

國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

獨立董監事兼職數之決定因素及對公司績效的影響

—以上市櫃電子業為例

**The Determinants of the Directorships Held by Independent
Directors and Supervisors and the Impact of Directorships
on Firm Performance**

研究生：曾琬惠

指導教授：許和鈞 博士

林建榮 博士

中華民國九十六年六月

獨立董監事兼職數之決定因素及對公司績效的影響
—以上市櫃電子業為例

**The Determinants of the Directorships Held by Independent
Directors and Supervisors and the Impact of Directorships
on Firm Performance**

研究生：曾琬惠

Student : Chu-Hui Tseng

指導教授：許和鈞 博士

Advisor : Dr. Her-Jiun Sheu

林建榮 博士

Dr. Jane-Raung Lin



A Thesis

Submitted to Graduate Institute of Finance
National Chiao Tung University
in partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master of Science
in
Finance

June 2007

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十六年六月

獨立董監事兼職數之決定因素及對公司績效的影響

—以上市櫃電子業為例

研究生：曾琬惠

指導教授：許和鈞 博士

林建榮 博士

國立交通大學財務金融研究所碩士班

2007年6月

摘要

為了健全公司治理制度與國際接軌，以提升競爭力，證交法於 2006 年修正並公佈條文，規定主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。而為了避免影響獨立董事執行職務的品質，規定公開發行公司之獨立董事兼任其他公開發行公司獨立董事不得超過三家。

本研究主要探討影響獨立董監事任職數的因素，以及獨立董監事是否會因本身兼任太多其他公司董監席次，限制了其時間及心力而難以專注於一家公司上，導致無法有效監督經營團隊。研究對象為台灣上市櫃電子業，研究期間為 2003 年至 2005 年，至少設立一名獨立董事及獨立監察人者。實證結果發現：

- 一、獨立董監事為其他公司總經理、具財會、商務背景、學歷在碩博士以上、平均公司規模皆與其是否忙碌呈正相關，公司過去平均績效與其是否忙碌呈負相關。
- 二、獨立董監事兼任情形與公司績效呈負相關。
- 三、獨立董監事兼任過多會加深監察人內部化對公司績效的負面影響
- 四、獨立董監事兼任過多會加深經理人涉入董事會對公司績效的負面影響
- 五、獨立董監事兼任過多會加深控制股東控制權偏離盈餘權對公司績效的負面影響

ABSTRACT

In 2006, in order to improve the corporate governance systems and enhance its market competitive capabilities, The Security Exchange Commission (TSEC) decreed that for publicly listed companies, the Board of Directors should have at least two independent directors and can not hold less than 1/3 of the total directorships. To avoid worsening the quality of supervising, TSEC stipulated that the independent directors should not hold more than three independent directorships of other publicly listed companies.

The main purpose of this study is to explore the determinants of the directorships held by independent directors and the relation between the firm performance and directorships held by independent directors. In this study, the sample is the electronic industry with at least one independent director and one independent supervisor in the Taiwan Stock Exchange Corporate (TSEC) and Over-the-Counter market (OTC) from 2003 to 2005. Our empirical results show:

1. Independent directors with the qualification of experts ,masters or top managers in other companies and average firm size are significantly positively associated with the number of directorships they hold. Average past performance of the firms for which independent directors serve is significantly negatively associated with the number of directorships they hold.
2. The existence of a majority of busy independent directors is significantly negatively associated with firm performance.
3. The existence of a majority of busy independent directors worsens the negative effect of non-independent of supervisor on firm performance.
4. The existence of a majority of busy independent directors worsens the negative effect of powerful managers on firm performance.
5. The existence of a majority of busy independent directors worsens the negative effect of the deviation of controlling shareholders' cash flow rights from voting rights on firm performance.

誌謝

本論文可以順利的完成，首先要感謝我的指導教授 林建榮老師、許和鈞老師在我研究期間給予耐心的指導以及諄諄教誨。亦感謝口試委員 陳勝源老師及周德偉老師細心研讀本論文並且給予中肯、良善的指正，讓本論文更加完善。

感謝君婷教我使用 Eview，若不是妳，恐怕我現在還迷失在 Eview 的茫茫介面中；感謝怡潔讓我去政大找論文的時候有個棲身之所，妳的地板真的很好睡；五人小組的北鼻們，Q 勤、怡潔、召召、朱，雖然大家各自有很多事要忙，但有困難的時候大家總是義無反顧的伸出援手，有你們當靠山讓我感到溫馨又安心；感謝小莊總是給我正面的鼓勵，感謝知錡跟我分享工作經驗，並且相信我可以做到；有許多朋友的支持與鼓勵，我的論文才得以順利的完成。

而在這兩年的碩士生涯中，我最感謝的人是當初研究所口試錄取我的老師們，讓我有機會認識這群可愛的朋友。碩一時的好咖團強大而耐操，大大小小的出遊豐富了我的碩一生活，雖然碩二好咖團逐漸凋零，但基本精神猶存，在寫論文之餘增添了許多樂趣；阿榮門下的大魚、尉如、四龍、兔子、聖文，有你們一起追隨阿榮真是我的幸運，我們可以說是同一種人但卻又各自發揮不同的功能；小翠、君婷、倩如是交大財金珍貴的合購團，由專業的小翠領軍總是可以買到划算的商品；殺手、小光、賴 Q 成大三人幫外加傻賢、三花等人奇特的性格亦帶來的許多的歡笑；好咖愛琳、賭后嘉琳、科科小慈、家長維峻、紙片人凱秩…，財金所的同學們都是我珍貴的回憶與寶藏，有你們的陪伴、幫助與鼓勵，我才能快樂地度過研究生的生活，謝謝你們！

最後，我要感謝我的家人，不管是在那個求學階段，總是相信我、支持我，讓我無後顧之憂的追求自己的目標，是我最大的恩人。僅以此論文，獻給我摯愛的家人、師長以及朋友。

曾琬惠 謹誌於國立交通大學財務金融所碩士班

中華民國九十六年六月

目 錄

摘要	i
ABSTRACT	ii
誌謝	iii
表 目 錄	vi
圖 目 錄	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究流程	4
第四節 論文架構	5
第二章 文獻探討	6
第一節 獨立董監事制度	6
第二節 獨立董監事及其兼職數與公司績效相關文獻探討	11
第三節 總經理兼任董事長與公司績效	13
第四節 控制股東控制權與盈餘分配權偏離程度與公司績效	15
第五節 監察人內部化與公司績效	17
第三章 研究設計與方法	18
第一節 研究架構	18
第二節 研究假說	20
第三節 研究樣本	25
第四節 研究模型與變數定義	27
第四章 實證結果分析	39
第一節 敘述統計	39

第二節	迴歸模型之實證結果分析.....	49
第五章	結論與建議.....	63
第一節	結論.....	63
第二節	研究限制.....	66
第三節	研究建議.....	67
參考文獻	68
附錄一	卜瓦松迴歸模型(Poisson regression model).....	72
附錄二	次序邏輯迴歸模型(Ordered Logistic regression model)....	73



表 目 錄

表 3-3	產業分佈情形.....	25
表 4-1	獨立董事個人特質及學經歷之敘述統計.....	40
表 4-2	區分忙碌與否下,獨立董監事個人特質及學經歷之敘述統計.....	41
表 4-3	基本統計分析—比較忙碌與否(ROA92-94、BSIZE 及 FSIZE).....	42
表 4-4	獨立董監事個人任職數之年度比較.....	42
表 4-5	基本統計分析—年度比較.....	44
表 4-6	變數基本統計分析(總樣本).....	45
表 4-7	基本統計分析—比較忙碌與否下(Tobin's Q、AVG、AVGBUSY、DEV 、MANA).....	46
表 4-8	相關係數分析.....	48
表 4-9-1	獨立董監事兼任數之決定因素迴歸分析表(迴歸模型一至三) (2004 年).....	52
表 4-9-2	獨立董監事兼任數之決定因素迴歸分析表(2003 年).....	53
表 4-9-3	獨立董監事兼任數之決定因素迴歸分析表(2005 年).....	54
表 4-10	獨立董監事兼任情形與公司績效之迴歸分析(迴歸模型四).....	58
表 4-11	獨立董監事之兼任數與總平均兼任數.....	59
表 4-12	獨立董監事兼任情形與公司績效—監察人、經理人與控制股東三 面向之迴歸分析(迴歸模型五至八).....	62

圖 目 錄

圖 1-1	研究流程圖.....	4
圖 2-1	最終控制者之控制鏈.....	16
圖 3-1	研究架構一：獨立董監事兼任情形的決定因素.....	18
圖 3-2	研究架構二：獨立董監事兼任過多對公司績效的影響.....	19



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

東亞各國的公司治理不佳，是造成 1997 年東亞金融風暴的主因之一，Johnson (2000)更指出公司治理變數，特別是小股東保護程度，比總體經濟變數更能解釋東亞金融風暴之貨幣貶值及股價下跌。美國恩隆(Enron)、默克(Merck)、全錄(Xerox)、世界通訊(World com)等多起作假帳、掏空弊案，嚴重衝擊投資大眾對資本市場的信心，使得公司治理議題更引人重視。而台灣從金融風暴以來的台鳳案、太電案，一直到近幾年的博達案以及今年初的力霸集團資產掏空、財務做假事件，顯示台灣公司治理的問題絕對不在美國之下。因此，強化公司治理成為台灣推動金融改革的重要一環，其中獨立董監事制度最受各界注目，同時也是意見最分歧的部份。

根據中華公司治理協會之定義，「公司治理」係指一種指導及管理並落實公司經營者責任的機制與過程，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，以保障股東權益。經濟合作發展組織（OECD）發佈的公司治理準則，將公司治理分為「管理」與「監控」兩個面向，前者是指企業透過自治方式來「統管」或「經營」公司，例如要求公司資訊透明化、設置股東會作為公司最高意志機關；後者則是採取適當監控機制，「監督」與「控制」公司經營層之經營行為，例如設置獨立董事及鼓勵股東來監督公司業務經營，並賦予經理人各種義務與責任來防止違法濫權，期以「除弊」與「興利」雙管齊下，讓公司投資者與各利益相關者的權益，都能得到合理、公平的對待和確保。

為協助上市上櫃公司建立良好之公司治理制度，並促進證券市場健全發展，台灣證券交易所及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心於 2002 年開始要求，新

上市櫃公司必須設置兩名獨立董事與一名獨立監察人，否則不准上市、上櫃，已上市櫃公司，在公司法、證券交易法尚未修正前，透過宣導方式，以輔導公司建立獨立董事、監察人制度。此舉目的是透過獨立董監事的設置，強化董事會職能，有效監督企業的組織活動，以及健全企業組織運作，防止違法行為之經營弊端。上市上櫃公司治理實務守則並規定，獨立董監事除受任於申請公司者以外，兼任其他公司之獨立董事或獨立監察人合併計算不得超過五家以上。為了進一步健全公司治理制度與國際接軌，以提升企業競爭力，證交法於 2006 年修正並公佈條文，增訂證交法第十四條之二，其中規定主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。而為了避免影響獨立董事執行職務的品質，規定公開發行公司之獨立董事兼任其他公司發行公司獨立董事不得超過三家。

獨立董監事的獨立性使其在公司治理結構中佔有重要地位，於監督公司經營管理、制衡控股股東和經理人權利、保護股東權益等方面發揮特殊作用。相對於非獨立董事而言，獨立董事更能立於客觀公正的立場上，於公司決定策略時，運用其經驗及知識提出具附加價值之建議，並促進公司遵守良好的治理守則。公司應積極建立完善的制度及董事會績效評估制度，發揮董事會之功能，令獨立董事們能客觀、公正、獨立的執行其業務。

除了獨立性和專業度以外，獨立董監事是否會因本身兼任太多其他公司董監席次，限制了其時間及心力而難以專注於一家公司上，導致無法有效監督經營團隊。雖然目前證交法已規範公開發行公司之獨立董事不得兼任其他公司獨立董事超過三家，但就限制獨立董監事兼職數的基本精神及目的而言，是否仍舊過於寬鬆？對於現行法規的合理性及兼職數計數範圍以實證結果來做剖析，並提出建議為本研究之主要目的。

第二節 研究目的

本研究主要在探討獨立董監事兼任情形的因素以及對公司績效的關連性程度，並進一步從三方面—監察人、經理人、控制股東—探討一些公司治理問題在獨立董監事過於忙碌的情況下，是否產生更嚴重的負面結果，條列如下：

- 一、探討影響獨立董監事兼任其他公司董監事(含獨立董監)的決定因素。
- 二、探討獨立董監事兼職數過多造成董事會忙碌的情形，對公司績效的影響。
- 三、董事會過於忙碌是否加深監察人內部化，對公司價值的負面影響。
- 四、董事會過於忙碌是否加深經理人介入董事會，對公司績效的負面影響。
- 五、董事會過於忙碌是否加深控制股東的控制權與盈餘分配權偏離，對公司績效的負面影響。



