應包括至少獨立董事二人，並於 2006 年修訂證交法第十四條，自 2007 年 1 月 1 日起強制上市(櫃)公司設立獨立董事，要求依證券交易法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新台幣五百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。

然而，國外與我國公司治理特性迥然不同，我國大部份公司股權集中在家族手中，家族成員擔任董事或管理階層的情形相當普遍，所有權與經營權高度重疊，使董事會並無法發揮應有監督功能。因此，有關我國是否應引進獨立董事制度，甚至引進由獨立董事組成之審計委員會制度以替代監察人制度？這個議題，是近年來公司法、證交法學界最為爭議之問題之一，甚至是法學界、會計學、財務金融學、企業管理學界聚訟之所在。有認為引進獨立董事制度係與國際接軌的必要制度，但亦有認為我國係雙軌制國家，董事會以外，另有監察人職司監督權之行使，因此若要強化公司監控，也宜從監察人制度的改善著手。換言之，我國引進美國獨立董事制度，獨立董事制度是否能發揮功能，國外相關研究不一定能回答此問題。

本研究旨在探討台灣上市公司獨立董事制度與公司價值間之關係，並考量家族持股、外部機構投資人及銀行持股控制型態，是否會影響兩者之關係，藉以瞭解獨立董事制度之設置是否攸關公司價值。

第二節 研究目的

我國以往由於獨立董、監事之設置並無法律授權依據，僅自 2002 年 2 月起要求新申請上市、上櫃公司，必須承諾設置二席獨立董事及一席獨立監察人。換言之，獨立董事制度於我國上市、上櫃公司仍未普遍實行。為此，證交法修正條文已於 2006 年 1 月 11 日公布，我國之公開發行公司將納入「獨立董事」、「審計委員會」等新制（原則上自 2007 年 1 月 1 日施行，並得自現行董、監任期屆滿，始適用之；一八三、一八一之二參照）未來公開發行公司之董事會，可分為三種型態。第一種是傳統的董事會，不設獨立董事，僅設董事會及監察人；第二種是設獨立董事，且同時設有監察人；第三種型態則是有董事會及審計委員會，但無監察人。這三種型態雖然公司可自行選擇，但證交法同時又授權主管機關得視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求公司設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一，甚至得命令設置審計委員會替代監察人，使公司成為單軌制。這樣劇烈的變革，毫無疑問地，必將對我國公司法制中的公司治理議題帶來深刻的影響。

我國資本市場向來以散戶投資人為主，法人機構之投資比重明顯偏低，加上外部接管市場缺乏，外部治理機制不佳，使存在控制股東與少數股權之間的代理問題更加不可忽視。公司治理的目的主要是降低代理成本與防範代理問題的發生，由於董事會是公司治理的內部核心，本研究旨在探討台灣上市公司獨立董事制度與公司價值間之關係，並考量家族持股、外部機構投資人及銀行持股控制型態，是否會影響兩者之關係，藉以瞭解獨立董事制度之設置是否攸關公司價值。

獨立董事制度的推行是公司治理的重點之一，其成效引起各界關心，希望藉由本研究之實證結果，瞭解我國企業獨立董事機制和公司價值之間關係，並作為評估目前證期會實施獨立董事及監察人之預期成效及有關單位擬定相關法令之參考。

第三節 論文架構

本研究之論文架構列示如下，並以圖表達研究思維之流程：

第一章 緒論

說明研究動機與背景、研究目的及論文架構及研究流程。

第二章 文獻探討

主要探討我國公司治理制度、獨立董事機制和公司價值。

第三章 研究設計

本章共分為三節，第一節根據相關理論建立研究假設，第二節為研究模型及變數定義，第三節則是樣本蒐集與整理。

第四章 實證結果與分析

列示各假設之實證結果，並進行相關分析與探討。

第五章 結論與建議

根據前述探討彙總研究結論，並做出研究建議。



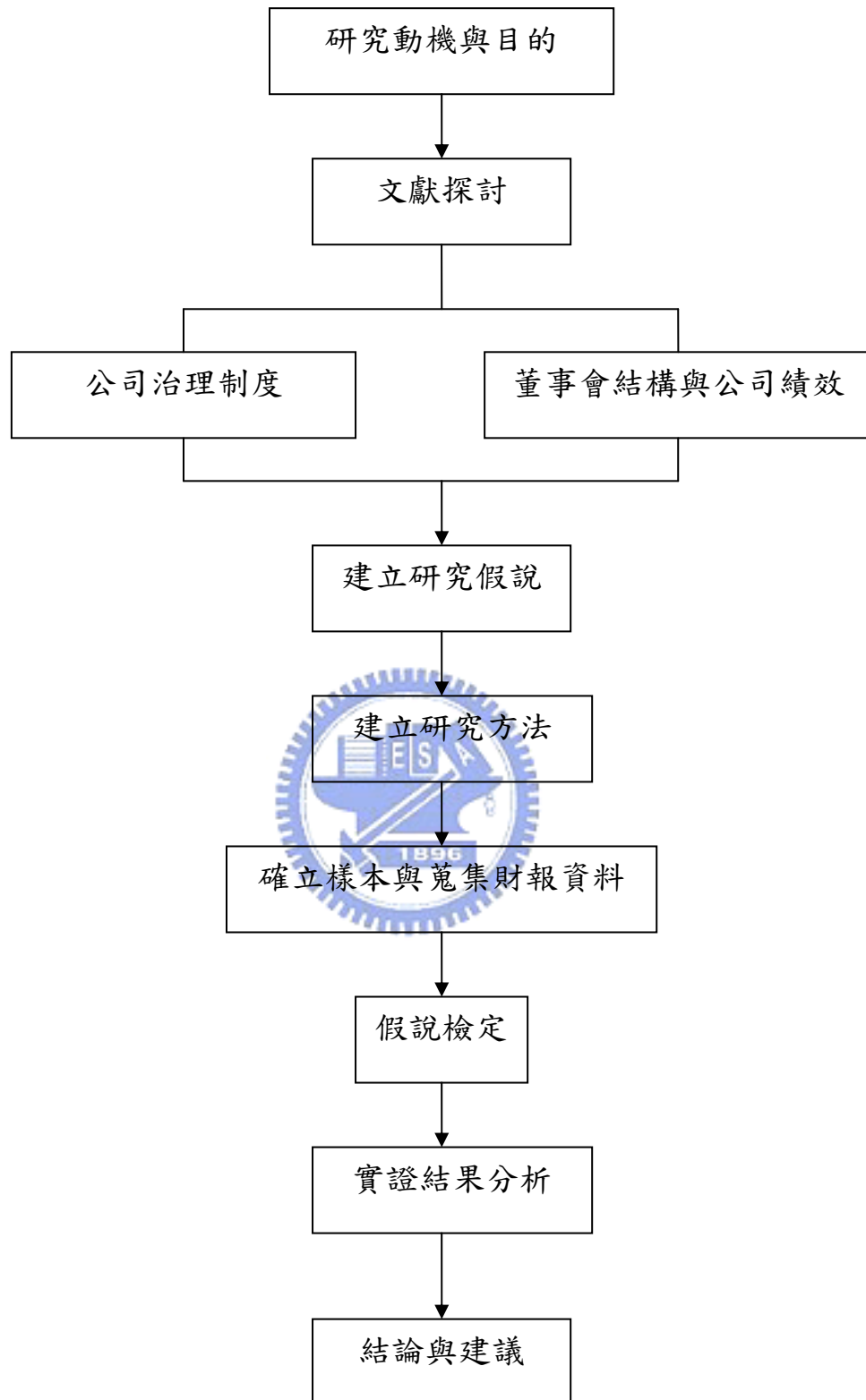


圖 1-2-1 研究流程圖

第二章 文獻探討

董事會是公司治理架構的核心要素之一，而獨立董事是健全董事會結構的重要設計之一，本研究係以公司治理角度，探討台灣上市公司獨立董事機制和公司價值的關係，本章主要就相關法令及文獻進行探討，第一節介紹公司治理制度，第二節介紹董事會結構特性與公司價值相關文獻探討。

第一節 公司治理

一、公司治理的意義與範疇

公司治理的概念，可以從各個角度去闡釋：一、以法律觀點來說，乃著重於企業「所有權」與「經營權」的分離，並透過法律的制衡管控設計，來監督企業組織的活動，以健全企業組織之運作。二、以經濟觀點來看，公司治理係將公司經濟價值發揮到最大化之制度，亦即追求股東、債權人、員工及其他利害關係人間報酬與利益之最大化。三、以財務管理觀點來看，公司治理係指資金的提供者——投資人，如何確保公司價值者能以最佳之方式運用其資金，進而賺其應得的報酬。簡言之，「公司治理」一般泛指公司的管理與監控機制，其目標在於健全公司營運、追求公司最大的利益，並不是董事會或是監察人的制度改變。

Dennus and McConnell (2003)將公司治理定義為確保公司控制股東追求資金提供者最大報酬的機制；Shleifer and Vishny (1997)認為公司治理係指如何確保資金提供者可回收其投資的制度；柯承恩(1999)則認為公司治理主要是保障公司資金提供應有權益的制度。而 OECD(1999)將其定義為是一種對公司進行管理和控制的體系，它不僅規定了公司各個參與者(例如董事會、管理當局、股東及其他利害關係人)的責任和權利分配，而且明確規定了決策公司事務時所應遵循的規則和程序。一個好的公司治理機制應該提供適當誘因給董事會及管理當局追求公司股東最大利益，以達到公司資源有效分配。

公司治理著重在解決因公司所有權與控制權分離所產生的代理問題(agency problem)，Cohen et al.(2000)指出先前在會計、財務以及管理上的研究已提出幾個有關公

司治理的不同觀點。

第一個觀點立基於代理理論(Bathala& Ras,1995；Core et al.,1999)，預先設定公司管理者的行為係為著自利動機(儘管該行為有害於股東)，在此理論範圍內，公司治理的概念主要集中於設計合約策略(contractual mechanism) 以控制管理者的自利行為，因此，在代理理論未來展望下，董事會成員最被渴望的屬性是他們能獨立於公司管理者之外，以專家的身分監控後者(Cohen et al.,2000)。

第二個觀點是從管理文獻出發，著重在資源的依賴性(Pfeffer &Salancik ,1978；Boyd,1990)：公司管理者被視為依賴董事會擷取稀有資訊及其他資訊，後者同時幫助他們決定公司的策略方向(Williamson,1990)，董事會專注於辨識新產品市場開發及技術並同時幫助公司管理者執行策略(Boyd,1990)，因此，他們的角色從一個監督者的職責轉變成和公司管理者共同努力來制定公司的政策和策略(在資源依賴性方面)。

第三個觀點為關係著管理者的支配權：公司策略管理者認為董事會在監督並且在代表公司監察是無效率的。事實上，資深的管理者會遴選自己的朋友及同事擔任董事會的成員，而不是選擇意志獨立的董事(inside directors)(Patton & Baker,1987)，董事會成員在公司治理程序是被動的參加者，同時依賴著公司管理者取得公司及產業資訊，在此情形之下，董事會的功能在監督公司管理者的作為及滿足法規訂定者的需求時，其功能是有限的(Core et al.,1999)。

從上述觀點來看公司治理僅牽涉到二個主要團體:公司管理者和董事會;股東並不包含在討論的範圍內(儘管公司治理的產生是為著追求股價的利益)。

二、我國公司治理發展現況

在我國推動獨立董、監事的發展現況方面彙總於表 2-1，於 2001 年 12 月即大幅修正公司法，取消限制董事、監察人必須為公司股東（公司法第 208 條），以利於推動獨立董、監事的設置及強化公司治理。而台灣證券交易所與證券櫃買中心亦修正上市（櫃）有價證券審查準則，要求自 2002 年 2 月起，凡申請上市上櫃的股票公開發行公司，要

求其必須強制設立獨立董監事，聘請二席以上的獨立董事，與一席以上的獨立監察人，否則不准上市上櫃且不溯及既往。財團法人證券暨期貨發展基金會也配合建立了獨立董事、獨立監察人之人才資料庫，提供上市上櫃公司做為遴選獨立董事、獨立監察人的參考依據。

此外，對於既有的上市上櫃公司，台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心於 2002 年 10 月 4 日 共同制定公告「上市上櫃公司治理實務守則」65 條，並於 2003 年 12 月 31 日 完成第一次修正，積極宣導上市上櫃公司自願性地加強公司治理機制。而實務守則之相關內容，主要偏重於公司內部治理機制之架構，以達成 OECD 所定之公司治理五項主要原則，針對保障股東權益、強化董事會職能、發揮監察人功能、提昇資訊透明度，以及尊重利害關係人利益等五項主要議題，期待上市上櫃公司得據此建構公司治理相關機制。其次，我國行政院於 2003 年 11 月 12 日 通過「改革公司治理專案小組」所提之「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，做為我國推動公司治理之依據，並揭示強化公司治理之政策方向。

證交法修正條文已於 2006 年 1 月 11 日公布，我國之公開發行公司將納入「獨立董事」、「審計委員會」等新制（原則上自 2007 年 1 月 1 日施行，並得自現行董、監任期屆滿，始適用之；一八三、一八一之二參照）。證交法修正增訂第十四條之二明定：「已依本法發行股票之公司得依章程規定設置獨立董事」因此，原則上，公開發行公司可自行決定設置獨立董事與否，也可自行決定設置人數。但如欲設置，則應以章程規定為依據，且僅獨立董事一種，並無獨立監察人之制。如此做法，當係立法者，考量我國目前企業環境仍不適宜強制獨立董事之設立。

未來公開發行公司之董事會，可分為三種型態。第一種是傳統的董事會，不設獨立董事，僅設董事會及監察人；第二種是設獨立董事，且同時設有監察人；第三種型態則是有董事會及審計委員會，但無監察人。這三種型態雖然公司可自行選擇，但證交法同時又授權主管機關得視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求公司設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一，甚至得命令設置審計委員會替代監察人，使公司成為單軌制。這樣劇烈的變革，毫無疑問地，必將對我國公司法制中的公司治理議題帶來深刻的影響。