第三節 研究流程

本研究之研究流程如圖 1-1 所示：

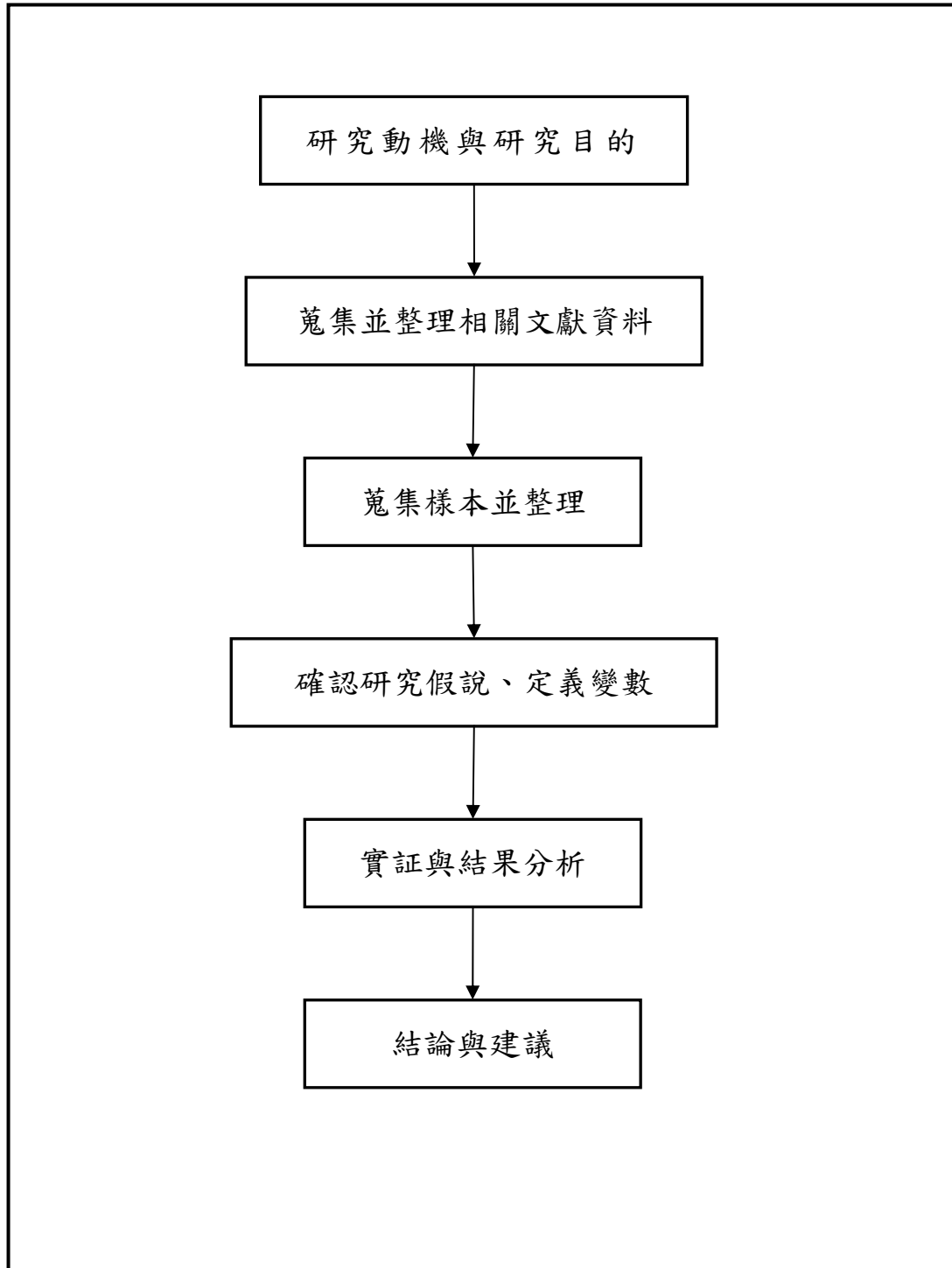


圖 1-1 研究流程圖

第四節 論文架構

本研究共分五章，架構如下：

(一)緒論

本章主要說明本研究之研究背景、研究動機、研究目的、研究流程與論文架構。

(二)文獻探討

本章主要說明獨立董監事機制現況，探討影響獨立董監事兼職數因素、獨立董監事過於忙碌對公司績效、監察人內部化、總經理兼任董事長、經理人董事控制席次、控制股東控制權偏離盈餘權對公司績效等文獻。

(三)研究設計與方法

本章主要敘述研究架構、確定研究假說、建構研究模型、定義變數、敘述研究樣本。

(四)實證結果分析

本章主要以台灣上市櫃電子業為樣本，列出敘述統計、相關性分析與多元迴歸之實證結果並解釋。

(五)結論與建議

根據研究結果與發現提出結論，並供後續研究者及實務界在獨立董監事兼任限制提出方向與建議。

第二章 文獻探討

第一節 獨立董監事制度

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，金管會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，於2007年1月1日起施行。

一、 上市上櫃公司應設立獨立董事

(一)強制設立

依據新修正之證券交易法，授權主管機關要求依該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，暨實收資本額達新臺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。

(二)自願設立

上市上櫃公司得就公司經營發展規模及其主要股東持股情形，衡酌實務運作需要，於章程規定設立獨立董事，並應審慎考慮合理之專業組合及其獨立行使職權之客觀條件。

二、 獨立董事應具備之資格

(一)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。

(二)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。

三、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均須符合獨立性之要求，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：

(一)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。

(二)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。

(三)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。

(四)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。

(五)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。

(六)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。

(七)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之二十以上，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乏關鍵性原料）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。

四、 獨立董事執行職務之品質

公開發行公司之獨立董事兼任其他公開發行公司獨立董事不得逾三家。

五、 引進審計委員會制度

明定公司除得依章程規定設置獨立董事外，並應擇一設置審計委員會或監察人，但主管機關得視實務狀況要求公司設置獨立董事或命令設置審計委員會替代監察人，並將循序推動，以有效提升董事會運作效能。

我國上市櫃公司納入「獨立董事」、「審計委員會」等新制後，上市櫃公司的董事會將有三種型態，1.公司不設獨立董事，僅設董事會及監察人；2.設立獨立董事，同時設有監察人；3.有董事會和審計委員會，但沒有監察人。

上市櫃公司設置獨立董事監察人，為現今之趨勢。金管會提出公開發行公司必須強制設立獨立董事二席以上，獨立監察人則需一席以上。而公司法中的另一

突破為公司董監事(含獨立) 不以具有股東身份為必要，目的在於達成企業所有與企業經營的分離，一方面可以強化董事會結構、發揮監察人功能，另一方面則可以保障股東權益，並可確保遵守相關法令。而獨立董事不僅要能提供專業的知識與經驗，同時能獨立於大股東與經營者之外，當公司涉及利益衝突時，能實踐忠誠義務並迴避利益衝突，以達成「全體股東最大利益」為理想。



第二節 獨立董監事及其兼職數與公司績效相關文獻探討

一、獨立董監事之背景、績效與其兼職數

在董監事的教育程度及專業知識方面，Spence(1973)提出工作訊息均衡理論，他認為教育程度對於其工作品質具有正面的訊息發射，因此，當董監事將其過去學經歷所得之專業知識運用於公司之決策與監督上，將有助於公司績效的提升。而獨立董監事因法令之限制，以及其興利之功能，獨立董監事通常為具有專業能力及經驗之人，通常為其他公司之高階經理人、社會賢達人士、學者專家或政治家。Bhagat & Black(1999)甚至認為董事之專業知識及經驗相較於獨立性而言，對公司績效更為重要。Agrawal & Knoeber(2001)認為當公司之性質常會牽涉到訴訟行為時，董事會會傾向於聘任律師來擔任外部董事，若公司十分依賴政府法規時，則會希望外部董事中有具政治背景者。但是，其研究並沒有發現哪種背景者可以增加公司績效。Fich & Shivdasani(2006)研究發現，當公司之外部董事同時是其他公司之 CEO 或退休 CEO 時，該名外部董事兼任其他公司董監事的家數會顯著增加。

Fich & Shivdasani(2006)之研究亦發現，外部董事本身所任職的公司過去的平均績效良好會造成其兼職數的上升，這可能是因為績效不良的公司難以吸引信譽良好，且有機會去其他好公司任職者來擔任外部董事，而外部董事本身為了維護其信譽，避免受績效不良牽累，亦沒有誘因選擇績效不良之公司所致。Ferris et al.(2003)亦曾作出類似的結論，過去的平均績效與獨立董監事任職數具有顯著正相關。Fich & Shivdasani(2006)及 Ferris et al.(2003)之研究皆顯示，獨立董事所任職之公司平均大小，皆會對該名獨立董事所任職數目有顯著的正面影響，雖然大公司意味著需要獨立董事更多的專注力和時間來監督公司的經營決策，但同時任職於大公司也意味著獨立董事之監督能力與專業。

國內研究方面，廖秀梅(2004)發現，不論以何種方式衡量公司績效，只有具備法律專業知識之外部(或獨立)董監事與公司績效呈顯著正相關，此似乎可發現公司非常需要具有法律專業背景之外部(或獨立)董監事監督董事會之運作。謝宇泰(2005)探討獨立董監事特性與盈餘管理之關聯性，以 2002 年至 2003 年底有設置獨立董監事制度的 671 家上市上櫃公司為樣本，檢視獨立董監事之特性是否有助於獨立董監事監督功能的發揮，結果發現獨立董監事具會計財務專業背景與公司盈餘管理程度呈現顯著負相關，且獨立董事兼任其他公司董監事家數與盈餘管理程度亦為顯著負相關。

三、獨立董監之兼職數與公司績效

Fama(1980) and Fama and Jensen(1983)認為兼任數多的獨立董事會發射正面的品質訊息，兼任數的提升可能是來自於該名獨立董事於先前的公司監督能力良好，吸引更多公司爭相聘任所導致。Gilson(1990),Kaplan & Reishus(1990), and Vafeas(1999)亦認為兼任數多不僅意味著該名獨立董事的聲譽資本，代表其為高品質的獨立董事，更可以顯示其在多個董事會下豐富的監督經驗，將可為公司帶來正面的影響。Matolcsy、Stokes & Wright(2004)以澳洲公司為研究樣本，發現在具有大量投資機會的公司，當外部董事兼任其他公司董事超過三家時，會明顯增加公司績效。謝宇泰(2005)以 2002 年至 2003 年底有設置獨立董監事制度的 671 家上市上櫃公司為樣本，檢視獨立董監事之特性是否有助於獨立董監事監督功能的發揮，結果發現獨立董事兼任其他公司董監事家數與盈餘管理程度為顯著負相關。

但亦有過去文獻持相反意見，認為獨立董監事在多家的董事會中兼職，在有限的時間限制下，可能無法善盡其應有之專注力，使公司治理之效能降低。

Beasley(1996)發現當公司外部董事兼任其他公司董事超過兩家以上時，愈有可能發成財務舞弊之事件。Elloumi and Gueyie(2001)指出，獨立董事之兼職數與財務危機之可能性呈正相關。雖然 Ferris et al.(2003)研究結果無法支持平均獨立董事兼任數對公司價值的負向影響，且股市對於公司聘任兼職數多的獨立董事亦無顯著的反應，但 Fich & Shivdasani(2006)定義兼任三家以上其他公司之董監事者為忙碌，研究結果顯示董事會過半數之獨立董事定義為忙碌者，將明顯降低公司價值，且當公司績效不良時，兼任數多或定義為忙碌的獨立董事會有較高的離職機率。劉仲嘉(2006)研究結果發現，當公司內所有獨立董監事均兼任其他公司董監事達兩家以上時，獨立董監事會因無法專注於本身的監督責任，而使管理者有機會從事侵害公司之行為，並且由於兼職數過多而無法盡到本身注意義務，進而降低公司的經營績效。

王文字(2004)認為獨立董監事人數過少，除了很容易收買或排擠外，即使獨立董事有不同意見，也難以發揮其應有功能。若獨立董事多數因兼職過於忙碌，能夠發揮監控功能的獨立董監將落於少數，獨立董監事的機制容易失去原本的立意，無法達到制衡管理階層的效果，而降低公司價值。

第三節 總經理兼任董事長與公司績效

根據上市上櫃公司治理實務守則第二四條規定，上市公司之董事長與總經理之職權應明確劃分，並不宜由同一人擔任，如董事長及總經理由同一人或互為配偶或一等親屬擔任，則宜增加獨立董事席次，如就公司治理精神予以考量，則因董事長兼任總經理缺乏制衡機制，就保護投資大眾之權益而言容有不周，故難謂符合公司治理之基本精神。

Fama and Jensen(1983)認為當大型機構的「管理」與「監控」的單位能明確

分離時，將有助於減低代理成本，而「管理」指的便是肩負決策任務的高階經理人，「監控」指的便是董事會。Fama and Jensen 更指出只有當董事會能限制個別高階經理人的決策權力時，該董事會才稱的上是有效的機制。Jensen(1993)認為董事長的功能在於運作董事會議，並且監督關於 CEO 的人事聘任，合理評量其績效，適時給予津貼鼓勵或進行人事替換。顯而易見地，牽涉到自身利益下，CEO 並不適合同時擔任董事長的角色。因此，為了維持董事會獨立有效的運作，Jensen 主張必須將 CEO 和董事長的職位明確分開。

Rechner and Dalton(1991)檢驗 141 家公司之 1978-1983 年間，CEO 兼任董事長的情形，其樣本中 CEO 兼任董事長者有 78.7%，研究結果發現 CEO 與董事長不為同一人之公司，其績效顯著優於 CEO 兼任董事長者。Pi and Timme(1993)以 1987-1990 年間的銀行為樣本，發現亦有 75% 的銀行有 CEO 兼任董事長的情形，且更進一步控制公司大小等變數後，結果發現 CEO 與董事長不為同一人的公司，資產報酬率(ROA)顯著優於 CEO 與董事長為同一人者，因此認為 CEO 兼任董事長為一次優的領導架構。Baliga et al.(1996)將 181 個樣本分為三部份，其中有 12 家公司 CEO 與董事長不同人，111 家公司同人，58 家公司在樣本期間內，改變了其領導結構，結果發現 CEO 未兼任董事長的公司績效並沒有顯著優於 CEO 與董事長同人者，但在樣本期間內 CEO 卸下董事長職位者明顯有較優異的長期績效。Dechow et al.(1996)研究指出，當公司違反 GAAP 並且有盈餘管理之可能性時，公司之 CEO 同時兼任董事長的可能性較高。Chiang(2005)以台灣 225 家高科技上市公司為研究樣本，利用複迴歸分析結果發現董事長兼任總經理與經營績效呈現負相關。Dayton(1984)及 Patton and Backer(1987)研究皆指出，當董事長兼任總經理時，因同時具有執行與監督的職責，可能會因為追求自身利益，干擾董事會議之決定，影響董事會的獨立定與問責性，進而影響公司治理的監督績

效。因此，為了避免董事長支配董事會、掌控會議並因自身利益影響董事會，妨礙其客觀評估總經理績效，因此董事長不適合兼任總經理。林君玲(1999)亦認為，當董事長兼任總經理時，容易造成董事會在執行監督功能時，失去中立的立場。廖秀梅(2004)指出，當董事長兼任總經理，由於同時扮演決策執行者及決策監督者的角色，董事會較易喪失其客觀性及監督的力量，對公司的會計績效產生負面影響。綜合以上論文結果，總經理兼任董事長將會對公司價值帶來負面的影響。

但亦有論文持不同意見，Donaldson and Davis(1991)以 321 家 S&P 公司為樣本，發現總經理兼任董事長時，公司有較佳的經營績效。陳金鈴(1996)、陳宏姿(2001)、牛延苓(2001)、侯承邵(2005)研究結果皆顯示，總經理兼任董事長與企業經營績效間的關係並不顯著。

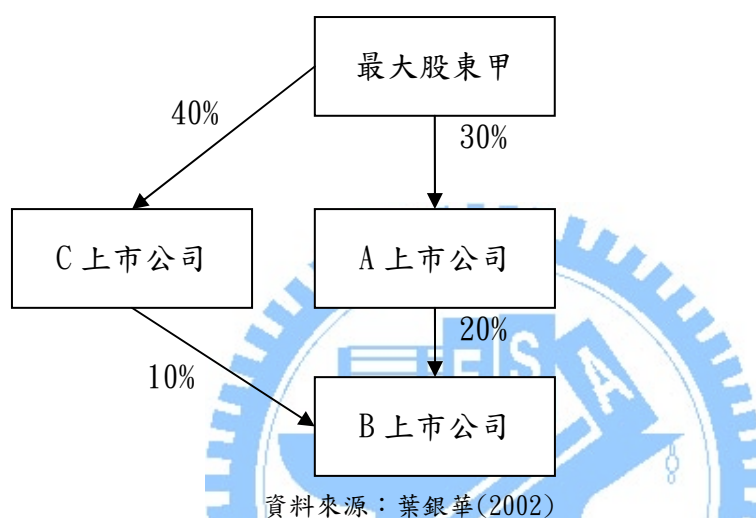
第四節 控制股東控制權與盈餘分配權偏離程度與公司績效

葉銀華(2002)以台灣上市公司為樣本，發現有 63.6% 的公司存在控制股東，因此台灣上市公司的股權結構多傾向於集中。而上市公司的控制股東多半也任職公司高階管理階層，所引發的核心問題是控制股東與小股東間資訊不對稱的代理問題。當公司董事會的定位模糊，董事會與監察人的功能不彰時，企業經營階層容易成為脫韁野馬。經營決策不當固然會造成公司虧損，但如果控制股東基於自利可輕易掏空公司資產，更將嚴重傷害小股東的權益與財富。

La Porta et al.(1998)最早提出最終控制權(ultimate control)的觀念，追蹤與分辨擁有投票權之最終控制者的身分，以控制鏈最末端持股率為間接持股，將屬於同一控制群體的直接與間接持有的投票權相加，亦即(1)直接控制：登記在最終控制者名下之投票權；(2)間接控制：登記於其他企業實體名下，但實際卻是由

同一控制者所控制，藉以辨認公司的最終控制者。以圖 2-1 為說明，最終控制者的控制權，也就是最大股東甲對 B 公司的投票權為 $20\%+10\%=30\%$ ，但其對 B 公司的現金流量權，亦即盈餘分配權卻只有 $30\%*20\%+40\%*10\%=10\%$ ，如此便造成投票權偏離現金流量權的情況。

圖 2-1 最終控制者之控制鍊



La Porta et al.(1999)指出，在世界上大部分的公司，最主要的代理問題是控制股東對小股東權益的剝削，此類代理問題在新興市場(Emerging markets)更為嚴重。La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2000)、翁淑育(2000)與林明謙(2000)、林玉霞(2002)、陳柏融(2003)發現，許多上市公司的控制股東會運用金字塔結構(Pyramid structure)、交叉持股(Cross-holding)與透過名目投資公司等方式來獲取控制權，達到控制公司之目的，造成控制權與現金流量權偏離的現象，亦即在某種程度控制權下，其投入的現金流量愈少；或是某種程度的盈餘請求權下，其控制權愈多。而控制股東普遍參與公司之經營管理，根據 La Porta et al.(1999)所提出最大股東的負侵占效果，也就是說，控制股東在控制權與現金流量權偏離程度愈大的情況下，愈有動機透過利益輸送等方式，侵占小股東的財富，導致代理問題，使公司價值下降。此種由控制股東所產生的代理問題，稱為核心代理問題。

第五節 監察人內部化與公司績效

胡浩叡(2002)指出，雖然在 2001 年公司法修法時，對監察人的人數、職權及任期上予以強化，但學者卻認為對於監察人獨立性的改革似乎仍有不足之處，在某些層面甚至有倒退跡象，而主要原因為：1.監察人之選任方式改變—累積投票制可以章程加以排除。2.監察人與董事之合併選舉—監察人當選需要董事之支持。3.法人股東同時當選董事與監察人。我國公司法第二百二十二條訂有監察人不得兼職之規定，另第二百十六條也已取消監察人必須為股東之條件限制，此外，證交法第二十六條之三也已規範，政府或法人股東不得同時指派代表人擔任董事、監察人。然而，監察人之選任方式仍須依靠董事或大股東之支持，基於利益共存關係，我國監察人之獨立性不高，監察人之監督功能無法發揮。王文宇（2004）認為現行公司法僅限制監察人不得兼任公司董事、經理人或其他職員，故實務上多由公司董事之近親擔任，監察權之獨立行使似屬不可能。因此，台灣的公司監察人制度常遭指責形同虛設，難以發揮監督功效。

第三章 研究設計與方法

第一節 研究架構

本論文主要在探討獨立董監事兼任情形對公司績效之影響，以及影響其兼任數的因素，因此本論文將分為兩部份，如圖 3-1、圖 3-2 所示：

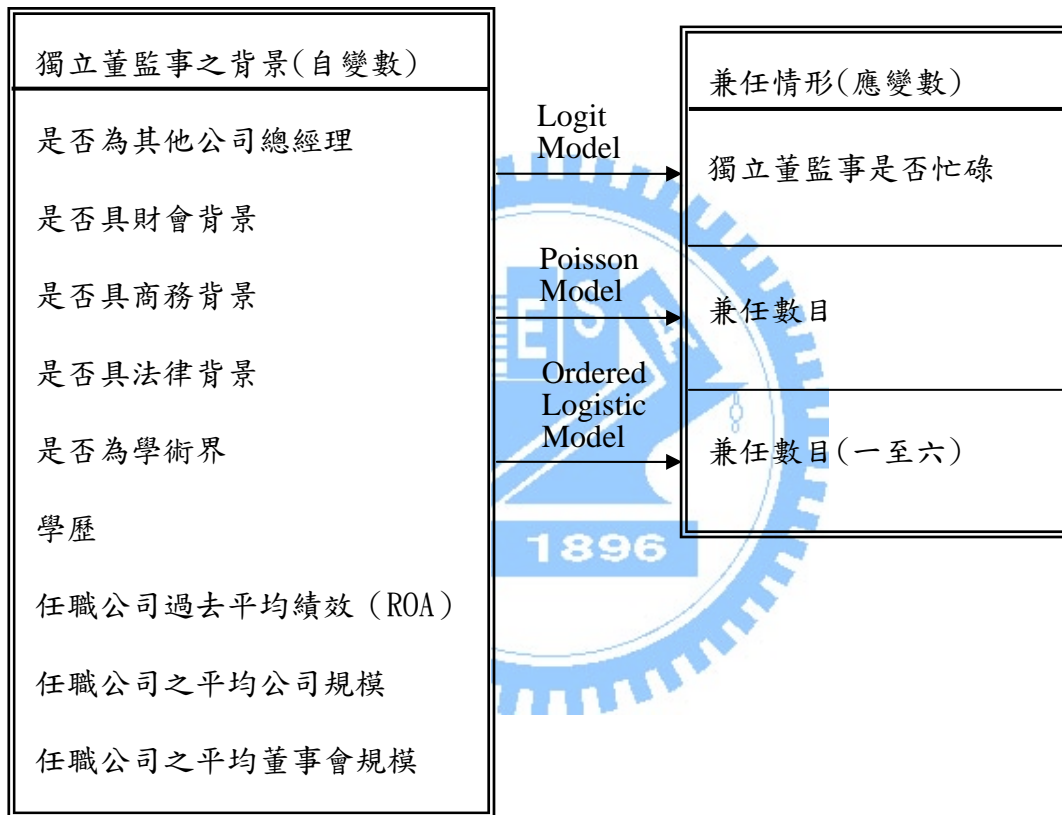


圖 3-1 研究架構一：獨立董監事兼任情形的決定因素

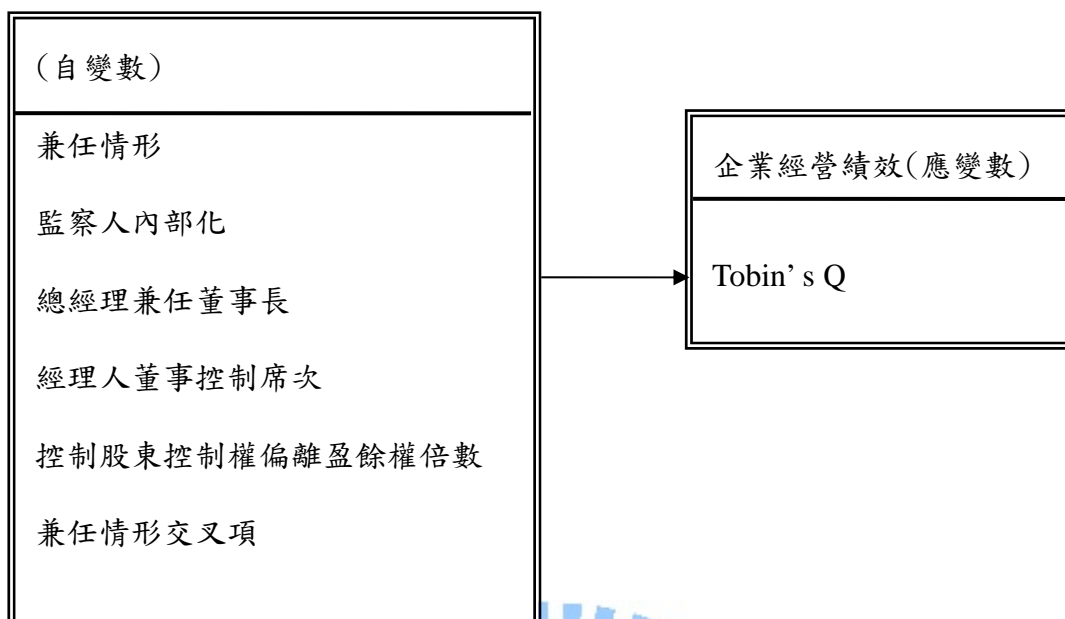


圖 3-2 研究架構二：獨立董監事兼任過多對公司績效的影響



第二節 研究假說

(一)獨立董監事個人任職於董監事(含獨立)之數目的決定因素。

獨立董監事因法令之規範，且基於其興利之功能，獨立董監事通常為具有專業能力及經驗之人，通常為其他公司之高階經理人、社會賢達人士、學者專家或政治家。過去文獻諸如 Spence(1973)、Bhagat and Black(1999)、Agrawal and Knoeber(2001)、Fich(2005)及廖秀梅(2004)認為在董監事的教育程度及專業知識方面，對於公司績效及董監事個人的能力皆有正面的幫助及訊息傳達。Ferris et al.(2003) 及 Fich(2005)之研究皆顯示，獨立董事所任職之公司平均大小，皆會對該名獨立董事所任職數目有顯著的正面影響，雖然大公司意味著需要獨立董事更多的專注力和時間來監督公司的經營決策，但同時任職於大公司也意味著獨立董事之監督能力與專業。其研究亦發現，外部董事本身所任職的公司過去的平均績效良好會造成其兼職數的上升。因此，本研究假設獨立董監事的個人特質、學歷背景、專業能力、過去任職公司之績效、公司大小及董事會規模會影響其任職數。

(二)以獨立董監事兼任過多導致忙碌而無法集中注意力去監督公司董事會及管理階層，而發展出四個假說，分述如下：

研究假說一：獨立董監事忙碌與公司績效呈負相關。

Beasley(1996)發現當公司外部董事兼任其他公司董事超過兩家以上時，愈有可能發成財務舞弊之事件。Elloumi and Gueyie(2001)指出，獨立董事之兼職數與財務危機之可能性呈正相關。Fich and Shivdasani(2006)定義兼任三家以上其他公司之董監事者為忙碌，研究結果顯示董事會過半數之獨立董事定義為忙碌者，將明顯降低公司價值，且當公司績效不良時，兼任數多或定義為忙碌的獨立董事會有較高的離職機率。劉仲嘉(2006)則指出，當公司內所有獨立董監事均兼任其他公司董監事達兩家以上時，獨立董監事會因無法專注於本身的監督責任，而使管

理者有機會從事侵害公司之行為，並且由於兼職數過多而無法盡到本身注意義務，進而降低公司的經營績效。

歸納以上相關論文，本研究認為認為獨立董監事在多家的董事會中兼職，在有限的時間限制下，可能無法善盡其應有之專注力，使公司治理之效能降低。而王文宇（2004）認為獨立董監事人數過少，除了很容易收買或排擠外，即使獨立董事有不同意見，也難以發揮其應有功能。因此，本研究假設董事會忙碌與公司績效呈負相關；若獨立董事多數因兼職過於忙碌，能夠發揮監控功能的獨立董監將落於少數，獨立董監事的機制容易失去原本的立意，無法達到制衡管理階層的效果，因而降低公司價值。

研究假說二：當獨立董監事為忙碌時，會加深監察人內部化對公司績效的負面影響。

監察人是否家族或內部化，亦即最終控制者是否出任或控制監察人。監察人為公司之監督機關，應避免董事會做出不法決議，達到事前預防效果，並監督公司業務的執行。這樣的監督機關被對公司決策具有最大影響力者所控制，將扭曲監督機制的目的，形成裁判間球員的情形。若監察人機制失效，獨立董監事又因兼職之故無法善盡監督的義務，則公司內部監督機制形同虛設，管理階層猶如脫韁野馬，容易利用職務之便進行自利行為，傷害小股東及利害關係人的權益及財富，因此，本研究認為董事會為忙碌時，會加深監察人內部化(亦即最終控制者是否出任或控制監察人)對公司績效的負面影響。

研究假說三：當獨立董監事為忙碌時，會加深經理人涉入董事會對公司績效的負面影響。

經理人涉入董事會程度由「總經理是否兼任董事長」及「經理人董事控制席次」來衡量，其中經理人為公開說明書及年報所揭露之經理人資料，其董事控制席次是指經理人透過個人、親屬關係、家族控制等管道所直接及間接控制之董事席次。當總經理在公司掌有較大的決策權力時，會左右公司的決策形成，造成決策錯誤的風險提高；相反地，當 CEO 的權利相對越小時，在與經營團隊的討論與碰撞下，公司將可以做出更適宜的決策。Fama and Jensen(1983)認為當大型機構的高階經理人與董事會的單位能明確分離時，將有助於減低代理成本 Jensen (1993)認為董事長的功能在於運作董事會議，並且監督關於 CEO 的人事聘任，合理評量其績效，適時給予津貼鼓勵或進行人事替換。顯而易見地，牽涉到自身利益下，CEO 並不適合同時擔任董事長的角色。因此，為了維持董事會獨立有效的運作，Jensen 主張必須將 CEO 和董事長的職位明確分開。

Dayton(1984)、Patton and Backer(1987)、Rechner and Dalton(1991)、Baliga et al.(1996)、Dechow et al.(1996)、林君玲(1999)等國內外論文亦支持當董事長兼任總經理時，會因為追求自身利益，干擾董事會議之決定，影響其獨立性與問責性，使董事會監督功能無法有效發揮。而台灣上市上櫃實務守則亦規範，上市公司之董事長與總經理之職權應明確劃分，不宜由同一人擔任，如董事長及總經理由同一人或互為配偶或一等親屬擔任，則宜增加獨立董事席次。因董事長兼任總經理缺乏制衡機制，就保護投資大眾之權益而言實屬不當，難以符合公司治理之基本精神。