表 2-1 我國推動獨立董監事的發展現況

修改年月	法令修改內容
2001 年 12 月	公司法修訂，取消限制董事、監察人必須為公司股東（公司法第 208 條）。
2002 年 2 月	台灣證券交易所與證券櫃買中心亦修正上市（櫃）有價證券審查準則，要求自 2002 年 2 月後初次申請上市櫃公司，至少設置獨立董事兩人及獨立監察人一人。此外，對於既有的上市上櫃公司，台灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心亦於 2002 年制定『上市上櫃公司治理實務守則』65 條，積極宣導上市上櫃公司自願性地加強公司治理機制。
2003 年 11 月	行政院於 2003 年 11 月 12 日通過「改革公司治理專案小組」所提之「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，做為我國推動公司治理之依據，並揭示強化公司治理之政策方向。
2006 年 1 月	修訂證交法第十四條，公開發行公司將納入「獨立董事」、「審計委員會」等新制（原則上自 2007 年 1 月 1 日施行，並得自現行董、監任期屆滿，始適用之；一八三、一八一之二參照）。

資料來源:本研究整理

何謂外部董事? Fama(1980)、Connors(1989)及 Baysinger and Hoskisson(1990)等學者的看法，「外部董事」是指不在公司擔任職位，具有專業能力且地位超然獨立，決策時可較客觀地衡量企業全面性的發展，並可發揮監督的功能。

但獨立董事概念與外部董事稍有不同，依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」，獨立董事應具備之資格及獨立董事獨立性之認定標準如下：

(一)、獨立董事應具備之資格

1. 積極資格

依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第二條第一項第一至三款規定，公開發行公司之獨立董事，應取得下列專業資格條件之一，並具備五年以上工作經驗：

- (1). 商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。
- (2). 法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。
- (3). 具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。

2. 消極資格

依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第二條第二項第一至三款規定，有下列情事之一者，不得充任獨立董事，其已充任者，當然解任：

- (1). 有公司法第三十條各款情事之一。
- (2). 依公司法第二十七條規定以政府、法人或其代表人當選。
- (3). 違反「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」所定獨立董事之資格。

(二)、獨立董事獨立性之認定標準

考量獨立董事之獨立性應不僅止於獨立董事選任完成，故參考美國紐約證交所之規定，要求公司獨立董事於選任前及任職期間皆須符合獨立性之要求，爰於「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」中，規範公開發行公司之獨立董事本人與親屬應於選任前二年及任職期間與該公司並無下列關係，包括：

1. 本人與公司之關係

- (1). 公司或其關係企業之受僱人。
- (2). 公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其母公司、公司直接及間接持有表決權之股份超過百分之五十之子公司之獨立董事者，不在此限。

2.親屬與公司之關係

- (1).本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。
- (2).前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或五親等以內直系血親親屬。

3.法人股東

直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。

4.特定公司或機構之關係人

與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事（理事）、監察人（監事）、經理人或持股百分之五以上股東。

5.提供公司或關係企業服務之專業人士

為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事（理事）、監察人（監事）、經理人及其配偶。

6. 曾任下列職務而現已解任者不受限制

依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第三條第二項規定，公開發行公司之獨立董事曾任下列職務而現已解任者，不再適用於選任前二年與該公司無下列關係之規定：

- (1).公司或其關係企業之董事、監察人。
- (2).與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事（理事）、監察人（監事）、經理人或持股百分之五以上股東。
- (3).或其關係企業或與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之獨立董事。

7. 前述之特定公司或機構，係指與公司具有下列情形之一者：

- (1).持有公司已發行股份總額百分二十以上，未超過百分之五十。
- (2).他公司及其董事、監察人及持有股份超過股份總額百分之十之股東總計持有該公司已發行股份總額百分之三十以上，且雙方曾有財務或業務上之往來紀

錄。前述人員持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者在內。

- (3). 公司之營業收入來自他公司及其聯屬公司達百分之三十以上。
- (4). 公司之主要產品原料（指占總進貨金額百分之三十以上者，且為製造產品所不可缺少關鍵性原料）或主要商品（指占總營業收入百分之三十以上者），其數量或總進貨金額來自他公司及其聯屬公司達百分之五十以上。
- (5). 以上所稱母公司及聯屬公司，應依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之財務會計準則公報第五號及第七號之規定認定。

然而，我國證交法其他強化董、監結構之措施有下列三項：

(一)、公開發行公司董事人數不得少於五席

為強化公開發行公司董事會之結構，2006 年證交法增訂第二十六條之三第一項明定：「已依本法發行股票之公司董事會，設置董事不得少於五人」。按這樣的規範，應亦為配合引進前述獨立董事制度而設計，故不同於公司法要求董事不得少於三人(公司法一九二 I) 之規定。



(二)、排除法人股東得同時指派代表人擔任董、監職務

長久以來，我國公司法第二十七條第二項允許同一法人股東得同時指派代表人擔任董、監職務，導致該監察人職權不易有效發揮的問題。有鑑於此，證交法第二十六條之三第二項規定：「政府或法人為公開發行公司之股東時，除經主管機關核准者外，不得由其代表人同時當選或擔任公司之董事及監察人，不適用公司法第二十七條第二項規定。」以強化監察人之獨立性。

(三)、公開發行公司家族企業色彩的淡化

由於我國家族企業頗多，在考量公司董事或監察人如均由同一家族擔任，董事會執行決策或監察人行使監察權時，恐有弊端發生。再加上，一般而言，公開發行公司其股權已相當分散，具有公眾公司之性質，已非一般閉鎖性公司可比，因此，第二十六條之三第三、四項明定：「公司除經主管機關核准者外，董事間應有超過半數之席次，不得具有下列關係之一：一、配偶。二、二親等以內之親屬(第三項)。

公司除經主管機關核准者外，監察人間或監察人與董事間，應至少一席以上，不得具有前項各款關係之一(第四項)。」

第二節 董事會結構特性與公司價值

董事會除傳統監督角色外，亦扮演著緩和各方利害關係人利益衝突的機制，並協助管理者因應複雜不確定性的外部環境、擬定公司的重大策略，以提高公司價值。Hillman(2001)認為董事同時扮演監督、提供資源與策略三種角色。而 Fama(1980)、Fama and Jensen (1983)等人更指出董事會有降低代理問題的功能。關於董事會結構特性與公司價值的關係，本研究擬分為董事會組成、董事會規模、董事會股權結構等方面來探討。

一、董事會組成

董事會是公司治理架構的核心要素之一，而獨立董事是健全董事會結構的重要設計之一。在企業的營運中，董事會擁有決策的大權，並被付予監督管理階層兼具保護股東利益之信託管理者的角色，根據麥肯錫顧問公司的調查結果顯示，投資人對於公司治理良好的公司願意多付出 10%至 30%的溢價來投資。因此，任何現代公司的良好的公司治理結構核心是具有完善資訊且能夠很好發揮功能的董事會，而董事會的組成對於公司治理的影響是我們所關注的。

董事會的組成是否會影響公司的價值及經營績效，許多學者有不同的看法。Fama and Jensen (1983)強調，外部董事在執行決策控制職能的重要性，因為外部董事較內部董事具有獨立性，較能保護股東的權益防止管理當局的投機行為。Lee et al. (1992) 認為，當外部董事握有董事會控制力的表決權股份時，若管理者從事買斷 (Buyouts)決策時，較能保護股東的利益。Byrd and Hickman(1992) 也指出，在宣佈對被購併公司股票價格影響進行研究時，發現在股權收購宣佈之後，擁有高比例的獨立外部董事的公司與有較少獨立董事的公司相比較有更高的超額的報酬。此外，Brickley、Coles and Terry(1994)研究顯示，擁有高比例的獨立外部董事的公司的股票價格在公司宣佈採用毒藥丸反接管條款(Poison Pill)之後會有所上升，而有大多數內部董事的公司正好與之相反。而 Rosenstein and Wyatt (1990、1997)實證顯示，市場對公司聘任外部董事會有正面反應。

這些研究發現外部董事主導的董事會，投資人對公司評價較佳。Tricker(1984)研究認為，在董事會中引進獨立董事是可以增加董事會的客觀性和獨立性。

然而，國外學者對於獨立董事制度與公司價值之間的關係作了調查研究，得出的結論不盡相同。現有美國企業的實證研究結果如下，Rosenstein and Wyatt(1990)外部董事與公司股價有正相關；然而，其他實證研究結果如 Hermalin and Weisbach (1991)即藉由 Tobin Q 比率的實證研究，指出董事會結構與公司價值間無統計上的關聯性；Mehran(1995) , Yermack(1996) , Klein(1998) , and Dalton, Daily, Ellstrand and Johnson(1998)則發現外部董事的比例與公司價值沒有相關性；Agrawal and Knoeber (1996)甚至認為外部董事比率與公司價值 Tobin Q 比率具有負相關的關係，並且董事會最適結構並無法最大化公司價值；Sanjai Bhagat and Bernard Black(2000)對美國公開發行公司進行首次大樣本、長期間的研究以驗證董事會的獨立性（以獨立董事與內部董事的比例表示）與美國大公司的長期績效是否具有相關性。他們發現當公司遭受低利潤率時，在董事會中會增加獨立董事，但是沒有證據表明擁有更多的獨立董事的公司能夠發揮優勢增加利潤率。而在美國以外的實證研究結果亦呈現混亂與沒有共同的結論(Denis and McConnell ,2003)。

在新興市場的國家中，例如韓國學者實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者之間明顯呈現正相關性。Choi, J., S. Park, and S. Yoo (2005)在亞洲金融危機之後，韓國設立獨立董事制度條件下，選取 1999~2002 年的 459 個樣本公司來檢驗董事會獨立性與公司績效之間的相關性。而與美國公司的現有研究相比較，實證研究顯示獨立外部董事對公司的績效影響是強烈正相關的。而與公司有關係的外部非獨立董事的貢獻是不確定的。研究也發現在韓國外部董事如銀行和外國投資者扮演顯著且積極的角色。特別是外國投資者，他們通過積極地參與董事會來提高公司治理和公司績效。然而本國的機構投資者例如家族所有權對公司績效的影響則是不顯著的或負相關的。

然而，Zahra (1996)認為外部董事可能因為下列因素，使其能真正發揮監督功能有限：(1)外部董事通常持股比例較低，較無誘因去監督管理階層；(2)管理階層有權決定外部董事的聘任與酬勞，進而限制其權利；(3)大部分外部董事兼職過多，投入時間有限，而且在做決策時，須仰賴管理階層提供有關公司資訊。相反地，內部董事持股較高，且

擔任公司要職，故有動機投入心力與時間了解公司本身營運狀況，而且對跨部門溝通協調較外部董事容易勝任。Bhagat and Black (2002)建議最佳的董事會應該是由不同類型董事所組成的混合董事會，如包含內部董事、外部非獨立董事及獨立董事。混合董事會在處理代理衝突上是有效的，並且能產生較好的公司績效，故一個理想董事會需要包含這三種類型董事。

綜合上面的文獻，我們可以發現外部董事會比例與公司價值之間的關係亦未有一致性之結論。

二、董事會規模

董事會規模，主要是衡量董監事的平均人數而言。為強化公開發行公司董事會之結構，2006 年證券交易法增訂第二十六條之三第一項明定：「已依本法發行股票之公司董事會，設置董事不得少於五人」。按這樣的規範，應亦為配合獨立董事制度而設計，故不同於公司法第一百九十二條之規定：「公司董事會，設置董事不得少於三人，由股東會就有行為能力之人選任之」。目前對於董事會最適的人數為何，能將董事會功能發揮到最佳狀態，至今仍無定論，可能視產業、公司性質、規模大小等方面不同而有所異。

Jensen (1983)認為，董事會規模過大時，組織內部易生派系，不易整合不同意見，反而使決策效率變差；另一方面，從組織學之角度而言，公司之生產力隨著工作團隊規模增加而遞減。Yermack (1996)及 Eisenberg et al.(1998)發現董事會規模與公司價值呈現負相關，其實證結果亦支持上述的看法。然而，Bacon (1973) 及 Zahra and Pearce (1989)則認為，較多的董事會人數，可容納不同專業領域的學者專家，彼此集思廣益，做出高品質之決策。

在國內的研究方面，王鼎立(2002)認為當董事會規模增加時，公司盈餘傳遞效果隨之增加，惟規模大於十三人時盈餘效果則呈現負相關。陳迪(2003)的研究結果為董事會規模愈大則公司價值愈差。吳昆皇(1995)的研究結果顯示，董事會規模與公司價值間並無顯著相關。而林淑芬(2005)的研究結果為董事會規模與公司價值呈現正相關。

三、董事會股權結構

股權結構與公司價值關係會隨著不同國家、不同型態股權結構而不同。一般而言，在非美體系國家，股權集中度較高，而且經營者股權對公司價值有顯著影響，由於這些國家缺乏外部控制市場，因此，銀行亦扮演重要監督角色。此外，世界大部分上市公司皆存在控制股東，而且以家族為主要型態，尤其是以非美體系國家更為嚴重，控制股東具有唯一支配權，形成控制權超過現金流量權不合理現象，導致少數股份有限公司的財富被剝奪，進而影響公司價值。

外部機構投資者由於具備有更多的專業知識及監督技巧，可用比一般的股東較少的監督成本來監督公司管理者，因而使監督活動更有效率。Morck、Shleifer and Vishny(1988)；Cotter、Shivdasani and Zenner(1997)論述外部獨立董事的管理監督以及外部機構投資者的股東活動行為可能減低公司所有權與控制權分離而來的代理成本及這些股東活動將減少公司管理者侵害的程度（例如：利用調整不正常應計項目以從事盈餘管理）而達到公司治理的目的。此外，企業若存在著高程度的股權集中情形，大股東是否會因其擁有權力及獎勵來預防公司管理者奪取，而使少數股東蒙利；還是可能利用此種優勢從事財富掠奪，股權集中情形於是成為公司治理的重要決定因素之一。