而根據司法第二百零二條，公司業務之執行，除公司法或章程規定應由股東會決議事項外，均應由董事會決議行之。當經理人由其關係人出任或控制董事會

之席次越多，相對涉入董事會的情況較嚴重，使管理階層在公司內的決策權力更為集中，雖有助於命令之貫徹，但在董事會喪失獨立性，缺乏平衡機制下，使管理階層有機會做出自利的決策，傷害公司價值。牛延苓（2001）認為，根據組織理論之管理支配理論(managerial hegemony theory)推論，我國上市公司之董監事未發揮法律所賦予之控制權及監督權，而由經理人支配，成為合作之附屬機構、另一個被管理支配之工具或橡皮圖章，在解決經理人與股東或各種利害關係人的代理問題上是無效的。

因此，本研究綜合相關論文研究結果，認為經理人過度涉入董事會，會有球員兼裁判的情形，而在獨立董事因忙碌而大部分無法善盡監督義務的情況下，球員兼裁判的情形會加深對公司價值的傷害，因此預期與公司績效為負相關。

研究假說四：當獨立董監事為忙碌時，會加深控制股東控制權偏離盈餘分配權程度對公司績效的負面影響。

台灣上市公司的股權結構多傾向於集中，而控制股東多半也任職公司高階管理階層，所引發的核心問題是控制股東與小股東間資訊不對稱的代理問題。如果控制股東基於自利動機輕易掏空公司資產，更嚴重傷害小股東的財富及權益。

La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2000)、翁淑育(2000)與林明謙(2000)、林玉霞(2002)、陳柏融(2003)發現，許多上市公司的控制股東會運用金字塔結構¹(Pyramid structure)、交叉持股(Cross-holding)與透過名目投資公司等方式來獲取控制權，達到控制公司之目的，造成控制權與現金流量權偏離的現象，而控制股東普遍參與公司之經營管理，若根據 La Porta et al.(1999)所提出最大股東的負侵佔效果，則控制股東在控制權與現金流量權偏離程度越大的情況下，越有動機透過利益輸送等方式，侵佔小股東的財富，導致代理問題，使公司價值下降。此時

若獨立董事因為兼任情形過於嚴重，導致無法有效監督控制股東之行為時，將會加深代理問題對公司價值的傷害，因此，本研究認為獨立董監事無法發揮功能的情況下，控制股東之控制權偏離盈餘權對公司價值的傷害將更大。



註 1：La Porta et al.(1999)定義為，控制股東至少透過一家上市公司取得另一家公司的控制權。

第三節 研究樣本

本研究以 2003 年至 2005 年底為研究期間，而台灣證交所與櫃買中心於 2002 年開始要求，新上市櫃公司必須設置二名獨立董事與一名獨立監察人，因此以台灣上市櫃公司為樣本公司，剔除資料不完整、金融證券業、以及全額交割股公司後，初步取得 358 家公司，但整理產業分布情況，發現電子業不論在上市、上櫃部份都占相當高的比例，合計高達 75.42%。因此，以上市櫃電子業為樣本，應屬合理並具代表性，共計 269 家公司，807 個樣本。但由於並非每家公司在每個會計年度都有設立獨立董監事，因此，本研究資料型態是屬於非平衡型 (Unbalanced) 的縱橫資料。

表 3-3 產業分佈情形

產業	上市家數	比例(%)	上櫃家數	比例(%)	總和	比例(%)
塑膠	2	1.19	5	2.63	7	1.96
紡織人纖	1	0.60	6	3.16	7	1.96
機電	7	4.17	10	5.26	17	4.75
電線電纜	0	0.00	1	0.53	1	0.28
化學	11	6.55	9	4.74	20	5.59
橡膠輪胎	0	0.00	1	0.53	1	0.28
鋼鐵金屬	1	0.60	0	0.00	1	0.28
資訊電子	127	75.60	143	75.26	270	75.42
營建	4	2.38	4	2.11	8	2.23
運輸	1	0.60	2	1.05	3	0.84
觀光	2	1.19	1	0.53	3	0.84
百貨	1	0.60	0	0.00	1	0.28
其他	11	6.55	8	4.21	19	5.31
總合	168	100.00	190	100.00	358	100.00

資料來源主要來自三個部份：

一、台灣經濟新報資料庫(TEJ)：公司之財務資料、公司治理變數、董事會特性變數等。

二、公開資訊觀測站：獨立董監事兼任情形、個人學經歷背景之來源。

三、公司個別年報：由於公開資訊觀測站之資料不盡正確，遺漏者甚多，因此一一與該公司及其他相關公司個別年報交叉比對，整理出獨立董監事之名單、兼任情形，以及其個人學經歷。



第四節 研究模型與變數定義

本研究以 Logit Model、Poisson Model 及 Ordered Logistic Model 討論獨立董監事任職數的決定因素，並以 2003 年至 2005 年共計三個會計年度，269 家上市櫃電子公司，以非平衡型縱橫資料(Unbalanced Panel Data)的方式作多變量迴歸分析。

一、變數定義

(一) 應變數

1. Tobin's Q

Tobin's Q 為 1981 年諾貝爾經濟學獎得主托賓(James Tobin)所提出，是最常被引用來衡量公司價值的變數。當 Tobin's Q 愈大，代表公司所創造的無形資產或未來成長機會愈大，其定義為

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{公司市值}}{\text{資產重置成本}}$$

但台灣缺乏公信力的機構提供重置成本之資訊，因此，參考其他論文以資產帳面價值來代替資產重置成本。其定義為

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{權益市值} + \text{負債帳面價值}}{\text{資產帳面價值}}$$

其中，權益市值=年底收盤價×年底流通在外股數。

2. 獨立董監事任職數(DIR)

此變數為探討獨立董監事任職數目之決定因素的應變數。任職數的計算是根據公司年報以及公開資訊觀測站公佈的獨立董監事兼任資料，去除未公開發行、非營利事業、慈善事業、協會、社團、信託管理公司後，整理出任職數的資料。本研究根據 Ferris et al.(2003)之方法，以獨立董監事 2004 年之任職數為替代變數。

3. 獨立董監事任職數(DIR*)

此變數為探討獨立董監事任職數目之決定因素的應變數，以獨立董監事2004年之任職數為替代變數，將變數分為六個層級，任職數為一者 $DIR^*=1$ ，任職數為二者 $DIR^*=2$ ，以此類推，任職數在六以上者 $DIR^*=6$ 。

4. 獨立董監事是否忙碌(DIRBUSY)

此變數為探討獨立董監事任職數目之決定因素的應變數，以獨立董監事2004年之任職數為替代變數，若該名獨立董監事之任職數超過三家，則定義其為忙碌。因此，此變數為一虛擬變數(Dummy Variable)。

$$\begin{cases} \text{獨立董事為忙碌，則 } DIRBUSY=1 \\ \text{獨立董事非忙碌，則 } DIRBUSY=0 \end{cases}$$

(二)自變數

根據上一節所發展之任職數之因素探討及四個研究假說，本研究共有董事會忙碌指標、監察人內部化、總經理兼任董事長、經理人董事席次、控制股東控制權偏離盈餘權、獨立董監事為學者、獨立董監事為其他公司總經理、獨立董監事具法律背景、獨立董監事具財會背景、獨立董監事具商務背景、獨立董監事之學歷、獨立董監事之性別、獨立董監事任職公司之三年間平均績效、獨立董監事任職之平均公司大小、獨立董監事任職之平均董事會規模等自變數。

1. 董事會忙碌指標(BUSY)

兼職數的計算是根據公司年報以及公開資訊觀測站公佈的獨立董監事兼任資料，去除未公開發行、非營利事業、慈善事業、協會、社團、信託管理公司後，整理出兼職數的資料。忙碌的定義為：若獨立董監事本身兼任三家公司以上之董監事(含獨立)，則該名獨立董監事為忙碌。當董事會中半數以上的獨立董監事在

此定義下為忙碌，稱該董事會為忙碌。會以三家公司為忙碌的分界點，原因有二；一：為了避免影響獨立董事執行職務的品質，台灣於 2006 年 1 月 1 日規定公開發行公司之獨立董事兼任其他公司發行公司獨立董事不得逾三家。二：國外文獻諸如 Core et al.(1999)、Ferris et al .(2003)及 Fich 和 Shivdasani(2006)亦以三家作為忙碌的指標。此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{當董事會為忙碌，則 } BUSY=1 \\ \text{當董事會不忙碌，則 } BUSY=0 \end{cases}$$

本研究另對兼任情形作三種定義：

(1) 獨立董監事平均兼任數(AVG)

董事會中所有獨立董監事之平均兼任數。

$$\text{平均兼任數} = \frac{\text{獨立董監事兼任其他公司董監事(含獨立)之總和}}{\text{獨立董監事總人數}}$$

(2) 忙碌之比例(AVGBUSY)

忙碌之獨立董監事佔獨立董監事之人數比例。

$$\text{忙碌之比例} = \frac{\text{忙碌之獨立董事人數}}{\text{獨立董監事總人數}}$$

(3) 董事會忙碌指標(BUSY*)

若獨立董監事本身兼任兩家公司以上之董監事(含獨立)，則該名獨立董監事為忙碌。當董事會中半數以上的獨立董監事在此定義下為忙碌，稱該董事會為忙碌。此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{當董事會為忙碌，則 } BUSY^*=1 \\ \text{當董事會不忙碌，則 } BUSY^*=0 \end{cases}$$

2. 監察人內部化(INSIDE)

監察人是否家族或內部化，亦即最終控制者是否出任或控制監察人。從年報之「董事及監察人」看監察人的身分，若任何一人與最終控制者有直接或間接關係，則定義該公司之監察人有家族或內部化的情形；若該監察人為法人代表，而該法人與公司有從屬、關係企業之關聯或由該監察人所控制，亦定義該公司監察人內部化。最終控制者為對公司決策具有最大影響力者，通常為公司之大股東，董事長，總經理或其家族及經營團隊。由年報所揭露「董事及監察人」、「總經理及各單位主管」，檢視兩表中二等親關係及目前擔任其他公司職務，以及「主要股東名單」、「轉投資事業」與「關係人交易」項目，以判斷各公司的最終控制者。此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{監察人內部化，則 INSIDE}=1 \\ \text{監察人非內部化，則 INSIDE}=0 \end{cases}$$

3. 總經理兼任董事長(DUAL)

根據上市上櫃公司治理實務守則第二四條規定，因董事長兼任總經理缺乏制衡機制，上市公司之董事長與總經理之職權應明確劃分，並不宜由同一人擔任，如董事長及總經理由同一人或互為配偶或一等親屬擔任，則宜增加獨立董事席次。此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{總經理兼任董事長，則 DUAL}=1 \\ \text{總經理非兼任董事長，則 DUAL}=0 \end{cases}$$

4. 經理人之董事控制席次(MANA)

經理人為公開說明書及年報所揭露之經理人資料，其董事控制席次是指經理人透過個人、親屬關係、家族控制等管道所直接及間接控制之董事席次。

5. 控制股東控制權偏離盈餘分配權(DEV)

$$\text{控制權偏離盈餘分配權} = \frac{\text{控制股東直接與間接股份控制權}}{\text{控制股東盈餘分配權}}$$

6. 獨立董監事為學者(SCHOLAR)

若獨立董監事為公私立大專院校講師以上者，則定義其為學者。此變數為一虛擬變數。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{獨立董監事為學者，則 SCHOLAR}=1 \\ \text{獨立董監事非學者，則 SCHOLAR}=0 \end{array} \right.$$

7. 獨立董監事具法律背景(LAW)

若獨立董監事為法律相關科系畢業，或以律師為職業者，定義其具有法律背景。此變數為一虛擬變數。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{獨立董監事具法律背景，則 LAW}=1 \\ \text{獨立董監事不具法律背景，則 LAW}=0 \end{array} \right.$$

8. 獨立董監事於其他公司擔任總經理(CEO)

此變數為一虛擬變數。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{獨立董監事為其他公司之總經理，則 CEO}=1 \\ \text{獨立董監事非其他公司之總經理，則 CEO}=0 \end{array} \right.$$

9. 獨立董監事具財會背景(FN)

若獨立董監事為財務、會計相關科系畢業，或以財會相關為職業者，定義其具有財會背景。此變數為一虛擬變數。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{獨立董監事具財會背景，則 FN}=1 \\ \text{獨立董監事不具財會背景，則 FN}=0 \end{array} \right.$$

10. 獨立董監事具商務背景(BUSINESS)

若獨立董監事為商學、管理科系畢業，或從事相關職業者，定義其具有商務背景。此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{獨立董監事具商務背景，則 BUSINESS}=1 \\ \text{獨立董監事不具商務背景，則 BUSINESS}=0 \end{cases}$$

11. 獨立董監事之學歷(DEGREE)

將獨立董事之學歷區分為高中、大學、碩士及博士，並分為兩類，一為大學(含)以下，一為碩博士(含)以上。此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{獨立董監事學歷為碩博士以上者，則 DEGREE}=1 \\ \text{獨立董監事學歷為大學以下者，則 DEGREE}=0 \end{cases}$$

12. 獨立董監事之性別(GENDER)

此變數為一虛擬變數。

$$\begin{cases} \text{獨立董監事為男性者，則 GENDER}=1 \\ \text{獨立董監事為女性者，則 GENDER}=0 \end{cases}$$

13. 獨立董監事任職公司之三年間平均績效(ROA₉₂₋₉₄)

$$\text{過去平均績效} = \frac{\text{任職公司平均績效之2003年至2005年總和}}{3\text{年}}$$

14. 獨立董監事任職公司之 2005 年平均公司大小(FSIZE)

$$\text{LN(平均公司大小)} = \text{LN(任職公司2005年之平均公司大小)}$$

15. 獨立董監事任職公司之 2005 年平均董事會規模(BSIZE)

$$\text{LN(平均董事會規模)} = \text{LN(任職公司2005年之平均董事會規模)}$$

董事會規模為董事長、副董事長、常務董事、一般董事(非常務董事)之合計。

(三)控制變數

1.公司規模(LNSIZE)

以總資產作為公司規模之替代變數。

公司規模=LN(公司資產總額)

2.負債比率(DB)

以總負債佔總資產比例來衡量負債比率。

$$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$

3.折舊費用比率(DEP)

以折舊費用佔營業收入淨額比例來衡量折舊費用比率。

$$\text{折舊費用比率} = \frac{\text{折舊費用}}{\text{營業收入淨額}}$$

4.公司年齡(AGE)

以公司自設立年到目前之總年數為公司年齡之替代變數。

二、 研究模型

首先，本論文先探討獨立董監事任職數之決定因素，建構三個研究模型，

分述如下：

【研究模型一】

$$\begin{aligned} \text{DIRBUSY} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SCHOLAR} + \beta_2 \text{LAW} + \beta_3 \text{CEO} + \beta_4 \text{FN} + \beta_5 \text{BUSINESS} \\ & + \beta_6 \text{DEGREE} + \beta_7 \text{GENDER} + \beta_8 \text{ROA}_{92-94} + \beta_9 \text{FSIZE} + \beta_{10} \text{BSIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.1)$$

此研究模型為 Logit 迴歸模型，用來檢驗影響獨立董監事任職數目的決定因素。Logit 迴歸模型為對二元應變數(dichotomous dependent variable)進行迴歸分析

時最為普遍應用的多元量化分析方法。

DIRBUSY 分為兩類；若獨立董事為忙碌，DIRBUSY=1

；若獨立董事非忙碌，DIRBUSY=0

SCHOLAR 為一虛擬變數；若獨立董監事為學者，SCHOLAR=1

；若獨立董監事非學者，SCHOLAR=0

LAW 為一虛擬變數；若獨立董監事具法律背景，LAW=1

；若獨立董監事不具法律背景，LAW=0

CEO 為一虛擬變數；若獨立董監事為其他公司之總經理，CEO=1

；若獨立董監事非其他公司之總經理，CEO=0

FN 為一虛擬變數；若獨立董監事具財會背景，則 FN=1

；若獨立董監事不具財會背景，則 FN=0

BUSINESS 為一虛擬變數；若獨立董監事具商務背景，則 BUSINESS=1

；若獨立董監事不具商務背景，則 BUSINESS=0

DEGREE 為一虛擬變數；若獨立董監事學歷為碩博士以上者，DEGREE=1

；若獨立董監事學歷為大學以下者，則 DEGREE=0

GENDER 為一虛擬變數；若獨立董監事為男性，GENDER=1

；若獨立董監事為女性，GENDER=0

ROA₉₂₋₉₄ 為過去平均績效；任職公司平均績效之 2003 年至 2005 年總和÷
3 年。

FSIZE 為平均公司大小；任職公司之 2005 年平均公司規模取自然對數。

BFSIZE 為平均董事會規模；任職公司之 2005 年平均董事會規模取自然對
數，董事會規模為董事長、副董事長、常務董事、一般董事(非
常務董事)之合計。

【研究模型二】

$$\begin{aligned} \text{DIR} = & \beta_0 + \beta_1\text{SCHOLAR} + \beta_2\text{LAW} + \beta_3\text{CEO} + \beta_4\text{FN} + \beta_5\text{BUSINESS} \\ & + \beta_6\text{DEGREE} + \beta_7\text{GENDER} + \beta_8\text{ROA}_{92-94} + \beta_9\text{FSIZE} + \beta_{10}\text{BSIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.2)$$

此研究模型為 Poisson 迴歸模型(參閱附錄一)。

DIR 為獨立董監事 2004 年之任職數目

【研究模型三】

$$\begin{aligned} \text{DIR}^* = & \beta_0 + \beta_1\text{SCHOLAR} + \beta_2\text{LAW} + \beta_3\text{CEO} + \beta_4\text{FN} + \beta_5\text{BUSINESS} \\ & + \beta_6\text{DEGREE} + \beta_7\text{GENDER} + \beta_8\text{ROA}_{92-94} + \beta_9\text{FSIZE} + \beta_{10}\text{BSIZE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.3)$$

此模型為 Ordered Logistic 迴歸模型(參閱附錄二)。

DIR* 為獨立董監事 2004 年之任職數目；變數將分為六個層級，任職數為一者，DIR*=1，任職數為二者，DIR*=2，以此類推，任職數在六以上者，DIR*=6。

接著，為了驗證研究假說一，納入獨立董監事兼職情形的四種定義，建構研究模型四。

【研究模型四】

$$\begin{aligned} \text{TOBIN'S Q} = & \beta_0 + \beta_1\text{BUSY} + \beta_2\text{INSIDE} + \beta_3\text{DUAL} + \beta_4\text{MANA} + \beta_5\text{DEV} \\ & + \beta_6\text{LNSIZE} + \beta_7\text{DB} + \beta_8\text{DEP} + \beta_9\text{AGE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.4)$$

$$\begin{aligned} \text{TOBIN'S Q} = & \beta_0 + \beta_1\text{BUSY}^* + \beta_2\text{INSIDE} + \beta_3\text{DUAL} + \beta_4\text{MANA} + \beta_5\text{DEV} \\ & + \beta_6\text{LNSIZE} + \beta_7\text{DB} + \beta_8\text{DEP} + \beta_9\text{AGE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.5)$$

$$\begin{aligned} \text{TOBIN'S Q} = & \beta_0 + \beta_1\text{AVG} + \beta_2\text{INSIDE} + \beta_3\text{DUAL} + \beta_4\text{MANA} + \beta_5\text{DEV} \\ & + \beta_6\text{LNSIZE} + \beta_7\text{DB} + \beta_8\text{DEP} + \beta_9\text{AGE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.6)$$

$$\begin{aligned} \text{TOBIN'S Q} = & \beta_0 + \beta_1\text{AVGBUSY} + \beta_2\text{INSIDE} + \beta_3\text{DUAL} + \beta_4\text{MANA} + \beta_5\text{DEV} \\ & + \beta_6\text{LNSIZE} + \beta_7\text{DB} + \beta_8\text{DEP} + \beta_9\text{AGE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.7)$$

TOBIN'S Q	為公司績效之替代變數； $TOBIN'S Q = \frac{\text{年底收盤價} \times \text{年底流通在外股數} + \text{負債總額}}{\text{資產帳面價值}}$
BUSY	為董事會忙碌指標；當董事會中半數以上的獨立董監事，兼任三家其他公司董監事(含獨立)以上時，稱該董事會為忙碌。
BUSY*	為董事會忙碌指標；當董事會中半數以上的獨立董監事，兼任二任其他公司董監事(含獨立)以上時，稱該董事會為忙碌。
AVG	為獨立董監事平均兼任數； $\text{獨立董監事兼任數總和} \div \text{獨立董監事總人數}$
AVGBUSY	為忙碌之獨立董事佔獨立董監事人數之比例； $\text{忙碌之獨立董監事} \div \text{獨立董監事總人數}$
INSIDE	監察人是否家族或內部化；監察人內部化，則 $INSIDE = 1$ 監察人非內部化，則 $INSIDE = 0$
DUAL	總經理是否兼任董事長；總經理兼任董事長，則 $DUAL = 1$ 總經理非兼任董事長，則 $DUAL = 0$
MANA	經理人透過個人、親屬關係、家族控制等管道所控制之董事席次。
DEV	控制股東控制權偏離盈餘分配權倍數； $\text{控制股東直接與間接控制權} \div \text{控制股東之盈餘分配權}$
LNSIZE	公司規模； $LN(\text{公司資產總額})$
DB	負債比率； $\text{負債總額} \div \text{資產總額}$
DEP	折舊費用率； $\text{折舊費用} \div \text{營業收入淨額}$
AGE	公司年齡；公司自設立年到目前之總年數

最後，為了進一步檢驗獨立董監事兼任過多對公司價值的影響，分別探討兼任過多是否加深監察人內部化、總經理兼任董事長、經理人董事席次、控制股東控制權偏離盈餘權對公司績效的負面影響，建構研究模型五至研究模型八，以驗證研究假說二至研究假說四。

【研究模型五】

$$\text{TOBIN'S Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{INSIDE} + \beta_2 \text{BUSY} \times \text{INSIDE} + \beta_3 \text{LNSIZE} + \beta_4 \text{DB} + \beta_5 \text{DEP} + \beta_6 \text{AGE} + \varepsilon \quad (3.4.8)$$

BUSY×INSIDE 為 BUSY 與 INSIDE 兩變數之乘積

$$H_0: \beta_2=0, H_1: \beta_2 \neq 0$$

若不拒絕 H_0 ，表示監察人內部化 (INSIDE) 對公司績效的影響在董事會忙碌與不忙碌下是相同的，若不拒絕 H_0 ，且 β_1 與 β_2 同正負，表示在董事會忙碌時，監察人內部化對公司績效的影響，大過於在董事會不忙碌時。

【研究模型六】

$$\text{TOBIN'S Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{DUAL} + \beta_2 \text{BUSY} \times \text{DUAL} + \beta_3 \text{LNSIZE} + \beta_4 \text{DB} + \beta_5 \text{DEP} + \beta_6 \text{AGE} + \varepsilon \quad (3.4.9)$$

BUSY×DUAL 為 BUSY 與 DUAL 兩變數之乘積

$$H_0: \beta_2=0, H_1: \beta_2 \neq 0$$

若不拒絕 H_0 ，表示總經理兼任董事長 (DUAL) 對公司績效的影響在董事會忙碌與不忙碌下是相同的，若不拒絕 H_0 ，且 β_1 與 β_2 同正負，表示在董事會忙碌時，總經理兼任董事長對公司績效的影響，大過於在董事會不忙碌時。

【研究模型七】

$$\text{TOBIN'S Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{MANA} + \beta_2 \text{BUSY} \times \text{MANA} + \beta_3 \text{LNSIZE} + \beta_4 \text{DB} + \beta_5 \text{DEP} + \beta_6 \text{AGE} + \varepsilon \quad (3.4.10)$$

BUSY×MANA 為 BUSY 與 MANA 兩變數乘積

$H_0: \beta_2=0, H_1: \beta_2 \neq 0$

若不拒絕 H_0 ，表示經理人董事控制席次 (MANA) 對公司績效的影響在董事會忙碌與不忙碌下是相同的，若不拒絕 H_0 ，且 β_1 與 β_2 同正負，表示在董事會忙碌時，經理人董事控制席次對公司績效的影響，大過於在董事會不忙碌時。

【研究模型八】

$$\begin{aligned} \text{TOBIN'S Q} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DEV} + \beta_2 \text{BUSY} \times \text{DEV} + \beta_3 \text{LNSIZE} + \beta_4 \text{DB} \\ & + \beta_5 \text{DEP} + \beta_6 \text{AGE} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.4.11)$$

BUSY×DEV 為 BUSY 與 DEV 兩變數之乘積

$H_0: \beta_2=0, H_1: \beta_2 \neq 0$

若不拒絕 H_0 ，表示控制股東的控制權偏離盈餘權倍數 (DEV) 對公司績效的影響在董事會忙碌與不忙碌下是相同的，若不拒絕 H_0 ，且 β_1 與 β_2 同正負，表示在董事會忙碌時，控制股東的控制權偏離盈餘權倍數對公司績效的影響，大過於在董事會不忙碌時。

第四章 實證結果分析

第一節 敘述統計

一、獨立董監事任職數、個人特質與學經歷之敘述統計

首先，本研究整理出獨立董監事共 408 人之任職數、忙碌與否、專業能力、是否其他公司總經理及性別等變數的敘述統計，列於表 4-1。其中任職數為一次序測度指標，一共分為六個級別，任職數超過六者皆命為 6。由表 4-1 可看出，大部分的獨立董監事兼任情形並不算太嚴重，只任職於一家公司董監事(含獨立)者共有 258 人，佔全部樣本之 63.2%，而在任職超過三家公司董監事(含忙碌)為忙碌的定義下為忙碌的獨立董監事者共有 71 人，佔全樣本的 17.4%。獨立董監事為學者(SCHOLAR)的人數有 75 人，比例為 18.3%；獨立董監事為其他公司總經理者(CEO)有 103 人，比例為 25.2%；獨立董監事學歷(DEGREE)為碩、博士者分別為 136、92 人，比例分別為 33.3%、22.5%，學歷為大學者有 149 人，比例為 36.5%，學歷為高中以下的只有 31 人，比例為 7.6%；獨立董監事具財會(FN)、法律(LAW)及商學(BUSINESS)背景者分別有 127、22 及 117 人，比例分別為 31.1%、5.4%及 28.7%；獨立董監事為男性者(GENDER)有 359 人，比例為 87.9%。由此看出，公司在聘任獨立董監事時多數會考量到其專業背景，尤其為其他公司總經理、具財會及商學背景者為獨立董監事的主要來源。

本研究再將獨立董監事區分為忙碌與不忙碌兩樣本，觀察兩種樣本下，獨立董監事的個人特質、學經歷等變數有何不同，列於表 4-2。由此表之比較可知，獨立董監事在不忙碌與忙碌的情況下，為學者身份的比例分別為 17.5%及 22.53%；為其他公司總經理的比例分別為 21.66%及 42.25%；具碩博士學歷的比例也由 52.8%增加到 70%，原本具大學學歷的比例則由 38.87%下降到 25.35%；具

財會背景者的比例分別為 29.97%及 36.6%；具法律背景者的比例分別為 5.04%及 7.04%；具商務背景者的比例分別為 26.4%及 39.4%；為男性的比例分別為 87.5%及 90.14%；其他公司總經理、碩博士、財會背景及商務背景者的比例皆有大幅差異。由上述可知，當獨立董監事為其他公司總經理、有較高學歷或是具專業背景時，往往吸引公司聘任，除了因獨立董監事的資格限制外，同時也因這些專門職業人員的獨立性及專業知識較高，較能發揮出監督的功效所致。

表 4-1 獨立董事個人特質及學經歷之敘述統計(共 408 筆)

變數	人數	%	
任職數	1	258	63.2353
	2	79	19.3628
	3	37	9.0686
	4	17	4.1667
	5	12	2.9412
	≥6	5	1.2255
忙碌	是	71	17.4020
	否	337	82.5980
SCHOLAR	是	75	18.3824
	否	333	81.6177
CEO	是	103	25.2451
	否	305	74.7549
DEGREE	高中以下	31	7.5980
	大學	149	36.5196
	碩士	136	33.3333
	博士	92	22.5490
FN	是	127	31.1275
	否	281	68.8726
LAW	是	22	5.3922
	否	386	94.6078
BUSINESS	是	117	28.6765
	否	291	71.3235
GENDER	男	359	87.9902
	女	49	12.0098

表 4-2 區分忙碌與否下，獨立董監事個人特質及學經歷之敘述統計

變數		人數		%	
		忙碌	不忙碌	忙碌	不忙碌
SCHOLAR	是	16	59	22.5352	17.5074
	否	55	278	77.4647	82.4925
CEO	是	30	73	42.2535	21.6617
	否	41	264	57.7464	78.3382
DEGREE	高中以下	3	28	4.2253	8.3086
	大學	18	131	25.3521	38.8724
	碩士	31	105	43.6619	31.1572
	博士	19	73	26.7605	21.6617
FN	是	26	101	36.6197	29.9703
	否	45	236	63.3802	70.0296
LAW	是	5	17	7.0422	5.0445
	否	66	320	92.9577	94.9554
BUSINESS	是	28	89	39.4366	26.4095
	否	43	248	60.5633	73.5905
GENDER	男	64	295	90.1408	87.5370
	女	7	42	9.8591	12.4629