機構投資人願意參與公司治理，主要是基於增進股東的投資價值，而非想要經營投資目標公司。加拿大退休基金投資協會(Pension Investment Association of Canada, PIAC)就表明「勞退基金鼓勵改善公司治理的唯一理由就是體認到改進公司價值產生增進股東投資價值結果」。一項由 CalPERS 贊助 Smith 所作的分析也顯示在 1987~1993 年投資目標股價與公司治理間呈現正相關，並認為股東積極主義(包括股東提案及委託書等方式的運作)如果成功地運作，進而改善公司治理架構，將導致股東價值的增加。的確，機構投資人管理者目前多已認知到投資經理人在公司治理扮演角色逐漸加重。

美國退休基金、共同基金等機構投資人所代表的機構投資人，合計持有上市公司約達 50% 的股權，資本額越大的公司，機構投資人持股越高，在前 500 大公司中，機構投資人持股比例更高達 60% 以上。機構投資人合計擁有前 50 大公司約半數以上持股，而前二十大退休基金占前十大公司約 8% 股份。公共退休基金是機構投資人中真正在其所

投資公司的治理中發揮積極作用。這些公共勞退基金建立的目的是為州、市、縣的員工提供退休保障，並受各州有關法令管理。由於公共退休基金通常是確定給付制(defined benefit)，如果計劃資金不足，州及其他地方政府有責任通過稅收來彌補這部分赤字。當對其投資公司的績效不滿意時，公共退休基金主要透過挑選目標公司、提交股東議案、與目標公司進行溝通、發布「黑名單」等步驟及方式在公司治理中發揮作用。

勞退基金或共同基金等機構投資人，以其股東的身份，正是推動公司治理措施中一個很完整的市場機制，其理由包括下列各點：

(一) 對公司價值管理具影響力

在股權極度分散之市場，機構投資人之持股雖屬少數，但已可稱為「大股東」，如再與其他機構投資人彼此間合作，可立於較平等之地位與經營者交涉，而不受經營者影響，更可透過監督公司價值決策，對公司價值不佳、或經營者濫權等事宜，迅速提出質疑要求改進，甚至提議重組董事會以更換不適任之經營者。以美國機構投資人公會(Council of Institutional Investors, CII)為例，CII擁有110個機構會員，其持有上市公司股票加總超過美金一兆元。CII對於公司治理、董事會功能、審計委員會之資格都有其看法，也經常發表對於證券相關法規的意見，定期評估上市公司價值並每年在網路上發佈績效不佳的公司名單(Focus List)，極具影響力。

(二) 具備接受與分析資訊並參與監督之能力

一般小股東因欠缺專業性且持股不高，對參與公司治理之興趣不高，一旦公司表現不佳，股東多半以出售持股方式表示其不滿。而機構投資人則較一般小股東具有專業之特質，且其持股佔相當之比例，不易受到公司董事或專業經理人之影響，故一旦公司價值者發生濫權之情事，其較能發揮監控之機制。

(三) 機構投資人為公司主要的利害關係人

股東為公司財產所有者，為確保董事會妥善代表股東管理公司，股東實有必要於公司治理中扮演重要角色，因此這些機構投資人以股東身份，透過行使股東權(特別是投

票權)，投票贊成有利於優良管治而反對損害股東利益的企業行動，對推動完善公司治理來說，是非常重要的機制。一般來說，機構投資人的股東權運作原則，應以保護基金受益人的最佳利益為前題。此外，機構投資人注重公司之經營績效，如由其參與公司治理(特別是在機構投資人持股較高的情形下)，將可降低「代理成本」，同時提昇監控公司之效率。

(四) 公司治理健全與否與經營績效間有正相關

根據 2002 年麥肯錫(Mckinsey)發布的調查結果顯示，機構投資人表示願意多付 12%~38% 的公司治理溢價給那些公司治理較健全的企業。亞洲華爾街日報在 2002 年 7 月 18 日發布的一份與機構投資人訪談的文章中也顯示，機構投資人在亞洲地區選股時，企業的公司治理比其財務因素的考量更重要。以國外為例，這些握有龐大資產的機構投資人，愈來愈重視所投資的公司是否有良好的公司治理機制，且大部份的基金公司，都已經要求專業經理人和證券分析師，要評估自己負責公司的治理機制是否能提供穩定而長期獲利，公司治理甚至也成為這些法人機構評估是否投資的關鍵因素，因為它們也認知頻繁的短線交易績效未必較追求長期投資績效為佳。透過評斷企業公司治理優劣，進而有效率的運作股東權(特別是投票權)，不失為一個增加投資組合價值有效率的方式。

(五) 有足夠資源進行訴訟

一旦公司價值者發生濫權之情事，機構投資人以其專業能力，較有足夠的資源，進行團體訴訟，向公司求償。

綜合上述，機構投資人是一個很完整的市場機制，在推動公司治理上扮演很重要的角色，其中又以美國的機構投資人最有代表性，而美國機構投資人的想法現在也傳入各個新興市場，深深影響其他地區的交易行為、法規、資本市場以及上市企業。

股東在提昇公司價值上扮演重要的角色，特別是退休基金、共同基金等機構投資人，已成為全球證券市場實質參與者。參考國外經驗，這些機構投資人透過股東權的運作，可在推動上市公司做好公司治理發揮極重要的功能。

董事會在公司扮演著信託管理者的監督職責；然專業外資機構投資者對公司管理者的盈餘管理則扮演著制衡角色，實證結果顯示，企業有較多的政府金融機構持股或專業外資持股時，會有較高的公司治理與低程度的盈餘管理。



第三章 研究設計

本章旨在說明本研究之研究方法，本章共分為三節，第一節根據相關理論建立研究假說，第二節為研究模型及變數定義，第三節則是樣本選取與資料來源。

第一節 研究假說之建立

董事會除傳統監督角色外，亦扮演著緩和各方利害關係人利益衝突的機制，並協助管理者因應複雜不確定性的外部環境、擬定公司的重大策略，以提高公司價值。Hillman(2001)認為董事同時扮演監督、提供資源與策略三種角色。而 Fama(1980)、Fama and Jensen (1983)等人更指出董事會有降低代理問題的功能。關於董事會結構特性與公司價值的關係，本研究擬分為董事會股權結構、董事會規模、董事會組成及機構投資者等方面來探討。依據相關之文獻，並參酌國內現況，提出下列假說。

一、 董事會獨立性

一般而言，董事會通常由兩種人組成，內部董事及外部董事。就監督角度而言，內部董事任職於公司，在做決策時較會考慮自身利益，在董事會的決策上無法表達客觀的立場，使監督功能及績效評估之客觀性受到質疑。外部董事因不實際參與公司業務執行，在董事會扮演重要監督者的角色，可解決股東與管理者的代理問題(Fama and Jensen, 1983)。然而董事會能否發揮有效的作用，關鍵在於董事會是否具有獨立性和公正性。這種獨立性使董事會能夠及早採取行動預防有損股東利益的行為發生，即使這樣也會損害了目前的管理者和其他管理人員的利益。

國外學者對於獨立董事制度與公司績效之間的關係作了調查研究，得出的結論不盡相同。Hill 等學者研究證明外部董事與公司績效之間存在正相關關係。William 和 Brown(1996)指出獨立董事往往是某一領域的專家，甚至本身就是其他公司的 CEO，或者是高級管理人員，有著許多寶貴的管理經驗，能為公司提供許多有益的建議和諮詢，改善公司的經營管理。Tricker(1984)研究認為，在董事會中引進獨立董事是可以增加董事會的客觀性和獨立性。一般而言，董事會獨立性愈高，公司價值的績效愈佳。

Claessens et al. (1999) 的研究結果，已發現不良的公司治理機制為亞洲金融風暴發生的原因之一。世界銀行在亞洲金融風暴後，國際貨幣基金會於金援韓國後，要求公開發行公司的董事席次中需設置至少 25% 以上的外部董事，其目的即在於讓董事會中能夠存在質疑或制衡控制股東的力量，以加強公司監理機制之效能。在新興市場的國家中，例如韓國學者實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者之間明顯呈現正相關性。然而，在美國的實證研究顯示，獨立董、監事比率與公司價值兩者間並沒有顯著的相關性。Bhagat and Black(1999)甚至發現完全由外部董事主導之超獨立董事會績效反而變差。

綜合以上所述，本研究預期獨立董、監事比率較高之公司，董事會的決策品質及效率較佳，進而提高公司價值，因此，第一個研究假說如下：

假說一：獨立董、監事席次比率與公司價值有關。

二、董事會規模



在董事會規模方面，Jensen (1983)認為，董事會規模過大時，組織內部易生派系，不易整合不同意見，反而使決心效率變差；另一方面，從組織學之角度而言，公司之生產力隨著工作團隊規模增加而遞減。之實證結果支持上述的看法。然而，則認為，較多的董事會人數，可容納不同專業領域的學者專家，彼此集思廣益，做出高品質之決策。

由於上述兩種理論認為董事會規模對公司價值預期之影響並不一致，且目前台灣相關文獻之實證結果尚未得到定論，故本研究不預期董事會規模對公司價值影響之方向，僅探討兩者之間是否具有關係，亦即第二個研究假說如下：

假說二：董事會規模與公司價值有關。

三、董事會股權結構

在股權結構的影響因素方面，除了管理當局持股外，外部機構投資人所扮演的角色亦相當重要。以代理理論觀點而言，當管理當局持股比率愈高時，與股東及其他利害關係人間的利益考量較傾向一致，與公司價值兩者之間有明顯正相關性。

Pound(1988)針對機構投資人對公司價值之重要性提出以下三大假說：

1. 效率監督假說(efficient monitoring hypothesis)

此假說認為機構投資人擁有較完備之專業知識及技術，所耗費之監督成本較一般股東為低，若由機構投資人來負責監督將使監督活動更有效率。在此假說下，當機構投資人之持股比例愈高，公司價值應愈高。

2. 利益衝突假說(conflict of interest hypothesis)

機構投資人可能會投票給配合自身利益之管理者，然而他們的利益和公司的利益可能相互衝突，因此機構投資人之持股比例與公司價值呈現負相關。

3. 策略合力假說(strategic alignment hypothesis)

機構投資人可能會基於雙方之利益而和管理者有某種程度之妥協或合作關係，因此機構投資人之持股比例與公司價值呈現負相關。

另外，Hughes(1988) 及 Agrawal(1990)則指出當法人股東所佔的股權比例愈高，其愈有誘因管理與監督管理者，而使公司價值與價值提昇。故當外部機構投資人持股比率愈高時，愈有動機監督管理當局，Scheifer and Vishny(1986)、Leech and Leahy(1991)實證結果發現外部機構投資持股與公司價值呈正相關，尤其是外國機構投資人持股比率更為重要。

根據 Claessens et al. (2000)、翁淑育(2000)、呂彥慧(2001)研究發現台灣上市公司傾向存有控制股東，而且家族色彩濃厚，普遍有明顯家族控制型態。La Porta et al. (1999)與 Claessens et al. (2000) 進一步發現台灣上市公司之控制股東常透過金字塔結構、交叉

持股及互為董事等方式增加對公司的控制權，並且取得管理。故家族企業在指派獨立董、監事時，可能會考慮獨立董、監事與控制家族成員間之關係或是否會支持管理者的經營哲學與政策，而獨立董、監事的獨立性與監督的功能可能會有所損害。Ching et al. (2002) 更進一步指出，控制股東家族實際掌握公司價值決策與董事會的議程主導，故董事會基本上缺乏獨立性。因此，為考量台灣特殊控制股東家族因素，是否會使董事會股權結構特性對公司價值的影響有所改變，故將公司股權結構分為家族持股、外部機構投資人及銀行持股控制型態，藉以比較在不同控制型態下，各項股權結構特性對公司價值的影響。

假說三:家族持股與公司價值有關。

假說四:外部機構投資人(分為外國機構投資人及本國機構投資人)與公司價值有關。

假說五:銀行持股與公司價值有關。

第二節 研究模型及變數定義

過去文獻在探討股權結構、董事會組成與公司價值關係時，一般大多將股權結構或董事會組成視為外生變數，因此，本研究採普通最小平方法(以 OLS 估計)迴歸，探討台灣上市公司獨立董事制度與公司價值間之關係，並考量外國投資人持股與國內投資人(家族及銀行)持股控制型態。有關應變數(公司價值)、實驗變數及控制變數之衡量，分別說明如下：

一、應變數(公司價值)

在應變數之衡量，一般而言，公司價值可分為財務性績效及非財務性績效，而財務性績效又可分為會計指標與市場指標兩種，由於非財務性績效資料取得不易，大部分研究多以財務性績效作為公司價值之衡量，故本研究係以財務性績效作為公司價值之衡量變數，常用指標是以 Tobin Q 比率(e.g., Bhagat and Black, 2002) 來衡量公司價值，Tobin Q 比率為公司普通股市場價值和特別股及負債的帳面價值總和除以總資產帳面價值。

二、 實驗變數

(一) 董事會獨立性(INDR)

Hermalin and Weisbach (1988) 發現當公司價值變差時，公司會傾向增加外部董事，在國內，重視公司治理反而是績效較好之公司，故獨立董、監事比率與公司價值有關。以檢定假說一：探討獨立董、監事比率與公司價值之間的關係，故本研究以獨立董、監事席次佔公司所有董、監事席次之比率，衡量獨立董、監事比率。

(二) 董事會規模(LOGB)

董事會規模代表董、監事人數多寡，由於股東常以其所握有之股權來取得董、監事席次，故董事會規模與公司價值有關。以檢定假說二：探討董事會規模與公司價值之間的關係，故本研究以董事會總人數衡量之。

(三) 家族持股(FAMS)

過去文獻發現公司家族控制股東常會以其所握有之股權來取得董、監事席次，增加對公司控制權。以家族個人持股百分比、家族未上市公司持股百分比、家族基金會持股百分比及家族上市公司持股百分比之總和衡量之。以檢定假說三：家族持股與公司價值有關。

(四) 外國機構投資人持股(FINS)

外部機構投資人因具有專業知識，較會積極介入董事會議程運作，甚至會指派若干董、監事席次參與公司實際經營，進而影響公司價值。以外國法人持股百分比衡量之。

(五) 本國機構投資人持股(DINS)

以本國法人持股百分比衡量之。實驗變數四和五，為檢定假說四：外部機構投資人(分為外國機構投資人及本國機構投資人)與公司價值有關。

(六) 銀行持股(BANK)

以本國金融機構持股百分比衡量之。以檢定假說五：銀行持股與公司價值有關。

三、 控制變數

在控制變數方面，本研究係參考韓國學者 Choi, J., S. Park, and S. Yoo, 2005. “Do outside directors enhance firm performance? Evidence from an emerging market”之變數，考慮公司資產規模(LOGA)、負債比率(DR)、研發支出除以銷貨收入之比率(RDR)、資產報酬率(ROA)、資產報酬率虛擬變數(RROA)及 Beta 值(BETA)。

(一) 公司資產規模(LOGA)

當公司資產規模愈大在營運、行銷及財務方面達到經濟規模，提昇公司價值，因此，公司資產規模與公司價值呈正相關(Denswtz and Lehn, 1985)，本研究係以總資產取自然對數作為衡量公司資產規模之指標。

(二) 負債比率(DR)

利息費用除了會減少公司盈餘外，其稅盾效果會使管理者傾向選擇高風險專案，而降低公司價值(Morck, 1988)。另一方面，以代理理論觀點而言，負債借款會使管理者接受市場監督，減少管理者浪費公司自由資金的動機，進而使公司價值提昇(Jensen and Meckling, 1976)。因此，本研究係以長期負債比率作為控制財務槓桿對公司獲利能力之影響。

(三) 研發支出除以銷貨收入之比率(RDR)

在知識經濟時代，產業之核心價值主要係來自公司所投入無形資產，本研究係以研發支出除以銷貨收入之比率作為投入無形資產的替代變數。

(四) 資產報酬率(ROA)

資產報酬率為稅後淨利除以平均總資產。

(五) 資產報酬率虛擬變數(RROA)

本研究加入資產報酬率虛擬變數，公司若資產報酬率為正數則為 1，否則為 0。

(六) Beta 值(BETA)

指個股的股價變動與市場大盤指數變動的相關性，也就是當市值平均上漲抑或下跌 1%時，個股的漲跌幅將為 $\beta\%$ 的水準。

四、統計檢定方法

本研究係採用 Excel 及 SAS 統計軟體，對全體觀察值之資料進行敘述統計、相關係數分析及迴歸分析。由於選用之資料為大樣本，假說一至三之檢定，以 F 統計量檢定之，假說的測試方法採普通最小平方法(以 OLS 估計)迴歸。

第三節 樣本選取與資料來源

本研究之衡量公司價值樣本資料主要取自台灣經濟新報社(TEJ)公司治理及相關資料庫。採樣樣本為在台灣證券交易所上市之公司，研究期間為 2004 年至 2006 年，在排除保險金融產業及資料不全者後，三年共取得 1350 筆樣本資料(其中有 705 筆樣本屬於電子資訊產業，而有 645 筆樣本屬於非電子資訊產業)。

第四章 實證結果分析

根據第三章之研究設計方法，本章之架構主要係說明相關實證結果與分析，第一節說明樣本公司的各變數的基本特性、敘述統計與相關性分析，第二節為多變量迴歸模型(以 OLS 估計)的研究模型實證結果分析。

第一節 敘述統計

一、全部樣本之變數基本統計量

首先，將全部樣本之基本統計量彙總於表 4-1，在 Panel A 價值變數 Tobin Q 比率之最大值為 8.8830，最小值為 0.1039，平均數為 1.5089。顯示我國上市公司之價值變數 Tobin Q 比率存在相當大差異。



Panel B 為實驗變數之統計量，亦顯示上市公司在獨立董、監事席次之比率(INDR)、家族持股比率(FAM)、外國機構投資人持股比率(FINS)、本國機構投資人持股比率(DINS)、銀行持股比率(BANK)及董事會規模(LOGB)上亦存在相當大差異。獨立董、監事席次之比率(INDR)最大值為 57.14%，最小值為 0%，平均數為 11.48%，顯示整體而言，大部份上市公司董事會席次仍掌握在內部董事手上。董事會規模(LOGB)最大值為 3.37，最小值為 1.39，平均數為 2.23。而在董事會股權結構方面，家族持股比率(FAM)最大值為 87.73%，最小值為 0.46%，平均數為 27.57%；外國機構投資人持股比率(FINS)最大值為 65.11%，最小值為 0%，平均數為 8.07%；本國機構投資人持股比率(DINS)最大值為 90.70%，最小值為 0.45%，平均數為 28.76%；銀行持股比率(BANK)最大值為 24.99%，最小值為 0%，平均數(中位數)為 1.72%。顯示我國上市公司股權相當集中在家族控制股東手中，而外國機構投資人持股比率及銀行持股比率普遍偏低，顯示外部公司治理機制仍有待加強。

Panel C 為控制變數之統計量，就平均而言，公司資產規模(LOGA)為 15.86、負債比率(DR) 為 45.66%、研發支出除以銷貨收入之比率(RDR) 為 2.29%、資產報酬率(ROA)

為 4.51%、資產報酬率虛擬變數(RROA) 為 0.8298 及 Beta 值(BETA) 為 0.7305。

二、 電子資訊業及非電子資訊業之變數基本統計量

在知識經濟時代，電子資訊產業為國家核心產業，已成為投資人及外資法人主要投資標的，為檢驗電子資訊產業相異於非電子資訊產業對公司價值的影響，故進一步將 1350 筆樣本資料區分為電子資訊產業與非電子資訊產業，結果有 705 個樣本資料屬於電子資訊產業，而有 645 個樣本資料屬於非電子資訊產業，分別將變數之統計量彙總於表 4-2 及表 4-3。從表 4-2 及表 4-3 得知，電子資訊產業之 Tobin Q 比率相較於非電子資訊產業之平均數為高，顯示電子資訊產業之公司價值較高。

在實驗變數方面，就平均而言，電子資訊產業之獨立董、監事席次之比率(17.18%)顯著優於非電子資訊產業(5.24%)，顯示證期會在研究期間只規定新申請上市上櫃的股票公開發行公司，要求其必須聘請二席以上的獨立董事，與一席以上的獨立監察人，但因近年來電子資訊產業的蓬勃發展，強調技術與資本的結合，逐漸擺脫家族企業之色彩，故電子資訊產業相較於非電子資訊產業更重視公司治理機制與董事會的獨立性。在家族持股比率(FAM)方面，非電子資訊產業(32.27%)明顯大於電子資訊產業(23.28%)；在外國機構投資人持股比率(FINS)，電子資訊產業因受到外國機構投資人的青睞，相較於非電子資訊產業稍高。顯示在公司股權結構上，電子資訊產業股權較為分散，而非電子資訊產業股權較集中於家族持股。

在控制變數方面，電子資訊產業之公司的資產報酬率及研發支出除以銷貨收入之比率之平均數，明顯大於非電子資訊產業之公司的平均數。顯示在知識經濟下，電子資訊產業透過在無形資產的累積及創造，提昇公司價值及經營績效。

表 4-1 變數基本統計量-全部樣本

變數	年度	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
Panel A: 價值變數						
Q	2004-2006	1350	1.5089	0.7805	0.1039	8.8830
	2004	389	1.4102	0.5600	0.2685	4.3149
	2005	423	1.4691	0.8221	0.1039	8.8830
	2006	538	1.6114	0.8682	0.1052	8.2810
Panel B: 實驗變數						
INDR	2004-2006	1350	0.1149	0.1565	0.0000	0.5714
	2004	389	0.0944	0.1496	0.0000	0.5556
	2005	423	0.1225	0.1603	0.0000	0.5000
	2006	538	0.1237	0.1573	0.0000	0.5714
LOGB	2004-2006	1350	2.2344	0.2741	1.3863	3.3673
	2004	389	2.2295	0.2842	1.3863	3.3673
	2005	423	2.2307	0.2683	1.6094	3.2581
	2006	538	2.2408	0.2716	1.6094	3.2581
FAMS	2004-2006	1350	0.2758	0.1671	0.0046	0.8773
	2004	389	0.2907	0.1684	0.0051	0.8773
	2005	423	0.2734	0.1664	0.0053	0.8026
	2006	538	0.2668	0.1664	0.0046	0.8440
FINS	2004-2006	1350	0.0807	0.1191	0.0000	0.6511
	2004	389	0.0619	0.0998	0.0000	0.6469
	2005	423	0.0893	0.1244	0.0000	0.6488
	2006	538	0.0875	0.1262	0.0000	0.6511
DINS	2004-2006	1350	0.2878	0.1901	0.0045	0.9070
	2004	389	0.2949	0.1873	0.0068	0.8836
	2005	423	0.2778	0.1876	0.0045	0.9029
	2006	538	0.2905	0.1942	0.0063	0.9070
BANK	2004-2006	1350	0.0172	0.0306	0.0000	0.2499
	2004	389	0.0160	0.0284	0.0000	0.1980
	2005	423	0.0161	0.0272	0.0000	0.1872
	2006	538	0.0190	0.0344	0.0000	0.2499
Panel C: 控制變數						
LOGA	2004-2006	1350	15.8645	1.2898	12.5957	20.0684
	2004	389	15.8257	1.2683	13.4340	19.8253
	2005	423	15.8784	1.2646	13.4758	20.0290
	2006	538	15.8817	1.3260	12.5957	20.0684
RDR	2004-2006	1350	0.0229	0.0332	0.0000	0.3460
	2004	389	0.0230	0.0317	0.0000	0.2064
	2005	423	0.0221	0.0303	0.0000	0.2497
	2006	538	0.0235	0.0365	0.0000	0.3460
DR	2004-2006	1350	0.4563	0.1578	0.0155	0.9495
	2004	389	0.4478	0.1446	0.0755	0.8969
	2005	423	0.4636	0.1552	0.0914	0.9495

	2006	538	0.4567	0.1686	0.0155	0.9405
ROA	2004-2006	1350	0.0456	0.0842	-0.8527	0.3926
	2004	389	0.0543	0.0663	-0.1795	0.3926
	2005	423	0.0493	0.0833	-0.3491	0.3379
	2006	538	0.0364	0.0950	-0.8527	0.2960
DROA	2004-2006	1350	0.8304	0.3754	0.0000	1.0000
	2004	389	0.8766	0.3293	0.0000	1.0000
	2005	423	0.8440	0.3633	0.0000	1.0000
	2006	538	0.7862	0.4103	0.0000	1.0000
BETA	2004-2006	1350	0.7305	3.6412	-130.7051	1.9989
	2004	389	0.8165	0.3414	-1.1456	1.7773
	2005	423	0.8615	0.2997	-1.2131	1.5621
	2006	538	0.5653	5.7538	-130.7051	1.9989

註：變數定義：Q：Tobin Q 比率(公司價值除以資產重置成本)；INDR：為獨立董、監事席次比率；LOGB：為董事會規模；FINS：為外國機構投資人持股比率；FAMS：為家族持股比率；DINS：為本國機構投資人持股比率；BANK：為銀行持股比率；LOGA：為公司資產規模，以期末總資產取自然對數衡量之；DR：為長期負債比率；RDR：為研發支出除以銷貨收入之比率；ROA：為資產報酬率；RROA：為資產報酬率虛擬變數，ROA 大於 0 為 1，否則為 0；BETA：為一年 Beta 值。



表 4-2 變數基本統計量-電子資訊業

變數	年度	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
Panel A: 價值變數						
Q	2004-2006	705	1.7128	0.9206	0.2187	8.8830
	2004	202	1.5356	0.6378	0.5686	4.3149
	2005	226	1.7032	0.9740	0.2928	8.8830
	2006	277	1.8499	1.0248	0.2187	8.2810
Panel B: 實驗變數						
INDR	2004-2006	705	0.1720	0.1662	0.0000	0.5714
	2004	202	0.1381	0.1627	0.0000	0.5000
	2005	226	0.1789	0.1678	0.0000	0.5000
	2006	277	0.1911	0.1643	0.0000	0.5714
LOGB	2004-2006	705	2.2193	0.2044	1.6094	2.9444
	2004	202	2.2071	0.2000	1.6094	2.8904
	2005	226	2.2153	0.2047	1.6094	2.8904
	2006	277	2.2314	0.2073	1.6094	2.9444
FAMS	2004-2006	705	0.2328	0.1489	0.0046	0.7742
	2004	202	0.2512	0.1552	0.0051	0.6782
	2005	226	0.2340	0.1512	0.0053	0.7742
	2006	277	0.2184	0.1412	0.0046	0.6318
FINS	2004-2006	705	0.0894	0.1214	0.0000	0.5886
	2004	202	0.0640	0.0978	0.0000	0.4895
	2005	226	0.0977	0.1259	0.0000	0.5608
	2006	277	0.1011	0.1305	0.0000	0.5886
DINS	2004-2006	705	0.2722	0.1775	0.0063	0.9029
	2004	202	0.2765	0.1731	0.0088	0.7810
	2005	226	0.2683	0.1777	0.0072	0.9029
	2006	277	0.2723	0.1811	0.0063	0.8891
BANK	2004-2006	705	0.0195	0.0316	0.0000	0.1980
	2004	202	0.0164	0.0281	0.0000	0.1980
	2005	226	0.0196	0.0305	0.0000	0.1872
	2006	277	0.0218	0.0346	0.0000	0.1908
Panel C: 控制變數						
LOGA	2004-2006	705	15.8381	1.3596	13.0760	20.0684
	2004	202	15.7999	1.3532	13.6594	19.8253
	2005	226	15.8272	1.3373	13.4758	20.0290
	2006	277	15.8748	1.3861	13.0760	20.0684
RDR	2004-2006	705	0.0354	0.0398	0.0000	0.3460
	2004	202	0.0349	0.0375	0.0000	0.2064
	2005	226	0.0329	0.0353	0.0000	0.2497
	2006	277	0.0377	0.0446	0.0000	0.3460
DR	2004-2006	705	0.4437	0.1557	0.0755	0.8751
	2004	202	0.4343	0.1452	0.0755	0.8222
	2005	226	0.4541	0.1559	0.0914	0.8751