下表 4-3 為獨立董監事所任職公司之平均過去績效 (ROA92-94)、平均董事會規模(BSIZE)及平均公司大小(FSIZE)之敘述統計，將樣本分為獨立董監事忙碌與不忙碌，並同時列全部樣本時的敘述統計。由三個表可看出，在獨立董監事忙碌或不忙碌下，平均董事會規模和平均公司大小的敘述統計值並沒有太大的差別，但忙碌的獨立董監事所兼任公司之過去平均績效低於不忙碌者，顯示當公司過去績效不良時，可能會傾向於聘任兼任數多的獨立董監事，可能是因為，1.績效不良的公司總經理或董事會，為了避免獨立董監事的密切監督，影響自身的職位，傾向於任命兼任數多的獨立董監事，以分散其注意力。2.績效不良時，力圖扭轉現況的董事會，相信獨立董監事兼任數多所表達的能力訊息，希望藉由有信譽及經驗的獨立董監事來改善績效不良的情形。

表 4-3 基本統計分析—比較忙碌與否(ROA92-94、BSIZE 及 FSIZE)

變數	忙碌否	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差	個數
ROA92-94	全部	13.2852	12.4067	-13.9867	42.1867	8.4583	408
	忙碌	11.7558	11.2320	-1.9478	27.9828	6.0086	71
	不忙碌	13.6074	13.1267	-13.9867	42.1867	8.8623	337
BSIZE	全部	1.8952	1.9459	1.3863	2.6969	0.2216	408
	忙碌	1.9255	1.9459	1.6094	2.6969	0.1950	71
	不忙碌	1.8889	1.9459	1.3863	2.4849	0.2266	337
FSIZE	全部	14.8768	14.7524	12.6807	19.4362	1.1249	408
	忙碌	15.1978	15.0225	13.5460	18.6808	1.0253	71
	不忙碌	14.8092	14.6442	12.6807	19.4362	1.1346	337

由表 4-4 可看出獨立董監事兼任情形三年來的趨勢，任職數只有 1 的獨立董監事比例從 2003 年到 2005 年分別是 67.6%、63.2%及 60.8%，而任職數為 2 的比例則是從 15.9%上升到 19.4%及 22.3%，其他的比例則是沒有太大的變動。雖然任職數為 1 的獨立董監事仍然佔了大部分，但已有部分的獨立董監事逐年增加其兼任數，在政府推動落實獨立董監事制度的情況下，獨立董監事的人才顯得不足。金管會目前已建立「獨立董監人才資料庫」，期望透過獨立董監事人才的揭露，提供公司更多元的獨立董監事來源。

表 4-4 獨立董監事個人任職數之年度比較

任職數	2003 年		2004 年		2005 年	
	N	%	N	%	N	%
1	276	67.6471	258	63.2353	248	60.7843
2	65	15.9314	79	19.3628	91	22.3039
3	34	8.3333	37	9.0686	32	7.8431
4	16	3.9216	17	4.1667	18	4.4118
5	9	2.2059	12	2.9412	11	2.6961
≥6	8	1.9608	5	1.2255	8	1.9608

二、 變數基本統計量

本研究除了列出全部樣本之基本統計分析外，亦將各變數依年度作基本統計分析，以便看出各年的變動趨勢。從表 4-5 之 Panel A 可看出公司績效指標 Tobin' Q 於 2005 年最高為 1.4593，其次為 2003 年為 1.3862，2004 年最低，只有 1.1823。表 4-5 之 Panel A 亦可看出獨立董監事兼任情形的趨勢，在獨立董監事平均兼任數(AVG)方面，自 2003 年到 2005 年分別為 1.7588、1.6971 及 1.8423，雖然在 2004 年一度下降，但三年以來仍然是呈現成長的趨勢；而忙碌董監事比例(AVGBUSY)自 2003 年到 2005 年則分別是 0.2151、0.2145 及 0.2282，三年來也是上升的趨勢。若看平均兼職數的最大值，可發現三年來是下降的(17.5、13.6667、10.3333)，可能是因為過於忙碌的獨立董監事於法令對兼任數的規範下，逐年減少其兼職。但 2005 年的平均兼職數中位數和平均數都比前一年大，且標準差較小，顯示樣本數值較為集中，表示雖然最大值已經下降，但整體而言如同上一段所述，原本兼任數少的獨立董監事有增加其兼職的情形。

表 4-5 之 Panel A 可看出自 2003 年至 2005 年，控制股東之控制權偏離盈餘權倍數(DEV)逐年增大，最大值甚至從 58.88 激增到 359.57，若 La Porta et al.(1999) 所提出最大股東的負侵占效果成立，則表示此種由控制股東所產生的核心代理問題一年比一年嚴重。表 4-5 之 Panel B 可看出經理人涉入董事會的趨勢，經理人控制席次(MANA)雖然沒有太大的變化，分別是 1.2156、1.1710 及 1.1264，但表 4-13 總經理兼任董事長(DUAL)的情形卻一年比一年多，2003 年至 2005 年比例分別為 31.97%、37.55%及 46.47%，雖然上市上櫃公司治理實務守則第二四條已於 2003 年規定，上市公司之董事長與總經理不宜由同一人擔任，實際成效卻不彰，若根據 Dayton(1984)、Patton and Backer(1987)、Rechner and Dalton(1991)、Baliga et al.(1996)、Dechow et al.(1996)、林君玲(1999)等人的實證結果，將對公

表 4-5

Panel A 基本統計分析—年度比較(TOBIN'S Q、AVG、AVGBUSY、DEV、MANA)

變數	年度	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
TOBIN'S Q	2003	1.3862	1.2808	4.5244	0.6652	0.4693
	2004	1.1823	1.0989	2.7695	0.6205	0.3660
	2005	1.4593	1.2566	7.2494	0.6092	0.7998
AVG	2003	1.7588	1	17.5	0	2.2114
	2004	1.6971	1	13.6667	0	2.0199
	2005	1.8423	1.3333	10.3333	0	1.9193
AVGBUSY	2003	0.2151	0	1	0	0.2708
	2004	0.2145	0	1	0	0.2747
	2005	0.2282	0	1	0	0.2753
DEV	2003	2.4457	1.1100	58.88	0	5.3495
	2004	3.2740	1.1000	223.43	0	14.7043
	2005	3.9873	1.1000	359.57	0	22.5438
MANA	2003	1.2156	1	5	0	1.1899
	2004	1.1710	1.0000	5.0000	0	1.1495
	2005	1.1264	1	5	0	1.1258

Panel B 基本統計分析—年度比較(DUAL、INSIDE)

年度	總經理兼任董事長與否	公司家數	%
2003	0	183	68.02974
	1	86	31.97026
2004	0	168	62.45353
	1	101	37.54647
2005	0	144	53.5316
	1	125	46.4684

年度	監察人內部化與否	公司家數	%
2003	0	120	44.60967
	1	149	55.39033
2004	0	106	39.4052
	1	163	60.5948
2005	0	85	31.59851
	1	184	68.40149

司造成負面的影響。而表 4-5 之 Panel B 亦可看出監察人內部化(INSIDE)情形的變化，2003 年至 2005 年比例分別為 55.39%、60.59%及 68.4%。不管是從控制

股東、經理人，還是監察人的角度來看，獨立董監事的功能和成效都更顯重要，若是本研究的假說成立，則限制獨立董監事的兼任情形必為當下公司治理的重要課題。

下表 4-6 為全部樣本之基本統計分析，忙碌獨立董事比例平均數(AVGBUSY)為 21.95%、中位數為 0、最大值為 1、最小值為 0，兼任數平均為 1.767、中位數為 1、最大值為 17.5、最小值為 0，控制權偏離盈餘權倍數(DEV)平均數為 3.2357、中位數為 1.1、最大值為 359.57、最小值為 0，經理人控制席次(MANA)平均為 1171、中位數為 1、最大值為 5、最小值為 0。

表 4-6 變數基本統計分析(總樣本)

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
TOBIN'S Q	1.3425	1.2047	7.2494	0.6091	0.5867
AVGBUSY	0.2195	0	1	0	0.2734
AVG	1.7670	1.0000	17.5000	0.0000	2.0441
DEV	3.2357	1.1000	359.5700	0.0000	15.8365
MANA	1.1710	1.0000	5.0000	0.0000	1.1546
AGE	18.7605	17.4167	53.2500	5.9167	8.0194
ASSET	15,854,929	3,171,452	1,480,000,000	274,401	80,306,776
DB	0.4092	0.4183	1.0055	0.0499	0.1568
DEP	0.0377	0.0148	0.4946	0.0000	0.0637

三、 董事會忙碌與不忙碌之敘述統計

本研究再將樣本分為忙碌與不忙碌，比較兩者之下應變數與自變數之敘述統計有何差異。從表 4-7 可看出，董事會忙碌下，Tobin's Q 之平均數、最大值及最小值皆低於董事會不忙碌下。表 4-7 亦可看出董事會忙碌下的兼任情形；董事會忙碌下，平均兼任數為 4.225、中位數為 3.6667、最大值為 17.5、最小值為 1.3333，董事會不忙碌下，平均兼任數為 1.1645、中位數為 0.75、最大值為 13.6667、最

小值為 0；董事會忙碌下，忙碌獨立董監事比例平均數為 66.52%，董事會不忙碌下，平均數只有 11.03%。由上述可知，定義董事會不忙碌下，平均兼任數之最大值高達 13.6667，顯示若只以董事會內的獨立董監事平均兼職數來作為衡量兼任情形的變數，將會錯估了獨立董監事的實際監督功效，平均兼任數高可能是因為其中某一位獨立董監事兼任過多所引起，並不代表整體獨立董監事皆如此。

表 4-7 基本統計分析—比較忙碌與否下(Tobin's Q、AVG、AVGBUSY、DEV、MANA)

	董事會忙碌與否	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
Tobin's Q	是	1.3523	1.2682	3.4443	0.6092	0.5076
	否	1.4080	1.2157	7.2494	0.6576	0.6345
AVG	是	4.225	3.6667	17.5	1.3333	2.2377
	否	1.1645	0.75	13.6667	0	1.4616
AVGBUSY	是	0.6652	0.6667	1	0.3333	0.1764
	否	0.1103	0	0.6667	0	0.1575
DEV	是	3.6578	1.1150	48.6100	1.0000	7.9528
	否	3.0959	1.1000	359.5700	0.0000	18.1071
MANA	是	1.0507	1	4	0	1.0132
	否	1.2043	1	5	0	1.1927

四、 相關係數

為了使統計結果不因自變數間的高度相關而影響分析的正確性，本研究以 Pearson 相關係數進行變數間相關程度之分析。表 4-8 彙總自變數間的相關係數分析，若相關係數值超過 0.6 以上者，則變數間相有高度相關，可能會產生共線性的問題。從表 4-8 可知，大部分的自變數間相關係數都在 0.6 以下，除了平均兼任數 (AVG) 和忙碌獨立董監事比例 (AVGBUSY) 間為 0.751；平均兼任數和忙碌與否指標 (BUSY) 間為 0.596；忙碌與否指標與忙碌獨立董監事比例兼為 0.807；監察人內部化×忙碌與否指標 (INSIDE×BUSY) 和忙碌獨立董監事比例與忙碌與否指標間分別是 0.68、0.829；忙碌與否指標與經理人董事席次×忙碌與否指標 (MANA×BUSY) 間是 0.682。但以上這些高度相關的變數皆不會出現在同一條迴歸式當中，因此，自變數之間並沒有存在高度相關的問題。



表 4-8 相關係數分析

變數	AGE	AVG	AVGBU-S Y	BUSY	DUAL	DUAL× B-USY	INSIDE	INSIDE× BUSY	DB	DEP	DEV	DEV× BU-SY	LNSIZE	MANA	MANA× BUSY
AGE	1	-0.145	-0.136***	-0.072***	-0.013***	-0.003***	0.035***	-0.064***	-0.063***	-0.135***	-0.070***	-0.091***	-0.051***	-0.134***	-0.091
AVG		1	0.751***	0.596***	-0.073	0.283***	0.063***	0.496***	-0.004***	0.042**	0.026	0.332***	0.256***	0.011	0.424***
AVGBUSY			1	0.807***	-0.060**	0.414***	0.104	0.680***	0.001***	0.063***	0.019	0.381***	0.282**	-0.043**	0.542***
BUSY				1	-0.056***	0.535***	0.109***	0.829***	-0.028***	-0.000***	0.013	0.452***	0.263***	-0.053	0.682***
DUAL					1	0.333***	-0.036	-0.043***	-0.049***	-0.043***	-0.072	-0.095***	-0.127***	0.009	-0.044
DUAL×BUSY						1	0.063***	0.449***	0.009***	-0.063***	-0.029	0.104***	0.054***	-0.035	0.353***
INSIDE							1	0.318***	0.059***	0.030***	0.077***	0.104***	0.204***	-0.056**	0.089***
INSIDE×BUSY								1	0.019***	0.033***	0.031*	0.449***	0.309***	-0.034***	0.584*
DB									1	-0.081***	0.025*	0.006***	0.067**	-0.100***	-0.005*
DEP										1	0.017	0.010***	0.243***	-0.006	-0.008
DEV											1	0.070	0.082**	0.014	0.033
DEV×BUSY												1	0.309***	-0.034***	0.584*
LNSIZE													1	0.102***	0.257***
MANA														1	0.247***
MANA×BUSY															1

*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準

附註：各變數定義如下：AGE：公司自設立年到目前之總年數；AVG：董事會中所有獨立董監事之平均兼任數；AVGBUSY：忙碌之獨立董監事佔獨立董監事之人數比例；BUSY：若獨立董監事本身兼任三家公司以上之董監事(含獨立)，則該名獨立董監事為忙碌。當董事會中半數以上的獨立董監事在此定義下為忙碌，稱該董事會為忙碌；DUAL：總經理兼任董事長；INSIDE：監察人內部化；DB：負債總額/資產總額；DEP：折舊支出/營業收入淨額；DEV：控制股東之控制權偏離盈餘權倍數；LNSIZE：公司大小，為資產總額取自然對數；MANA：經理人控制席次；DUAL×BUSY、INSIDE×BUSY、DEV×BUSY、MANA×BUSY 為各變數與 BUSY 之乘積。

資料來源：本研究整理

資料來源：本研究整理

第二節 迴歸模型之實證結果分析

一、 獨立董監事兼任數之決定因素分析

本研究先從 2003 年至 2005 年至少設立一名獨立董事、一名獨立監察人的公司中，篩選出 408 名獨立董監事，以此為樣本，分別用三種統計模型—Logit 模型、Poisson 模型及 Ordered Logistic 模型—來探討影響獨立董監事兼任數的決定因素。