	2006	277	0.4421	0.1628	0.0806	0.8537
ROA	2004-2006	705	0.0562	0.0915	-0.3491	0.3926
	2004	202	0.0670	0.0759	-0.1795	0.3926
	2005	226	0.0576	0.0961	-0.3491	0.3379
	2006	277	0.0473	0.0974	-0.3353	0.2960
DROA	2004-2006	705	0.8355	0.3710	0.0000	1.0000
	2004	202	0.8812	0.3244	0.0000	1.0000
	2005	226	0.8407	0.3668	0.0000	1.0000
	2006	277	0.7978	0.4023	0.0000	1.0000
BETA	2004-2006	705	0.7409	5.0294	-130.7051	1.9989
	2004	202	0.8767	0.3341	-1.1456	1.7773
	2005	226	0.8907	0.2871	-1.2131	1.5621
	2006	277	0.5197	8.0182	-130.7051	1.9989

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。



表 4-3 變數基本統計量-非電子資訊業

變數	年度	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
Panel A: 價值變數						
Q	2004-2006	645	1.2860	0.5043	0.1039	4.8435
	2004	187	1.2748	0.4233	0.2685	4.0071
	2005	197	1.2005	0.4802	0.1039	3.6149
	2006	261	1.3584	0.5631	0.1052	4.8435
Panel B: 實驗變數						
INDR	2004-2006	645	0.0524	0.1167	0.0000	0.5556
	2004	187	0.0473	0.1174	0.0000	0.5556
	2005	197	0.0576	0.1227	0.0000	0.5000
	2006	261	0.0522	0.1116	0.0000	0.5000
LOGB	2004-2006	645	2.2509	0.3335	1.3863	3.3673
	2004	187	2.2537	0.3523	1.3863	3.3673
	2005	197	2.2483	0.3261	1.6094	3.2581
	2006	261	2.2508	0.3265	1.6094	3.2581
FAMS	2004-2006	645	0.3227	0.1733	0.0279	0.8773
	2004	187	0.3333	0.1720	0.0337	0.8773
	2005	197	0.3186	0.1718	0.0412	0.8026
	2006	261	0.3182	0.1757	0.0279	0.8440
FINS	2004-2006	645	0.0712	0.1159	0.0000	0.6511
	2004	187	0.0596	0.1021	0.0000	0.6469
	2005	197	0.0798	0.1222	0.0000	0.6488
	2006	261	0.0730	0.1200	0.0000	0.6511
DINS	2004-2006	645	0.3049	0.2018	0.0045	0.9070
	2004	187	0.3149	0.2001	0.0068	0.8836
	2005	197	0.2888	0.1982	0.0045	0.8807
	2006	261	0.3099	0.2057	0.0074	0.9070
BANK	2004-2006	645	0.0146	0.0293	0.0000	0.2499
	2004	187	0.0155	0.0287	0.0000	0.1726
	2005	197	0.0120	0.0224	0.0000	0.1226
	2006	261	0.0160	0.0340	0.0000	0.2499
Panel C: 控制變數						
LOGA	2004-2006	645	15.8934	1.2092	12.5957	19.8207
	2004	187	15.8535	1.1728	13.4340	19.4982
	2005	197	15.9372	1.1763	13.6380	19.6349
	2006	261	15.8890	1.2617	12.5957	19.8207
RDR	2004-2006	645	0.0093	0.0151	0.0000	0.1046
	2004	187	0.0101	0.0159	0.0000	0.0975
	2005	197	0.0097	0.0161	0.0000	0.1046
	2006	261	0.0085	0.0138	0.0000	0.0813
DR	2004-2006	645	0.4700	0.1591	0.0155	0.9495

		2004	187	0.4625	0.1428	0.1184	0.8969
		2005	197	0.4744	0.1540	0.0936	0.9495
		2006	261	0.4721	0.1736	0.0155	0.9405
ROA	2004-2006	645	0.0340	0.0737	-0.8527	0.2785	
		2004	187	0.0405	0.0509	-0.1079	0.2785
		2005	197	0.0399	0.0647	-0.2107	0.2005
		2006	261	0.0248	0.0911	-0.8527	0.2326
DROA	2004-2006	645	0.8248	0.3804	0.0000	1.0000	
		2004	187	0.8717	0.3354	0.0000	1.0000
		2005	197	0.8477	0.3602	0.0000	1.0000
		2006	261	0.7739	0.4191	0.0000	1.0000
BETA	2004-2006	645	0.7191	0.3478	-0.9060	1.4717	
		2004	187	0.7515	0.3380	-0.1435	1.4717
		2005	197	0.8280	0.3109	-0.9060	1.4549
		2006	261	0.6137	0.3524	-0.2704	1.4573

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

三、變數相關性分析

表 4-4 至表 4-6 分別列示全部產業、電子資訊產業與非電子資訊產業之 Pearson 相關係數，由表中可以發現，公司價值變數 Tobin Q 比率與實驗變數獨立董、監事席次之比率(INDR)、家族持股比率(FAM)、外國機構投資人持股比率(FINS)、本國機構投資人持股比率(DINS)、銀行持股比率(BANK)及董事會規模(LOGB)之間呈現高度的相關性，而與控制變數之公司資產規模(LOGA)、負債比率(DR)、研發支出除以對銷貨收入之比率(RDR)、資產報酬率(ROA)、資產報酬率虛擬變數(RROA)及 Beta 值(BETA)亦呈高度相關。至於各變數之間的相關係數並不高，整體而言，自變數間之共線性問題應不致太嚴重。

表 4-4 Pearson 相關係數矩陣-全部樣本

	Q	INDR	LOGB	FINS	DINS	FAMS	BANK	RDR	DR	ROA	LOGA	DROA	BETA
Q		0.24381 (<.0001)***	0.02584 (0.3428)	0.3356 (<.0001)***	0.11218 (<.0001)***	-0.00898 (0.7418)	0.13583 (<.0001)***	0.26998 (<.0001)***	-0.34834 (<.0001)***	0.59951 (<.0001)***	0.03793 (0.1636)	0.29304 (<.0001)***	-0.07217 (0.008)***
INDR			0.03059 (0.2613)	0.04071 (0.1349)	0.01411 (0.6044)	0.01745 (0.5217)	0.02425 (0.3732)	0.21774 (<.0001)***	-0.08857 (0.0011)***	0.22367 (<.0001)***	-0.16251 (<.0001)***	0.14164 (<.0001)***	-0.02597 (0.3403)
LOGB				0.13535 (<.0001)***	0.16865 (<.0001)***	-0.05073 (0.0624)*	0.13581 (<.0001)***	0.00201 (0.9413)	-0.04391 (0.1068)	0.07275 (0.0075)***	0.30305 (<.0001)***	0.08136 (0.0028)***	-0.04398 (0.1063)
FINS					-0.04127 (0.1296)	-0.12619 (<.0001)***	0.18917 (<.0001)***	0.08889 (0.0011)***	-0.09302 (0.0006)***	0.23216 (<.0001)***	0.43716 (<.0001)***	0.14114 (<.0001)***	0.01122 (0.6805)
DINS						0.43196 (<.0001)***	0.17943 (<.0001)***	-0.13596 (<.0001)***	0.07913 (0.0036)***	0.13997 (<.0001)***	0.19762 (<.0001)***	0.12278 (<.0001)***	-0.05468 (0.0446)**
FAMS							-0.07155 (0.0085)***	-0.18378 (0.0011)***	-0.01451 (0.0097)***	0.0704 (0.0005)***	-0.09479 (0.0005)***	0.08862 (0.0011)***	-0.01173 (0.6667)
BANK								0.01931 (0.4785)	-0.01332 (0.6248)	0.15181 (<.0001)***	0.22746 (<.0001)***	0.13591 (<.0001)***	0.02109 (0.4387)
RDR									-0.33419 (<.0001)***	0.0875 (0.0013)***	-0.13325 (<.0001)***	-0.05872 (0.0310)**	0.01489 (0.5845)
DR										-0.40274 (<.0001)***	0.21607 (<.0001)***	-0.23145 (<.0001)***	0.04813 (0.0771)*
ROA											0.06956 (0.0106)**	0.65653 (<.0001)***	-0.04728 (0.0825)*
LOGA												0.07877 (0.0038)***	0.05156 (0.0582)*
DROA													-0.02325 (0.3933)
BETA													

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

表 4-5 Pearson 相關係數矩陣--電子資訊業

	Q	INDR	LOGB	FINS	DINS	FAMS	BANK	RDR	DR	ROA	LOGA	DROA	BETA
Q		0.12604 (0.0008)***	-0.01601 (0.6714)	0.3241 (<.0001)***	0.1694 (<.0001)***	0.01916 (0.6115)	0.08686 (0.0211)**	0.18382 (<.0001)***	-0.39716 (<.0001)***	0.60459 (<.0001)***	0.04454 (0.2376)	0.30773 (<.0001)***	-0.07591 (0.0439)**
INDR			0.13614 (0.0003)***	0.00419 (0.9116)	0.09426 (0.0123)**	0.07483 (0.0470)**	0.00852 (0.8213)	0.05308 (0.1592)	-0.00743 (0.8438)	0.18268 (<.0001)***	-0.11837 (0.0016)***	0.15752 (<.0001)***	-0.02224 (0.5555)
LOGB				0.12895 (0.0006)***	0.11093 (0.0032)***	-0.08285 (0.0278)**	0.17444 (<.0001)***	0.07409 (0.0493)**	-0.0315 (0.4037)	0.00433 (0.9086)	0.28167 (<.0001)***	-0.00338 (0.9287)	-0.07941 (0.0350)**
FINS					-0.03655 (0.3325)	-0.24456 (<.0001)***	0.1778 (<.0001)***	0.06862 (0.0686)*	-0.06347 (0.0922)*	0.16673 (<.0001)***	0.55009 (<.0001)***	0.08938 (0.0176)**	0.01865 (0.6211)
DINS						0.46203 (<.0001)***	0.2122 (<.0001)***	-0.10855 (0.0039)***	0.06458 (0.0866)*	0.2119 (<.0001)***	0.1754 (<.0001)***	0.19337 (<.0001)***	-0.07595 (0.0438)**
FAMS							-0.09626 (0.0106)**	-0.15346 (<.0001)***	0.03218 (0.3935)	0.11947 (0.0015)***	-0.12279 (0.0011)***	0.13013 (0.0005)***	-0.00162 (0.9658)
BANK								-0.01006 (0.7898)	-0.00559 (0.8823)	0.12253 (0.0011)***	0.24528 (<.0001)***	0.11092 (0.0032)***	0.02772 (0.4625)
RDR									-0.39884 (<.0001)***	0.00804 (0.8313)	-0.13192 (0.0004)***	-0.12563 (0.0008)***	0.0223 (0.5545)
DR										-0.4611 (<.0001)***	0.18975 (<.0001)***	-0.26375 (<.0001)***	0.05636 (0.1349)
ROA											0.0152 (0.6871)	0.70584 (<.0001)***	-0.0524 (0.1646)
LOGA												0.01426 (0.7054)	0.04545 (0.2281)
DROA													-0.02623 (0.4868)
BETA													

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

表 4-6 Pearson 相關係數矩陣--非電子資訊業

	Q	INDR	LOGB	FINS	DINS	FAMS	BANK	RDR	DR	ROA	LOGA	DROA	BETA
Q		0.24811 ($<.0001$)***	0.13035 (0.0009)***	0.3713 ($<.0001$)***	0.11716 (0.0029)***	0.16862 ($<.0001$)***	0.19921 ($<.0001$)***	0.19588 ($<.0001$)***	-0.2714 ($<.0001$)***	0.58822 ($<.0001$)***	0.0515 (0.1915)	0.32626 ($<.0001$)***	-0.28672 ($<.0001$)***
INDR			-0.00848 (0.8298)	0.02675 (0.4977)	-0.0048 (0.9032)	0.22513 ($<.0001$)***	-0.03254 (0.4094)	0.20325 ($<.0001$)***	-0.14689 (0.0002)***	0.20242 ($<.0001$)***	-0.25518 ($<.0001$)***	0.13847 (0.0004)***	-0.29667 ($<.0001$)***
LOGB				0.15676 ($<.0001$)***	0.20019 ($<.0001$)***	-0.06224 (0.1143)	0.12652 (0.0013)	-0.03752 (0.3414)	-0.06254 (0.1125)	0.15444 ($<.0001$)***	0.34212 ($<.0001$)***	0.14184 (0.0003)***	-0.02052 (0.6029)
FINS					-0.03361 (0.3942)	0.02116 (0.5916)	0.19217 ($<.0001$)***	0.07266 (0.0652)*	-0.11396 (0.0038)***	0.309 ($<.0001$)***	0.2993 ($<.0001$)***	0.19772 ($<.0001$)***	-0.06104 (0.1215)
DINS						0.39632 ($<.0001$)***	0.16406 ($<.0001$)***	-0.1688 ($<.0001$)***	0.08012 (0.0419)**	0.08823 (0.0250)**	0.2225 ($<.0001$)***	0.06018 (0.1268)	-0.06835 (0.0828)*
FAMS							-0.00825 (0.8344)	0.03059 (0.4380)	-0.10352 (0.0085)***	0.10512 (0.0075)***	-0.08694 (0.0272)**	0.06503 (0.0989)*	-0.20904 ($<.0001$)***
BANK								-0.02628 (0.5052)	-0.00804 (0.8384)	0.17368 ($<.0001$)***	0.20979 ($<.0001$)***	0.16351 ($<.0001$)***	0.00546 (0.8899)
RDR									-0.25458 ($<.0001$)***	0.15872 ($<.0001$)***	-0.18637 ($<.0001$)***	0.06025 ($<.0001$)***	-0.26571 ($<.0001$)***
DR										-0.31727 ($<.0001$)***	0.24667 ($<.0001$)***	-0.19702 ($<.0001$)***	0.1805 ($<.0001$)***
ROA											0.16157 ($<.0001$)***	0.61152 ($<.0001$)***	-0.16577 ($<.0001$)***
LOGA												0.15727 ($<.0001$)***	0.3996 ($<.0001$)***
DROA													-0.09977 (0.0112)**
BETA													

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

第二節 實證結果分析

一、 全部樣本

表 4-7 是全部樣本以 Tobin Q 比率做為應變數之迴歸估計結果。從表中可發現，估計模型之配適度(F 值)皆在 1%下具顯著水準，調整後 R-square 則介於 44.34% 至 48.85% 間，各模型之間的解釋能力差異不大。

從 Panel A 中可發現，在獨立董、監事比例與公司價值有關(假說一)的測試方面，獨立董、監事席次比例(INDR)之係數呈現顯著為正的情況，代表當獨立董、監事席次比例增加時，公司價值愈佳，兩者呈現正相關。換言之，獨立董、監事比例對公司價值所產生影響是很明顯，實證結果為支持假說一。

在董事會規模與公司價值有關(假說二)的測試方面，董事會規模(LOGB)之係數呈現顯著為正的情況，代表當董事會規模增加時，公司價值愈高，兩者呈現正相關。換言之，董事會規模對公司價值所產生的影響是很明顯，實證結果為支持假說二。

在董事會股權結構與公司價值有關的測試方面，在假說三之家族持股比率(FAMS)之係數皆不據統計顯著性。換言之，家族持股比率對公司價值所產生影響並不是很明顯，實證結果並未支持假說三。

在假說四之外部機構投資人持股比率的測試方面，外國機構投資人持股比率(FINS)及本國機構投資人持股比率(DINS)之係數呈現顯著為正的情況，代表當外國機構投資人持股比率(FINS)、本國機構投資人持股比率(DINS)比率增加時，公司價值愈佳，兩者呈現正相關。換言之，外部機構投資人持股比率董事會規模對公司價值所產生的影響是很明顯，實證結果為支持假說四。

假說五之銀行持股比率(BANK)之係數皆不據統計顯著性。換言之，銀行持股比率對公司價值所產生影響並不是很明顯，實證結果並未支持假說五。

Panel B 為考慮在公司不同股權結構下，獨立董、監事比例與其他實驗變數間之交叉乘項的迴歸估計結果，可以發現不論以何種方式衡量公司價值，獨立董、監事席次比例(INDR)、外國機構投資人持股比率(FINS)及本國機構投資人持股比率(DINS)之係數皆呈現顯著為正的情況，而董事會規模(LOGB)之係數則在其中幾項情況下呈現正相關。值得注意的是，Panel B 的實證結果與 Panel A 不一致的是在家族持股比率(FAMS)之係數皆呈現顯著為正。在交叉乘項的迴歸估計結果顯示，獨立董、監事席次比例與家族持股比率(INDR * FAMS)之係數呈現顯著為正，代表獨立董、監事席次比例與家族持股比率間具有相乘效果，家族持股比率對獨立董、監事席次比例有正面影響。

二、 電子資訊業及非電子資訊業

表 4-8 及 4-9 是電子資訊業及非電子資訊業以 Tobin Q 比率做為應變數之迴歸估計結果。從表中可發現，估計模型之配適度(F 值)皆在 1%下具顯著水準，表 4-8 調整後 R-square 則介於 45.15% 至 50.08% 間，而表 4-9 調整後 R-square 則介於 40.63% 至 49.20% 間，各模型之間的解釋能力差異不大。

從表 4-8 及 4-9 Panel A 中可發現，在獨立董、監事比例與公司價值有關(假說一)的測試方面，不論在電子資訊業或非電子資訊業之獨立董、監事席次比例(INDR)之係數皆呈現顯著為正的情況。換言之，獨立董、監事比例對公司價值所產生影響是很明顯，實證結果為支持假說一。

在董事會規模與公司價值有關(假說二)的測試方面，在電子資訊業之董事會規模(LOGB)之係數皆呈現顯著為正的情況；在非電子資訊業之董事會規模(LOGB)之係數皆不具統計顯著性。換言之，董事會規模對公司價值所產生影響，在電子資訊業，對公司價值之影響很明顯，實證結果支持假說二；在非電子資訊業下，對公司價值不是很明顯，實證結果並未支持假說二。

在董事會股權結構與公司價值有關的測試方面，在電子資訊業之家族持股比率(FAMS)之係數皆不具統計顯著性；在非電子資訊業之家族持股比率(FAMS)之係數皆呈現顯著為正的情況。換言之，家族持股比率對公司價值所產生影響，在電子資訊業，對

公司價值之影響並不是很明顯，實證結果並未支持假說三；在非電子資訊業下，對公司價值是呈現正相關，實證結果支持假說三。

在假說四之外部機構投資人持股比率的測試方面，可以發現不論在電子資訊業或非電子資訊業之外國機構投資人持股比率(FINS)及本國機構投資人持股比率(DINS)之係數呈現顯著為正的情況，代表當外國機構投資人持股比率(FINS)、本國機構投資人持股比率(DINS)比率增加時，公司價值愈佳，兩者呈現正相關。換言之，外部機構投資人持股比率董事會規模對公司價值所產生的影響是很明顯，實證結果為支持假說四。

假說五之銀行持股比率(BANK)的測試方面，在電子資訊業之銀行持股比率(BANK)之係數皆不具統計顯著性；在非電子資訊業之銀行持股比率(BANK)之係數皆呈現顯著為正的情況。換言之，銀行持股比率對公司價值所產生影響，在電子資訊業，對公司價值之影響並不是很明顯，實證結果並未支持假說五；在非電子資訊業下，對公司價值是呈現正相關，實證結果支持假說五。

Panel B 為考慮在公司不同股權結構下，獨立董、監事比例與其他實驗變數間之交叉乘項的迴歸估計值。從表 4-8 Panel B 中可發現，電子資訊業之獨立董、監事席次比例(INDR)、外國機構投資人持股比率(FINS)及本國機構投資人持股比率(DINS)之係數皆呈現顯著為正，實證結果支持假說一及假說四。

在交叉乘項的迴歸估計值，獨立董、監事席次比例與董事會規模($INDR * LOGB$)及獨立董、監事席次比例與外國機構投資人持股比率($INDR * FINS$)之係數皆呈現顯著為正。顯示在電子資訊業，獨立董、監事席次比例與董事會規模及外國機構投資人持股比率間具有相乘效果，董事會規模及外國機構投資人持股比率對獨立董、監事席次比例有正面影響。

從表 4-9 Panel B 中可發現，非電子資訊業之獨立董、監事席次比例(INDR)、家族持股比率(FAMS)、外國機構投資人持股比率(FINS)及本國機構投資人持股比率(DINS)之係數皆呈現顯著為正，實證結果支持假說一、假說三及假說四。

在交叉乘項的迴歸估計值，獨立董、監事席次比例與董事會規模($INDR * LOGB$)、獨立董、監事席次比例與外國機構投資人持股比率($INDR * FINS$)、獨立董、監事席次比例與本國機構投資人持股比率($INDR * DINS$)及獨立董、監事席次比例與家族持股比率($INDR * FAMS$)之係數呈現顯著為正，顯示在非電子資訊業，獨立董、監事席次比例與董事會規模、家族持股比率、外國機構投資人持股比率及本國機構投資人持股比率間具有相乘效果，對獨立董、監事席次比例有正面影響。



表 4-7 以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值影響之估計結果-全部樣本

	Panel A						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INDR</i>	2.25596 (0.0017)***	0.37664 (0.0005)***					
<i>LOGB</i>	-0.14261 (0.0170)**		-0.10038 (0.1013)				
<i>FINS</i>	1.42316 (<.0001)***			1.35454 (<.0001)***			
<i>FAMS</i>	-0.15248 (0.1520)				0.00966 (0.9214)		
<i>DINS</i>	0.44932 (<.0001)***					0.25297 (0.0036)***	
<i>BANK</i>	0.25317 (0.6323)						0.94643 (0.0792)*
<i>RDR</i>	3.69385 (<.0001)***	4.06611 (<.0001)***	4.46643 (<.0001)***	3.95682 (<.0001)***	4.46321 (<.0001)***	4.59662 (<.0001)***	4.41363 (<.0001)***
<i>DR</i>	-0.31697 (0.0071)***	-0.35104 (0.0035)***	-0.32037 (0.0078)***	-0.20233 (0.0836)*	-0.30146 (0.0120)**	-0.32732 (0.0063)***	-0.30334 (0.0113)**
<i>ROA</i>	5.37085 (<.0001)***	5.85108 (<.0001)***	6.01506 (<.0001)***	5.70303 (<.0001)***	6.02355 (<.0001)***	5.93536 (<.0001)***	5.99003 (<.0001)***
<i>LOGA</i>	-0.03242 (0.0337)**	0.03314 (0.0109)**	0.03174 (0.0190)**	-0.03272 (0.0197)**	0.02488 (0.0546)*	0.01887 (0.1453)	0.01983 (0.1309)
<i>DROA</i>	-0.25867 (<.0001)***	-0.26736 (<.0001)***	-0.25642 (<.0001)***	-0.25436 (<.0001)***	-0.26034 (<.0001)***	-0.26289 (<.0001)***	-0.26507 (<.0001)***
<i>BETA</i>	-0.00794 (0.0597)*	-0.00863 (0.0478)**	-0.00923 (0.0352)**	-0.0088 (0.0385)**	-0.00881 (0.0442)**	-0.00806 (0.0651)*	-0.00894 (0.0409)**
<i>Y2004</i>	-0.22756 (<.0001)***	-0.26755 (<.0001)***	-0.28306 (<.0001)***	-0.24478 (<.0001)***	-0.28228 (<.0001)***	-0.28204 (<.0001)***	-0.27847 (<.0001)***
<i>Y2005</i>	-0.18356 (<.0001)***	-0.19143 (<.0001)***	-0.19514 (<.0001)***	-0.19456 (<.0001)***	-0.19435 (<.0001)***	-0.18966 (<.0001)***	-0.19091 (<.0001)***
<i>Intercept</i>	1.10524 (<.0001)***	1.10524 (<.0001)***	1.36132 (<.0001)***	2.00925 (<.0001)***	1.23681 (<.0001)***	1.27475 (<.0001)***	1.3087 (<.0001)***
<i>F Value</i>	92.51 (<.0001)***	122.82 (<.0001)***	120.94 (<.0001)***	136.58 (<.0001)***	122.11 (<.0001)***	120.4 (<.0001)***	121.02 (<.0001)***
<i>Observations</i>	1350	1350	1350	1350	1350	1350	1350
<i>Adj R-Sq</i>	0.4871	0.4483	0.4445	0.4749	0.4469	0.4434	0.4447

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

表 4-7 以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值影響之估計結果-全部樣本

	Panel B						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INDR</i>	-0.15449 (0.0180)**	-0.14821 (0.0142)**	-0.1468 (0.0229)**	-0.13838 (0.0209)**	-0.14265 (0.0171)**	-0.14699 (0.0138)**	-0.14255 (0.0171)**
<i>LOGB</i>	0.31685 (0.8188)	0.54711 (0.1284)	0.13326 (0.9074)	0.2649 (0.0343)**	0.33368 (0.0617)*	-0.03718 (0.8534)	0.33545 (0.0044)***
<i>FINS</i>	1.29051 (0.0001)***	1.41673 (0.0001)***	1.42279 (0.0001)***	1.31976 (0.0001)***	1.42318 (0.0001)***	1.44483 (0.0001)***	1.42262 (0.0001)***
<i>FAMS</i>	-0.35727 (0.0077)***	-0.14442 (0.1780)	-0.15247 (0.1521)	-0.1458 (0.1716)	-0.15254 (0.1521)	-0.30421 (0.0173)**	-0.15277 (0.1515)
<i>DINS</i>	0.52992 (0.0001)***	0.44757 (0.0001)***	0.44829 (0.0001)***	0.44282 (0.0001)***	0.45061 (0.0001)***	0.46051 (0.0001)***	0.44921 (0.0001)***
<i>BANK</i>	0.27438 (0.6954)	0.22402 (0.6733)	0.24511 (0.6446)	0.28155 (0.5953)	0.25285 (0.6331)	0.2878 (0.5862)	0.29295 (0.6704)
<i>INDR*INDR</i>	-1.04868 (0.2853)	-0.56827 (0.5291)					
<i>INDR*LOGB</i>	-0.0243 (0.9654)		0.08903 (0.8626)				
<i>INDR*FINS</i>	1.25208 (0.1582)			0.83874 (0.3306)			
<i>INDR*DINS</i>	-0.60764 (0.2808)				-0.0102 (0.9834)		
<i>INDR*FAMS</i>	1.82677 (0.0060)***					1.22787 (0.0322)**	
<i>INDR*BANK</i>	0.0125 (0.9972)						-0.3106 (0.9280)
<i>RDR</i>	3.70579 ($<.0001$)***	3.66785 ($<.0001$)***	3.69249 ($<.0001$)***	3.66927 ($<.0001$)***	3.69404 ($<.0001$)***	3.75088 ($<.0001$)***	3.69367 ($<.0001$)***
<i>DR</i>	-0.31552 (0.0075)***	-0.31784 (0.0070)***	-0.31697 (0.0071)***	-0.31426 (0.0076)***	-0.31677 (0.0074)***	-0.32538 (0.0057)***	-0.31666 (0.0072)***
<i>ROA</i>	5.35528 ($<.0001$)***	5.36664 ($<.0001$)***	5.37033 ($<.0001$)***	5.37402 ($<.0001$)***	5.37102 ($<.0001$)***	5.35516 ($<.0001$)***	5.37137 ($<.0001$)***
<i>LOGA</i>	-0.03245 (0.0348)**	-0.03123 (0.0423)**	-0.03237 (0.0340)**	-0.03268 (0.0323)**	-0.03241 (0.0338)**	-0.03387 (0.0265)**	-0.03245 (0.0336)***
<i>DROA</i>	-0.25697 ($<.0001$)***	-0.25838 ($<.0001$)***	-0.25789 ($<.0001$)***	-0.25675 ($<.0001$)***	-0.2587 ($<.0001$)***	-0.25857 ($<.0001$)***	-0.25881 ($<.0001$)***
<i>BETA</i>	-0.0079 (0.0615)*	-0.00786 (0.0627)*	-0.0079 (0.0618)*	-0.00795 (0.0595)*	-0.00794 (0.0598)*	-0.00793 (0.0598)*	-0.00794 (0.0599)*
<i>Y2004</i>	-0.22574	-0.22664	-0.22762	-0.22605	-0.22756	-0.22902	-0.22760