從表 4-9-1 可發現三種模型所得出的結果並無太大差異。模型 (1) 之應變數為獨立董監事是否忙碌 (DIRBUSY)，使用的是 Logit 迴歸模型，而迴歸結果顯示，獨立董監事為其他公司總經理 (CEO)、獨立董監事具財會 (FN)、商務 (BUSINESS) 背景以及獨立董監事學歷在碩博士以上 (DEGREE) 等個人學經歷、專業背景皆與其是否忙碌有顯著正相關，表示公司會傾向聘任本身具有專業背景及管理經驗者來擔任獨立董監事，造成這些專業人士過於忙碌的情形。其中其他公司總經理最具貢獻度及顯著性，顯示公司極需有高階管理經驗者來有效監督經營團隊，督促管理者作成適當決策，Fich & Shivdasani(2006)實證結果亦顯示當獨立董事為其他公司總經理時，對於其兼任數會有顯著增加的作用。而獨立董監事是否為學者對其是否忙碌並沒有顯著結果，符合 Fich & Shivdasani(2006)之研究結果，亦印證了 Bhagat and Black(1999)所認為，董事之專業知識及經驗相較於獨立性而言，對公司績效更為重要。對公司而言，具有財會、商務、管理背景的專業人士，相較於較具獨立性的學者，更有吸引力，因為獨立董監事的職責不只是監督，還要身具專業，並能適時提出建議，以提升企業的競爭力。性別對於獨立董監事任職數沒有顯著的作用，從敘述統計可得知，獨立董監事為男性的比例為 87.99%，在獨立董監事多數為男性下，

對於兼任數的影響微乎其微，與實證結果相符。

公司過去平均績效 (ROA92-94) 和忙碌與否間為顯著負相關，與 Fich & Shivdasani(2006)及 Ferris et al.(2003)所做的結果相反，原因可能為以下兩點：

- 1.績效不良的公司總經理或董事會，為了避免獨立董監事的密切監督，影響自身的職位，傾向於任命兼任數多的獨立董監事，以分散其專注力。
- 2.績效不良時，力圖扭轉現況的董事會，相信獨立董監事兼任數多所表達的能力訊息，希望藉由有信譽及經驗的獨立董監事來改善績效不良的情形。

而平均公司規模與忙碌與否呈顯著正相關，符合 Ferris et al.(2003) 及 Fich & Shivdasani(2006)之研究結果，獨立董事所任職之公司平均規模，對該名獨立董事所任職數目及忙碌與否有顯著的正面影響，雖然大公司意味著需要獨立董事更多的專注力和時間來監督公司的經營決策，但同時，任職於大公司也意味著獨立董監事優秀之監督能力與專業，使公司傾向於聘任這樣的獨立董監事。因此，獨立董監事任職之平均公司大小與其忙碌與否有顯著正相關。

模型 (2) 之應變數為獨立董監事之兼職數目，為一計數值，使用的是 poisson 迴歸模型。模型 (3) 之應變數亦為獨立董監事之兼職數目，但分為一至六個層級，兼職數在六以上者皆命為 6，使用的是 Ordered Logistic 迴歸模型。迴歸結果皆與模型 (1) 一致，獨立董監事為其他公司總經理、具財會、商務背景、學歷為碩博士、及其所任職公司之平均公司規模皆與兼任數目有顯著正相關，而其所任職公司之過去平均公司績效則與其兼任數目有顯著負相關。

表 4-9-2 及表 4-9-3 替換了兼任情形的替代變數，改以 2003 年及 2005 年的兼任情形為基準來定義應變數。迴歸結果大致與表 4-9-1 相符，獨立董監事為其他公司總經理、具財會、商務背景、學歷為碩博士、及其所任職公司之平均公司規模皆與兼任數目大致為顯著正相關，而其所任職公司之過去平均公司績效總的來說與兼任數為負向關係。



表 4-9-1 獨立董監事兼任數之決定因素迴歸分析表 (迴歸模型一至三) (2004 年)

變數	(1)Logit	(2)Poisson	(3)Ordered Logistic
(C1)			7.2141 (0.0000)***
(C2)			8.3727 (0.0000)***
(C3)			9.2898 (0.0000)***
(C4)			10.0666 (0.0000)***
(C5)			11.3483 (0.0000)***
C	-7.2235 (0.0000)***	-1.2596 (0.0020)***	
CEO	1.2808 (0.0001)***	0.3962 (0.0000)***	1.3004 (0.0000)***
DEGREE	0.6253 (0.0568)*	0.1608 (0.0249)**	0.4856 (0.0502)*
FN	0.9867 (0.0023)***	0.2149 (0.0023)***	0.8015 (0.0024)***
LAW	0.5651 (0.3046)	0.1092 (0.4615)	0.1708 (0.7591)
BUSINESS	0.5233 (0.0919)*	0.1969 (0.0129)**	0.5866 (0.0211)**
SCHOLAR	0.3278 (0.3821)	0.0444 (0.6214)	0.1593 (0.5976)
GENDER	-0.0189 (0.9666)	0.0481 (0.5967)	0.2318 (0.5349)
ROA92-94	-0.0403 (0.0123)**	-0.0066 (0.0338)**	-0.0245 (0.0428)**
FSIZE	0.2990 (0.0077)***	0.0958 (0.0003)***	0.3714 (0.0001)***
BSIZE	0.0458 (0.5840)	0.0070 (0.7327)	0.0201 (0.7761)
Pseudo R-SQUARE	0.1091	0.117491	0.073462
N	408	408	408

*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準；() 內為 P-VALUE

附註：(1) 式為以 Logit 模型建立的迴歸式，應變數 (DIRBUSY) 為一虛擬變數，獨立董事為忙碌，則 DIRBUSY=1，獨立董事非忙碌，則 DIRBUSY=0。若該名獨立董監事之任職數超過三家，則定義其為忙碌；(2) 式為以 Poisson 模型建立的迴歸式，應變數 (DIR) 為獨立董監事 2004 年之任職數；(3) 式為以 Ordered Logistic 模型建立的迴歸式，應變數 (DIR*) 分為六個層級，任職數為一者，DIR*=1，任職數為二者，DIR*=2，以此類推，任職數在六以上者，DIR*=6。三式之應變數皆以獨立董監事於 2004 年之兼任數為基準；CEO：獨立董監事為其他公司總經理，則 CEO=1，否則 CEO=0；DEGREE：獨立董監事學歷為碩博士以上，則 DEGREE=1，否則 DEGREE=0；LAW：獨立董監事具法律背景，則 LAW=1，否則 LAW=0；BUSINESS：獨立董監事具商務背景，則 BUSINESS=1，否則 BUSINESS=0；SCHOLAR：獨立董監事為學術界，則 SCHOLAR=1，否則 SCHOLAR=0；GENDER：獨立董監事為男性，則 GENDER=1，否則 GENDER=0；ROA92-94：獨立董監事任職公司之三年間平均績效；FSIZE：獨立董監事任職公司之 2005 年平均公司大小；BSIZE：獨立董監事任職公司之 2005 年平均董事會規模。

資料來源：本研究整理

表 4-9-2 獨立董監事兼任數之決定因素迴歸分析表(2003 年)

變數	(1)Logit	(2)Poisson	(3)Ordered Logistic
(C1)			6.4135 (0.0000) ^{***}
(C2)			7.4112 (0.0000) ^{***}
(C3)			8.2846 (0.0000) ^{***}
(C4)			9.0243 (0.0000) ^{***}
(C5)			9.8155 (0.0000) ^{***}
C	-6.4925 (0.0004) ^{***}	-1.0752 (0.0140) ^{**}	
CEO	1.1887 (0.0004) ^{***}	0.3747 (0.0000) ^{***}	1.2480 (0.0000) ^{***}
DEGREE01	0.6059 [*] (0.0752)	0.1180 (0.1275)	0.4181 (0.1076)
FN	1.0160 (0.0023) ^{***}	0.2421 (0.0011) ^{***}	0.8592 (0.0014) ^{***}
LAW	0.7597 (0.1766)	0.0699 (0.5994)	0.1520 (0.7794)
BUSINESS	0.7382 (0.0202) ^{**}	0.2507 (0.0026) ^{***}	0.6404 (0.0152) ^{**}
SCHOLAR	0.3543 (0.3580)	0.0339 (0.7217)	0.0334 (0.9176)
GENDER	0.1226 (0.8035)	0.0408 (0.6862)	0.2022 (0.6030)
ROA92_94	-0.0282 (0.0751) [*]	-0.0061 (0.0582) [*]	-0.0220 (0.0717) [*]
FSIZE	0.1889 (0.0848) [*]	0.0697 (0.0160) ^{**}	0.2811 (0.0037) ^{***}
BSIZE	0.1191 (0.1116)	0.0344 (0.1675)	0.0735 (0.3143)
Pseudo R-SQUARE	0.1242	0.1018	0.0654
N	408	408	408

*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準；() 內為 P-VALUE

附註：(1) 式為以 Logit 模型建立的迴歸式，應變數 (DIRBUSY) 為一虛擬變數，獨立董事為忙碌，則 DIRBUSY = 1，獨立董事非忙碌，則 DIRBUSY = 0。若該名獨立董監事之任職數超過三家，則定義其為忙碌；(2) 式為以 Poisson 模型建立的迴歸式，應變數 (DIR) 為獨立董監事 2003 年之任職數；(3) 式為以 Ordered Logistic 模型建立的迴歸式，應變數 (DIR*) 分為六個層級，任職數為一者，DIR* = 1，任職數為二者，DIR* = 2，以此類推，任職數在六以上者，DIR* = 6。三式之應變數皆以獨立董監事於 2003 年之兼任數為基準；CEO：獨立董監事為其他公司總經理，則 CEO = 1，否則 CEO = 0；DEGREE：獨立董監事學歷為碩博士以上，則 DEGREE = 1，否則 DEGREE = 0；LAW：獨立董監事具法律背景，則 LAW = 1，否則 LAW = 0；BUSINESS：獨立董監事具商務背景，則 BUSINESS = 1，否則 BUSINESS = 0；SCHOLAR：獨立董監事為學術界，則 SCHOLAR = 1，否則 SCHOLAR = 0；GENDER：獨立董監事為男性，則 GENDER = 1，否則 GENDER = 0；ROA92-94：獨立董監事任職公司之三年間平均績效；FSIZE：獨立董監事任職公司之 2005 年平均公司大小；BSIZE：獨立董監事任職公司之 2005 年平均董事會規模。

表 4-9-3 獨立董監事兼任數之決定因素迴歸分析表(2005 年)

變數	(1)Logit	(2)Poisson	(3)Ordered Logistic
(C1)			5.9738 (0.0000) ^{***}
(C2)			7.2723 (0.0000) ^{***}
(C3)			8.0491 (0.0000) ^{***}
(C4)			8.7985 (0.0000) ^{***}
(C5)			9.7183 (0.0000) ^{***}
C	-8.4213 (0.0000) ^{***}	-1.0441 (0.0067) ^{***}	
CEO	1.2597 (0.0002) ^{***}	0.3550 (0.0000) ^{***}	1.2222 (0.0000) ^{***}
DEGREE01	0.4321 (0.1887)	0.1814 (0.0121) ^{**}	0.5694 (0.0195) ^{**}
FN	1.4944 (0.0000) ^{***}	0.3145 (0.0000) ^{***}	1.1024 (0.0000) ^{***}
LAW	1.0250 (0.0647) [*]	0.1698 (0.1759)	0.6025 (0.1954)
BUSINESS	0.5681 (0.0757) [*]	0.1491 (0.0566) [*]	0.5270 (0.0378) ^{**}
SCHOLAR	0.3584 (0.3471)	0.0486 (0.5982)	0.1530 (0.6059)
GENDER	0.3110 (0.5377)	0.0874 (0.3117)	0.1963 (0.5613)
ROA92_94	-0.0321 (0.0452) ^{**}	-0.0030 (0.3873)	-0.0118 (0.3130)
FSIZE	0.3249 (0.0036) ^{***}	0.0648 (0.0133) ^{**}	0.2455 (0.0083) ^{***}
BSIZE	0.0826 (0.2935)	0.0313 (0.1093)	0.0937 (0.1697)
Pseudo R-SQUARE	0.1242	0.1049	0.0652
N	408	408	408

*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準；() 內為 P-VALUE

附註：(1) 式為以 Logit 模型建立的迴歸式，應變數 (DIRBUSY) 為一虛擬變數，獨立董事為忙碌，則 DIRBUSY = 1，獨立董事非忙碌，則 DIRBUSY=0。若該名獨立董監事之任職數超過三家，則定義其為忙碌；(2) 式為以 Poisson 模型建立的迴歸式，應變數 (DIR) 為獨立董監事 2005 年之任職數；(3) 式為以 Ordered Logistic 模型建立的迴歸式，應變數 (DIR*) 分為六個層級，任職數為一者，DIR*=1，任職數為二者，DIR*=2，以此類推，任職數在六以上者，DIR*=6。三式之應變數皆以獨立董監事於 2005 年之兼任數為基準；CEO：獨立董監事為其他公司總經理，則 CEO=1，否則 CEO=0；DEGREE：獨立董監事學歷為碩博士以上，則 DEGREE=1，否則 DEGREE = 0；LAW：獨立董監事具法律背景，則 LAW=1，否則 LAW=0；BUSINESS：獨立董監事具商務背景，則 BUSINESS = 1，否則 BUSINESS=0；SCHOLAR：獨立董監事為學術界，則 SCHOLAR=1，否則 SCHOLAR=0；GENDER：獨立董監事為男性，則 GENDER=1，否則 GENDER=0；ROA92-94：獨立董監事任職公司之三年間平均績效；FSIZE：獨立董監事任職公司之 2005 年平均公司大小；BSIZE：獨立董監事任職公司之 2005 年平均董事會規模。

二、獨立董監事兼任情形與公司績效

本研究以 2003 年至 2005 年台灣上市櫃電子業中，至少設置獨立董監事各一名之公司為樣本，共得 807 個樣本數。以 Tobin's Q 為公司績效替代變數，進行迴歸分析，驗證研究假說一，列於表 4-10。

由表 4-10 之 (1) 式可知，董事會忙碌與否與公司績效呈顯著負相關，支持研究假說一。表示當獨立董監事因兼任其他家公司董監事(含獨立)超過三家以上時，獨立董監事將因過度忙碌影響其應有之投入心力與時間，無法善盡本身監督責任，使管理者有機會從事自利行為，傷害公司價值。王文宇(2004)認為獨立董監事人數過少，除了很容易收買或排擠外，即使獨立董事有不同意見，也難以發揮其應有功能。因此，若獨立董事多數因兼職之故過於忙碌，能夠發揮監控功能的獨立董監將落於少數，對公司績效將有負面的影響。本研究結果與 Fich & Shivdasani(2006)、謝宇泰(2005)與劉仲嘉(2006)之結論相符，亦支持研究假說一：獨立董監事忙碌與公司績效呈負相關。而表 4-10 之 (2) 式中將忙碌定義為兼任「兩家」以上董監事(含獨立)，結果發現董事會忙碌與否指標與公司呈負相關，但不具統計上的顯著性。

再者，現行規定範圍為不得兼任其他公開發行公司之「獨立董事」超過三家，若以本研究實證結果來看，應以兼任其他公司「董監事」之職務作為兼任之範圍，較符合立法規定之目的，以解決兼任過多而影響其執行職務品質的問題。