Y2005	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
	-0.18337	-0.18316	-0.18357	-0.18299	-0.18356	-0.18484	-0.18357
	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
	2.32079	2.24602	2.26415	2.25465	2.25554	2.33182	2.25591
Intercept	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
F Value	65.35	86.33	86.28	86.4	86.27	86.88	86.27
	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
Observations	1350	1350	1350	1350	1350	1350	1350
Adj R-Sq	0.4882	0.4869	0.4867	0.4871	0.4867	0.4885	0.4867

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。



表 4-8 以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值影響之估計結果-電子資訊業

	Panel A						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INDR</i>	0.28274 (0.0310)**	0.31364 (0.0181)**					
<i>LOGB</i>	-0.00316 (0.0841)*		0.01219 (0.0402)**				
<i>FINS</i>	1.96954 (0.0001)***			1.80563 (<0.0001)***			
<i>FAMS</i>	-0.07721 (0.6993)				0.03214 (0.8574)		
<i>DINS</i>	0.65159 (0.0002)***					0.3538 (0.0206)**	
<i>BANK</i>	-0.71165 (0.3971)						-0.20541 (0.8090)
<i>RDR</i>	2.42404 (0.0007)***	3.0781 (<0.0001)***	2.92243 (<0.0001)***	2.30958 0.0013	2.9448 (<0.0001)***	2.95839 (<0.0001)***	2.93346 (<0.0001)***
<i>DR</i>	-0.51845 (0.0127)**	-0.5166 (0.0147)**	-0.49225 (0.0219)**	-0.39209 (0.0564)*	-0.49213 (0.0207)**	-0.55482 (0.0093)***	-0.4891 (0.0212)**
<i>ROA</i>	6.44188 (<0.0001)***	7.08032 (<0.0001)***	7.10881 (<0.0001)***	6.7629 (<0.0001)***	7.10755 (<0.0001)***	6.95182 (<0.0001)***	7.1206 (<0.0001)***
<i>LOGA</i>	-0.05199 (0.0370)**	0.05969 (0.0034)***	0.04529 (0.0215)**	-0.04739 (0.0392)**	0.04563 (0.0207)**	0.03856 (0.0491)**	0.04622 (0.0212)**
<i>DROA</i>	-0.45529 (<0.0001)***	-0.45011 (<0.0001)***	-0.45422 (<0.0001)***	-0.4445 (<0.0001)***	-0.45437 (<0.0001)***	-0.46461 (<0.0001)***	-0.45281 (<0.0001)***
<i>BETA</i>	-0.0066 (0.1832)	-0.00843 (0.1014)	-0.00724 (0.1589)	-0.0074 (0.1361)	-0.00726 (0.1581)	-0.00629 (0.2204)	-0.00721 (0.1605)
<i>Y2004</i>	-0.34028 (<0.0001)***	-0.41216 (<0.0001)***	-0.40586 (<0.0001)***	-0.34122 (<0.0001)***	-0.40743 (<0.0001)***	-0.40526 (<0.0001)***	-0.40785 (<0.0001)***
<i>Y2005</i>	-0.17086 (0.0038)***	-0.17805 (0.0037)***	-0.17515 (0.0045)***	-0.17443 (0.0034)***	-0.17566 (0.0044)***	-0.17159 (0.0052)***	-0.17587 (0.0043)***
<i>Intercept</i>	3.16216 (0.0001)***	1.74287 (<0.0001)***	1.26573 (<0.0001)***	2.54438 (<0.0001)***	1.25504 (0.0002)***	1.32008 (<0.0001)***	1.25422 (0.0002)***
<i>F Value</i>	51.13 (<0.0001)***	65.38 (<0.0001)***	66.53 (<0.0001)***	75.47 (<0.0001)***	66.48 (<0.0001)***	65.38 (<0.0001)***	65.39 (<0.0001)***
<i>Observations</i>	705	705	705	705	705	705	705
<i>Adj R-Sq</i>	0.4992	0.4515	0.4558	0.4877	0.4557	0.4515	0.4515

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

表 4-8 以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值影響之估計結果-電子資訊業

	Panel B						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INDR</i>	0.29600 (0.0821)*	0.27518 (0.0431)**	0.26043 (0.1207)	0.29922 (0.0226)**	0.28362 (0.0308)**	0.28936 (0.0273)**	0.28372 (0.0306)**
<i>LOGB</i>	-0.05957 (0.0774)*	-0.11139 (0.0369)*	-0.38687 (0.0332)**	-0.18670 (0.1300)	-0.03581 (0.0964)*	-0.36177 (0.1145)	-0.02412 (0.0939)*
<i>FINS</i>	2.34808 ($<.0001$)***	1.97401 ($<.0001$)***	1.96988 ($<.0001$)***	2.39524 ($<.0001$)***	1.97092 ($<.0001$)***	2.00467 ($<.0001$)***	1.96718 ($<.0001$)***
<i>FAMS</i>	-0.34866 (0.2324)	-0.08455 (0.6771)	-0.07687 (0.7007)	-0.08616 (0.6660)	-0.07663 (0.7017)	-0.31688 (0.2195)	-0.07745 (0.6986)
<i>DINS</i>	0.80028 (0.0021)***	0.65152 (0.0002)***	0.65622 (0.0002)***	0.66518 (0.0001)***	0.62925 (0.0066)***	0.65519 (0.0002)***	0.64985 (0.0002)***
<i>BANK</i>	-1.08023 (0.4379)	-0.6921 (0.4134)	-0.7106 (0.3982)	-0.77114 (0.3585)	-0.70337 (0.4041)	-0.65863 (0.4332)	-0.38423 (0.7732)
<i>INDR*INDR</i>	-0.13032 (0.9260)	0.27346 (0.8342)					
<i>INDR*LOGB</i>	-0.03981 (0.9639)		-0.17774 (0.0612)*				
<i>INDR*FINS</i>	-1.8831 (0.1740)			-2.30627 (0.0779)*			
<i>INDR*DINS</i>	-0.67236 (0.4995)				0.11475 (0.8843)		
<i>INDR*FAMS</i>	1.51267 (0.2145)					1.37061 (0.1424)	
<i>INDR*BANK</i>	1.65088 (0.7710)						-1.68456 (0.7516)
<i>RDR</i>	2.47342 (0.0007)***	2.42785 (0.0007)***	2.41421 (0.0008)***	2.49878 (0.0005)***	2.41876 (0.0008)***	2.38493 (0.0009)***	2.41938 (0.0008)***
<i>DR</i>	-0.52043 (0.0133)**	-0.51836 (0.0128)**	-0.51935 (0.0126)***	-0.52352 (0.0117)***	-0.52222 (0.0128)***	-0.53549 (0.0101)***	-0.51758 (0.0129)***
<i>ROA</i>	6.42946 ($<.0001$)***	6.4406 ($<.0001$)***	6.44349 ($<.0001$)***	6.43150 ($<.0001$)***	6.43869 ($<.0001$)***	6.41841 ($<.0001$)***	6.43955 ($<.0001$)***
<i>LOGA</i>	-0.05686 (0.0254)**	-0.05292 (0.0367)**	-0.05229 (0.0363)**	-0.05431 (0.0293)**	-0.05217 (0.0367)***	-0.05634 (0.0247)**	-0.0524 (0.0359)**
<i>DROA</i>	-0.46150 (0.0001)***	-0.45412 (0.0001)***	-0.45700 (0.0001)***	-0.45898 (0.0001)***	-0.4546 (0.0001)***	-0.4532 (0.0001)***	-0.45475 (0.0001)***
<i>BETA</i>	-0.00654 (0.1884)	-0.00663 (0.1821)	-0.00663 (0.1818)	-0.00662 (0.1814)	-0.00661 (0.1833)	-0.00656 (0.1858)	-0.00661 (0.1827)
<i>Y2004</i>	-0.34004	-0.34052	-0.34035	-0.34275	-0.34035	-0.33894	-0.34055

<i>Y2005</i>	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***
	-0.17096	-0.17101	-0.17101	-0.17262	-0.17085	-0.16987	-0.17112
	(0.0038)***	(0.0038)***	(0.0038)***	(0.0034)***	(0.0038)***	(0.0040)***	(0.0038)***
	3.27532	3.16317	3.11982	3.20446	3.17397	3.30838	3.16586
	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***	(0.0001)***
<i>Intercept</i>							
<i>F Value</i>	35.96	47.66	47.66	48.08	47.66	47.95	47.67
	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
<i>Observations</i>	705	705	705	705	705	705	705
<i>Adj R-Sq</i>	0.4983	0.4985	0.4985	0.5008	0.4985	0.5001	0.4986

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。



表 4-9 以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值影響之估計結果-非電子資訊業

	Panel A						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INDR</i>	0.40077 (0.0042)***	0.45588 (0.0014)***					
<i>LOGB</i>	0.03142 (0.5214)		0.04305 (0.3931)				
<i>FINS</i>	0.90404 ($<.0001$)***			0.90289 ($<.0001$)***			
<i>FAMS</i>	0.14102 (0.0514)*				0.24015 (0.0082)***		
<i>DINS</i>	0.15076 (0.0847)*					0.16474 (0.0408)**	
<i>BANK</i>	1.27501 (0.0157)**						1.69729 (0.0017)***
<i>RDR</i>	2.19178 (0.0389)**	1.91215 (0.078)*	2.28859 (0.0357)**	1.94594 (0.0657)*	2.39824 (0.0271)**	2.6478 (0.0165)**	2.31086 (0.0325)**
<i>DR</i>	-0.14911 (0.1597)	-0.23907 (0.0272)**	-0.21856 (0.0471)**	-0.15978 (0.1330)	-0.21605 (0.0467)**	-0.23624 (0.0299)**	-0.22873 (0.0346)**
<i>ROA</i>	3.3687 ($<.0001$)***	3.71584 ($<.0001$)***	3.83974 ($<.0001$)***	3.56424 ($<.0001$)***	3.80628 ($<.0001$)***	3.81242 ($<.0001$)***	3.77377 ($<.0001$)***
<i>LOGA</i>	-0.01428 (0.4057)	0.03522 (0.0223)**	0.02056 (0.2107)	-0.0057 (0.7148)	0.0259 (0.0874)*	0.01837 (0.2393)	0.01767 (0.2490)
<i>DROA</i>	-0.06854 (0.1636)	-0.06847 (0.1797)	-0.06251 (0.2237)	-0.05729 (0.2504)	-0.06061 (0.2356)	-0.05881 (0.2510)	-0.07109 (0.1641)
<i>BETA</i>	-0.10987 (0.0428)**	-0.19832 (0.0002)***	-0.21571 ($<.0001$)***	-0.17805 (0.0007)***	-0.19728 (0.0003)***	-0.20172 (0.0002)***	-0.21815 ($<.0001$)***
<i>Y2004</i>	-0.10832 (0.0035)***	-0.10974 (0.0043)***	-0.11312 (0.0035)***	-0.10206 (0.0066)***	-0.11879 (0.0021)***	-0.1165 (0.0026)***	-0.11022 (0.0041)***
<i>Y2005</i>	-0.18196 ($<.0001$)***	-0.17256 ($<.0001$)***	-0.16834 ($<.0001$)***	-0.17725 ($<.0001$)***	-0.17252 ($<.0001$)***	-0.16812 ($<.0001$)***	-0.15946 ($<.0001$)***
<i>Intercept</i>	1.40449 ($<.0001$)***	0.9543 ($<.0001$)***	1.10414 ($<.0001$)***	1.50711 ($<.0001$)***	1.02572 ($<.0001$)***	1.17936 ($<.0001$)***	1.23423 ($<.0001$)***
<i>F Value</i>	40.12 ($<.0001$)***	51.77 ($<.0001$)***	49.96 ($<.0001$)***	57.39 ($<.0001$)***	50.62 ($<.0001$)***	51.15 ($<.0001$)***	51.7 ($<.0001$)***
<i>Observations</i>	645	645	645	645	645	645	645
<i>Adj R-Sq</i>	0.4596	0.4150	0.4063	0.4407	0.4095	0.4121	0.4147

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

表 4-9 以 Tobin Q 比率做為應變數，獨立董、監事對公司價值影響之估計結果-非電子資訊業

	Panel B						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INDR</i>	1.15428 (0.0002)***	1.55799 (0.0055)***	-2.05585 (0.0004)***	0.16922 (0.0131)**	0.65794 (0.0025)***	-0.59098 (0.0767)*	0.29204 (0.0537)*
<i>LOGB</i>	0.00031 (0.9949)	0.02059 (0.6738)	0.00993 (0.8441)	0.03491 (0.4738)	0.02848 (0.5611)	0.02672 (0.5829)	0.02267 (0.6446)
<i>FINS</i>	0.73482 ($<.0001$)***	0.88995 ($<.0001$)***	0.89241 ($<.0001$)***	0.70306 ($<.0001$)***	0.92018 ($<.0001$)***	0.90643 ($<.0001$)***	0.9099 ($<.0001$)***
<i>FAMS</i>	0.96631 (0.0889)*	1.25508 (0.0169)**	1.15549 (0.0297)**	1.33819 (0.0109)**	1.23843 (0.0190)**	1.26303 (0.0159)**	0.82876 (0.1528)**
<i>DINS</i>	0.30818 (0.0014)***	0.12787 -0.1432	0.14500 (0.0970)*	0.13575 -0.1189	0.21581 (0.0262)**	0.17576 (0.0437)**	0.15724 (0.0719)*
<i>BANK</i>	-0.09679 (0.3701)	0.15222 (0.1199)	0.13954 (0.1551)	0.14767 (0.1308)	0.13136 (0.1818)	-0.01454 (0.8934)	0.13411 (0.1719)
<i>INDR*INDR</i>	-4.79403 (0.5322)	-3.16991 (0.8044)					
<i>INDR*LOGB</i>	-0.05369 (0.9427)		1.11272 (0.0853)*				
<i>INDR*FINS</i>	3.24093 (0.0043)***			3.32011 (0.0034)***			
<i>INDR*DINS</i>	-2.29681 (0.0002)***				-0.9026 (0.1231)		
<i>INDR*FAMS</i>	3.6168 ($<.0001$)***					2.41342 (0.0011)***	
<i>INDR*BANK</i>	5.21329 (0.3538)						9.90141 (0.0666)*
<i>RDR</i>	2.55331 (0.0141)**	2.07183 (0.0499)**	2.21411 (0.0367)	2.21323 (0.0359)**	2.14759 (0.0429)**	2.63771 (0.0131)**	2.12959 (0.0445)**
<i>DR</i>	-0.17183 (0.0963)*	-0.1597 (0.1304)	-0.15502 (0.1434)	-0.14588 (0.1664)	-0.14304 (0.1772)	-0.16066 (0.1272)	-0.16483 (0.1207)
<i>ROA</i>	3.21669 ($<.0001$)***	3.31068 ($<.0001$)***	3.35594 ($<.0001$)***	3.36047 ($<.0001$)***	3.36372 ($<.0001$)***	3.3522 ($<.0001$)***	3.3317 ($<.0001$)***
<i>LOGA</i>	-0.01263 (0.4497)	-0.01207 (0.4805)	-0.01267 (0.4607)	-0.01308 (0.4438)	-0.01512 (0.3786)	-0.01529 (0.3700)	-0.01271 (0.4592)
<i>DROA</i>	-0.04156 (0.3863)	-0.05756 (0.2410)	-0.06243 (0.2049)	-0.06154 (0.2088)	-0.06916 (0.1594)	-0.06703 (0.1698)	-0.06259 (0.2034)
<i>BETA</i>	-0.09925 (0.0603)*	-0.1019 (0.0592)*	-0.10498 (0.0529)*	-0.10015 (0.0637)*	-0.11237 (0.0382)**	-0.11195 (0.0376)**	-0.11221 (0.0383)**
<i>Y2004</i>	-0.10368	-0.10144	-0.11007	-0.10568	-0.10902	-0.11205	-0.11033

<i>Y2005</i> <i>Intercept</i>	(0.0042)***	(0.0061)***	(0.0030)***	(0.0042)***	(0.0033)***	(0.0024)***	(0.0029)***
	-0.18322	-0.1803	-0.18404	-0.18394	-0.18044	-0.18622	-0.18085
	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
	1.46237	1.38021	1.42548	1.37750	1.40767	1.47823	1.41092
	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
<i>F Value</i>	32.18	38.36	37.76	38.48	37.68	38.73	37.81
	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***	(<.0001)***
<i>Observations</i>	645	645	645	645	645	645	645
<i>Adj R-Sq</i>	0.4920	0.4653	0.4613	0.4661	0.4608	0.4678	0.4616

註 1. 變數定義與表 4-1 相同。

2. ***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。



第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究係以公司治理角度，探討台灣上市公司獨立董事機制和公司價值的關係，並考量家族持股、外部機構投資人及銀行持股之不同董事會股權控制型態。茲將本研究所得結果彙總如下：

一、假說一：獨立董、監事比例與公司價值有關。

因現代公司的所有權與控制權分離所產生的代理問題，董事會被賦予的職責是監督管理者與保護股東的利益(Berle and Means, 1933)，為了更有效率的執行，董事會需要獨立，而獨立董事的設置會促進公司價值。然而現有美國公司的實證研究，並未發現外部董事與公司價值間具有許多的關鍵性(Hermalin and Weisbach, 2003)，為什麼會有如此的原因之一可能是董事是否具有獨立性對公司價值的影響並不重要(Monks and Minow, 1995)，除非獨立董事有積極參與公司主要經營決策，否則獨立董事可能因缺乏瞭解公司的經營策略，而無法增進公司價值。然而，董事會似乎在經濟環境不穩定及受到外來的刺激時扮演顯著的角色(e.g., Daily, 1996)。

本研究係探討，在亞洲發生金融風暴之後，新興市場國家中，以台灣為例，政府為健全我國公司治理，強化董事之獨立性與功能及提升董事會運作效能，並落實專業人員及經營者之責任，經參考各國相關規定，修訂證交法第十四條，並引進獨立董事制度，並於2007年1月1日起施行。

實證研究結果顯示，不論在電子資訊業或非電子資訊業之獨立董、監事比例與公司價值具有明顯且正向關係，換言之，獨立董、監事的設置，在受到外部環境衝擊和外部治理機制不佳，的確可以提高公司的績效。相對於美國公司的實證研究結果顯示，外部董事與公司價值間並不具有關聯性。獨立董事在由內部人主導的董事會能夠增進公司價值，特別是處於新興市場國家中，外部的治理機制並不足夠對公司進行監督及缺乏相關法令的制度。

二、假說二：董事會規模與公司價值有關。

實證研究結果顯示，在電子資訊業之董事會規模與公司價值之相關性呈現顯著為正的情況，董事會規模與公司價值之相關性是很顯著；在非電子資訊業之董事會規模與公司價值之相關性並不是很顯著。換言之，董事會規模對公司價值所產生影響，在電子資訊業，對公司價值之影響很明顯，實證結果支持假說二；在非電子資訊業下，對公司價值不是很明顯，實證結果並未支持假說二。

三、假說三：家族持股比率與公司價值有關。

實證研究結果顯示，在董事會股權結構中，家族持股比率對公司價值則具有顯著的影響，在電子資訊業之家族持股比率與公司價值之相關性並不是很顯著；在非電子資訊業之家族持股比率與公司價值之相關性，呈現顯著為正的情況，家族持股與公司價值之相關性是很顯著。換言之，在電子資訊業，家族持股比率對公司價值所產生影響不是很明顯，實證結果並未支持假說三；在非電子資訊業下，家族持股比率對公司價值之影響很明顯，實證結果支持假說三。

四、假說四：外部機構投資人(分為外國機構投資人及本國機構投資人持股比率)與公司價值有關。

實證研究結果顯示，在董事會股權結構中，不論在電子資訊業或非電子資訊業之外國機構投資人及本國機構投資人持股比率對公司價值具有顯著的影響，實證結果支持假說四。

國外的研究結果顯示，外部股東持股會減輕管理者的機會主義或自利行為(e.g., Shleifer and Vishny, 1997)，或外部機構投資人參與，在流動性較差的市場中，會增進公司監督(e.g., Froot, Perold and Stein, 1992)，對公司價值有正面的影響。

五、假說五：銀行持股比率與公司價值有關。

實證研究結果顯示，在董事會股權結構中，不論在電子資訊業或非電子資訊業之銀

行持股比率對公司價值並不具有顯著的影響，實證結果並未支持假說五。

第二節 研究建議

我國上市公司董事會的家族色彩濃厚，董事會在公司治理上所扮演的角色，過去一直都是各界批評的問題，為因應此一問題，證交法第二十六條之三有關排除同一法人股東得同時指派代表人擔任董、監事職務，以及限制具家族色彩之公開發行公司一定親屬間董、監事席次，對我國一般企業及家族色彩濃厚之公司的公司治理，應可發揮一定之正面作用，其立法方向值得贊同。另一方面，證交所近年來積極推動獨立董事制度，然而，推動獨立董事制度的成本效益亦倍受各方爭議。因此，本研究根據實證結果提出個人拙見，以供各界先進批評指正。

- 一、股東在投資公司鼓勵提昇公司價值中扮演重要角色，特別是退休基金等中長期投資者，相較於美國公共退休基金(如 CalPERS)對推動其所投資公司做好公司治理的努力，國內退休基金在推動上市公司做好公司治理的效用上仍屬消極被動，且對其身為股東的角色之認知不足。機構投資人參與確實可提高公司價值，建議放寬機構投資人股權投資的限制規定，使機構投資人能發行公司治理之功能。
- 二、依證交法規定，由獨立董事組成審計委員會時，獨立董事具有監察權，此時公司也不可再設置監察人。換言之，成為董事會單軌制之制度。因此，一旦獨立董事組成審計委員會時，其便擁有了監察權，而獨立董事既係董事，自然也係董事會的成員，故同時又兼有公司業務政策決定及執行之權。換言之，獨立董事此時既決定及執行公司業務，又負有監督之職責，此種情況恐怕也有違制衡之設計。但這些議題，不在本研究的討論範圍。因此，這部分就留待後人去研究發揮了。
- 三、因電子資訊產業和非電子資訊產業的董事會股權結構特性不同，造成實證結果有所差異，此部份要留待後續研究者繼續進行研究分析。

制度沒有絕對的好壞，端看使用、適合者心存何種心態而定。獨立董事與審計委員會之制度，公司之主要經營者如只是將之視為一種法令的要求而純粹虛應故事，如此，

則獨立董事制度將只是一個可遠觀之「花瓶」而已。作為一家公開發行公司之主要經營者實不應再將公司視為純粹之個人財產，因為它既已公眾化(going public)，自不宜如此看待。展望未來，我國將有三種型態之公司價值結構，惟無論採用何者，公司主要經營者之「誠信」才是公司治理的基礎，這點應無疑義。



參考文獻

中文部分

1. 王鼎立，2002，董事會結構與公司盈餘傳遞效果，東吳大學會計研究所未出版碩士論文
2. 陳茵琦，「機構投資人與公司治理」，證券櫃檯月刊，第 111 期，頁 57-68。
3. 葉銀華、李存修、柯承恩，2002，「公司治理與評等系統」，商智文化
4. 楊麗玲、沈明鑑，「公司治理：董事會組成、股權結構與盈餘管理」，證券櫃檯月刊，第 114 期，頁 68-77。
5. 劉連煜，「公開發行公司董事會、監察人之重大變革-證交法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論」，證券櫃檯月刊，第116期，頁 12-21。
6. 廖秀梅，2004，董事會結構與公司價值關係之研究探討台灣家族控制企業因素的影響，國立臺北大學會計研究所未出版博士論文

英文部分

1. Agrawal, A., Knoeber, C., 1996. "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholder", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
2. Barmhart, S.W. and S. Rosenatein. 1998. "Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis", *The Financial Review* 33, 1-16.
3. Berle, A., Means. G., 1933. "The modern corporation and private property", Macmillan, NewYork.
4. Baysinger B. D. and R. R. Hoskisson. 1990. "The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy", *Academy of Management Review* 15:72-87.
5. Bhagat, S., Black, B., 2002. "The non-correlation between board independence and long-term firm performance", *Journal of Corporation Law* 27: 231-273
6. Brickley, J., Coles, J., Terry, R., 1994. "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics* 35: 371-390.

7. Byrd, J., Hickman, K., 1992. "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics* 32, 195-222.
8. Choi, J., S. Park, and S. Yoo, 2005. "Do outside directors enhance firm performance? Evidence from an emerging market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
9. Choi, J., S. Park, and S. Yoo, 2007, *The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming
10. Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., Johnson, J., 1998. "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, financial performance", *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
11. Demsetz, H., Lehn, K., 1985. "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
12. Denis, D., McConnell, J., 2003. "International corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 1-36.
13. Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M., 1998. "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics* 48, 35-54.
14. Fama, E., Jensen, M., 1985. "Organizational forms and investment decisions", *Journal of Financial Economics* 14, 101-119.
15. Hermalin, B., Weisbach, M., 1991. "The effect of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management* 20, 101-112.
16. Hermalin, B., Weisbach, M., 1998. "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", *American Economic Review* 88, 96-118.
17. Jensen, M., Meckling, W.H., 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
18. Kang, J.-K., Shivadasani, A., 1995. "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan", *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.
19. Klein, A., 1998. "Firm performance and board committee structure", *Journal of Law and Economics* 41, 275-303.
20. Lins, K., 2003. "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159-184.
21. Mak, Y., Li, Y., 2001. "Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore", *Journal of Corporate Finance* 7, 235-256.
22. Mehran, H., 1995. "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.

23. Rosenstein, S., Wyatt, J., 1990. "Outside directors, board independence, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 26, 175-191.
24. Shleifer, A., Vishny, R., 1997. "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52, 737-783.
25. Weisbach, M., 1988. "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics* 20, 431-461.
26. Yermack, D., 1996. "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