表 4-10 之 (3) 式中以整體獨立董監事之平均兼任數為自變數，結果發現該變數與公司績效呈不顯著地負相關。這是因為若只以整體獨立董監事平均兼職數來作為衡量兼任情形的變數，將會錯估了整體獨立董監事的實際監督功效，平均兼任數高可能是因為其中某一位獨立董監事兼任過多所引起，並不代表整體獨立董監事皆如此。由表 4-11 可看出，瑞軒與敦南之整體獨立董監事平均兼任數分

別為 3.6667 與 6.3333 任，但在本研究對忙碌的定義下，瑞軒之三名獨立董監事皆過於忙碌，但敦南的平均兼任數卻幾乎是由一人所造成，由隴華與鈺德、華寶與矽創也可以看到類似的情形。因此，整體獨立董監事平均兼職數不是適當的變數，雖與一般直觀的想法不符，但與 Ferris et al.(2003)及 Fich(2006)的研究結果相符。

表 4-10 之 (4) 式之自變數為忙碌獨立董監數之比例，結果該變數與公司績效為顯著負相關，表示當獨立董監事忙碌的情形越嚴重，能夠確實執行監督功效之獨立董監事越少，則會降低公司績效，亦可印證研究假說一，忙碌的董事會會造成公司績效低落。

從表 4-10 可看出，不管是用哪個變數衡量獨立董監事兼任的情形，監察人內部化、經理人董事控制席次、總經理兼任董事長及控制股東控制權偏離盈餘權倍數之迴歸結果皆一致。

監察人內部化 (INSIDE) 與公司績效成顯著負相關，顯示當監察人有由大股東、董事長、總經理或其家族及經營團隊出任或控制者，會顯著降低公司績效。監察人為公司之監督機關，應避免董事會做出不法決議，達到事前預防效果，並監督公司業務的執行。若這樣的監督機關被對公司決策具有最大影響力者所控制，將扭曲監督機制的目的。王文字 (2004) 認為現行公司法僅限制監察人不得兼任公司董事、經理人或其他職員，故實務上多由公司董事之近親擔任，監察權之獨立行使似屬不可能。因此，台灣的公司監察人制度常遭指責形同虛設，難以發揮監督功效，而本研究實證結果顯示，監察人內部化確實會造成公司績效低落。

經理人涉入董事會程度由兩變數橫量，一為總經理是否兼任董事長 (DUAL)，另一為經理人董事控制席次 (MANA)。其中總經理兼任董事長與公

司績效沒有顯著的相關性，結果與陳金鈴(1996)、陳宏姿(2001)、牛延苓(2001)、侯承邵(2005)等人相同，總經理兼任董事長對於公司績效沒有顯著的解釋能力。但在經濟意涵方面而言，董事長兼任總經理之係數為負，顯示董事長兼任總經理對公司績效傾向負面影響，當總經理兼任董事長時，因牽涉到自身利益，容易干擾董事會議之決定，影響其獨立性，使董事會監督功能無法有效發揮。另外，當總經理在公司掌有較大的決策權力時，會左右公司的決策形成，提高決策錯誤的風險。而經理人董事控制席次則與公司績效有顯著的負相關，牛延苓(2001)認為，根據組織理論之管理支配理論(Managerial Hegemony Theory)推論，我國上市公司之董監事未發揮法律所賦予之控制權及監督權，而由經理人支配，成為合作之附屬機構、另一個被管理支配之工具或橡皮圖章，在解決經理人與股東或各種利害關係人的代理問題上是無效的，而本研究結果亦支持其理論，雖董事長兼任總經理未有顯著的結果，但經理人董事控制席次具有顯著負相關。

控制股東之控制權偏離盈餘權倍數(DEV)與公司績效之間為正相關，但不具統計上之顯著性，與 La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2000)、翁淑育(2000)、林明謙(2000)、林玉霞(2002)、陳柏融(2003)等人之顯著負向結果不一致。當控制權偏離盈餘權，代表在某種程度控制權下，其投入的現金流量愈少；或是某種程度的盈餘請求權下，其控制權愈多。因此，當控制權偏離盈餘權程度愈大時，可能是源於前者，此時表示公司內有存在次大股東的可能性，對控制股東有制衡之作用，反而有助於抑止控制股東侵佔利害關係人之財富及權益的行為。因此，控制股東之控制權偏離盈餘權倍數愈大，並不完全代表控制股東將會傷害公司價值。

表 4-10 獨立董監事兼任情形與公司績效之迴歸分析（迴歸模型四）

變數	(1)	(2)	(3)	(4)
C	-0.4186 (0.1135)	-0.3413 (0.1946)	-0.3137 (0.2330)	-0.3069 (0.2390)
BUSY	-0.1270 (0.0198)**			
BUSY*		-0.0466 (0.3041)		
AVG			-0.0030 (0.7799)	
AVGBUSY				-0.2586 (0.0007)***
INSIDE	-0.0979 (0.0255)**	-0.1026 (0.0195)**	-0.1037 (0.0184)**	-0.1034 (0.0186)**
MANA	-0.0400 (0.0289)**	-0.0366 (0.0455)**	-0.0359 (0.0495)**	-0.0363 (0.0473)**
DUAL	-0.0244 (0.5671)	-0.0220 (0.6074)	-0.0222 (0.6043)	-0.0227 (0.5966)
DEV	0.0016 (0.2077)	0.0016 (0.2024)	0.0016 (0.1951)	0.0016 (0.1964)
LNSIZE	0.1799 (0.0000)***	0.1730 (0.0000)***	0.1702 (0.0000)***	0.1696 (0.0000)***
DB	-1.2175 (0.0000)***	-1.2004 (0.0000)***	-1.1946 (0.0000)***	-1.1946 (0.0000)***
DEP	-1.9701 (0.0000)***	-1.8985 (0.0000)***	-1.9019 (0.0000)***	-1.9018 (0.0000)***
AGE	-0.0127 (0.0000)***	-0.0123 (0.0000)***	-0.0122 (0.0000)***	-0.0122 (0.0000)***
AdjR ²	0.2081	0.2031	0.2020	0.2021
N	807	807	807	807

*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準；() 內為 P-VALUE
 附註：應變數為 Tobin's Q；BUSY：若獨立董監事本身兼任三家公司以上之董監事(含獨立)，則該名獨立董監事為忙碌。當董事會中半數以上的獨立董監事在此定義下為忙碌，稱該董事會為忙碌；BUSY*：若獨立董監事本身兼任二家公司以上之董監事(含獨立)，則該名獨立董監事為忙碌。當董事會中半數以上的獨立董監事在此定義下為忙碌，稱該董事會為忙碌；AVG：董事會中所有獨立董監事之平均兼任數；AVGBUSY：忙碌之獨立董監事佔獨立董監事總人數比例；INSIDE：監察人內部化，則 INSIDE=1，否則 INSIDE=0；MANA：經理人透過個人、親屬關係、家族控制等管道所控制之董事席次；DUAL：總經理兼任董事長，則 DUAL=1，否則 DUAL=0；DEV：控制股東直接與間接股份控制權÷控制股東盈餘分配權；LNSIZE：公司規模=LN(公司資產總額)；DB：負債總額÷資產總額；DEP：折舊費用÷營業收入淨額；AGE：以公司自設立年到目前之總年數。

資料來源：本研究整理

表 4-11 獨立董監事之兼任數與總平均兼任數

公司	平均兼任數	獨立董監事	兼任數	忙碌與否
瑞軒(2489)	3.6667	張永晴	4	是
		張美瑗	3	
		周明智	4	
敦南(5305)	6.3333	黃顯雄	17	否
		王金培	1	
		徐桂英	1	
隴華(2424)	4.6667	方國健	12	否
		林坤銘	1	
		謝孝義	1	
鈺德(3050)	4.6667	粟明德	8	是
		簡慶文	5	
		吳曉雲	1	
華寶(8078)	9.6	胡國強	2	是
		蔡篤恭	3	
		林茂桂	27	
		范成炬	8	
		李英珍	8	
矽創(8016)	10.3333	杜德成	30	否
		林一平	0	
		許彩王貞	1	

附註：平均兼任數為公司所有獨立董監事之兼任數合計÷獨立董監事總人數；兼任數為該名獨立董監事任職於公司董監事(含獨立)之數目；當該名獨立董監事任職超過三家以上之董監事(含獨立)，即稱其為忙碌。

資料來源：本研究整理

三、獨立董監事兼任情形與公司績效—監察人、經理人與控制股東三面向

本研究在上一節分別討論了獨立董監事兼任情形、監察人內部化、經理人涉入董事會、控制股東股權偏離等對公司績效的影響，本節欲討論監察人內部化、經理人涉入董事會、控制股東股權偏離等公司治理問題對公司績效的影響，是否隨著獨立董監事兼任過多而惡化，實證結果列於表 4-12。

由表 4-12(1)式可看出，監察人內部化與董事會忙碌指標交叉項(INSIDE×BUSY)之係數為負，且達統計顯著性，表示當董事會之多數獨立董監事為忙碌時，將強化監察人內部化與公司績效間的顯著負相關，意味著監察人內部化對公司績效的影響，隨著獨立董監事兼任過多而惡化。台灣之公司監察人多由公司董事之近親擔任，難以獨立行使其監察能力，若同時獨立董監事因兼任過多而無法專注於公司之監督，則公司之內部監控機制形同虛設，因此，在監察人獨立性無法改善下，獨立董監事之監督功效更顯重要。此實證結果支持研究假說二：董事會為忙碌時，會加深監察人內部化對公司績效的負面影響。

經理人董事控制席次與董事會忙碌指標之交叉項結果列於表 4-12(2)式，迴歸結果顯示該交叉項結果為顯著負相關，表示當董事會之多數獨立董監事為忙碌時，將增強經理人控制席次與公司績效間的負向關係，意味著經理人董事控制席次對公司績效的影響，隨著獨立董監事兼任過多而惡化。當董事未發揮法律所賦予之控制權及監督權，而成為被管理者支配之傀儡，同時獨立董監事亦因兼任之故無法善盡監督之責時，經理人更能為所欲為控制董事會。表 4-12 (3)式中可看出總經理兼任董事長與董事會忙碌指標交叉項係數為負，但不具統計上的顯著性，與研究假說不符，但就經濟意涵而言，顯示獨立董監事多數過於忙碌時，對董事長兼任總經理與公司績效之負面關係有增強的作用。實證結果部分支持研究假說三：當董事會為忙碌時，會加深經理人涉入董事會對公司績效的負面影響。

由表 4-12(4)式可知，雖然控制股東控制權偏離盈餘權倍數之係數為正，但控制股東之控制權偏離盈餘權倍數與董事會忙碌指標交叉項之係數顯著地為負，表示當董事會之多數獨立董監事為忙碌時，將造成控制股東控制權偏離盈餘權倍數與公司績效間的負向關係，意味著控制權偏離盈餘權對公司績效的影響，隨著獨立董監事兼任過多而惡化。獨立董監事功能不彰時，La Porta et al.(1999)所提出之控制股東的負侵占效果成立，控制股東容易成為脫韁野馬，透過利益輸送等方式，侵占小股東的財富，導致代理問題，使公司價值下降。實證結果支持研究假說四：當獨立董監事為忙碌時，會加深控制股東控制權偏離盈餘分配權程度對公司績效的負面影響。



表 4-12 獨立董監事兼任情形與公司績效—監察人、經理人與控制股東三面向之迴歸分析 (迴歸模型五至八)

變數	(1)	(2)	(3)	(4)
C	-0.3445 (0.1412)	-0.3027 (0.1922)	-0.2310 (0.3208)	-0.2288 (0.3172)
INSIDE	-0.0451 (0.2774)			
INSIDE×BUSY	-0.1159 (0.0142)**			
MANA		-0.0330 (0.0782)*		
MANA×BUSY		-0.0833 (0.0011)***		
DUAL			-0.0080 (0.8354)	
DUAL×BUSY			-0.0755 (0.2344)	
DEV				0.0020 (0.0466)**
DEV×BUSY				-0.0162 (0.0974)*
LNSIZE	0.3206 (0.0000)***	0.3209 (0.0000)***	0.3107 (0.0000)***	0.3113 (0.0000)***
DB	-1.1798 (0.0000)***	-1.2263 (0.0000)***	-1.1828 (0.0000)***	-1.1772 (0.0000)***
DEP	-2.2787 (0.0000)***	-2.3171 (0.0000)***	-2.2619 (0.0000)***	-2.2604 (0.0000)***
AGE	-0.0109 (0.0006)***	-0.0118 (0.0002)***	-0.0107 (0.0007)***	-0.0107 (0.0008)***
adjR ²	0.2075	0.2065	0.2037	0.2033

*表示達 10%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；***表示達 1%顯著水準；() 內為 P-VALUE
 附註：應變數為 Tobin's Q；BUSY：若獨立董監事本身兼任三家公司以上之董監事(含獨立)，則該名獨立董監事為忙碌。當董事會中半數以上的獨立董監事在此定義下為忙碌，稱該董事會為忙碌；INSIDE：監察人內部化，則 INSIDE=1，否則 INSIDE=0；INSIDE×BUSY：監察人內部化與董事會忙碌指標之乘積；MANA：經理人透過個人、親屬關係、家族控制等管道所控制之董事席次；MANA×BUSY：經理人董事控制席次與董事會忙碌指標之乘積；DUAL：總經理兼任董事長，則 DUAL=1，否則 DUAL=0；DUAL×BUSY：總經理兼任董事長與董事會忙碌指標之乘積；DEV：控制股東直接與間接股份控制權÷控制股東盈餘分配權；DEV×BUSY：控制股東控制權偏離盈餘權倍數與董事會忙碌指標之乘積；LNSIZE：公司規模=LN(公司資產總額)；DB：負債總額÷資產總額；DEP：折舊費用÷營業收入淨額；AGE：以公司自設立年到目前之總年數。

資料來源：本研究整理

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究以敘述統計、相關性分析及多元迴歸，在探討影響獨立董監事任職數的決定因素以及獨立董監事兼職過多之情形是否會對公司價值有不良的影響，並分別以監察人、經理人及控制股東三面向來進一步看獨立董監事兼任過多的影響。研究結果彙總如下：

一、獨立董監事兼任數之決定因素

分別用三種統計模型—Logit 模型、Poisson 模型及 Ordered Logistic 模型—來探討影響獨立董監事兼任數的因素。研究結果發現不論是在何種模型下，獨立董監事為其他公司總經理、獨立董監事具財會、商務背景以及獨立董監事學歷在碩博士以上等個人學經歷、專業背景皆與其是否忙碌有顯著正相關，表示公司會傾向聘任本身具有專業背景及管理經驗者來擔任獨立董監事。其中其他公司總經理最具貢獻度及顯著性，顯示公司極需有高階管理經驗者來有效監督經營團隊，督促管理者作成適當決策。而獨立董監事是否為學者對其是否忙碌並沒有顯著結果，顯示對公司而言，具有財會、商務、管理背景的專業人士，相較於較具獨立性的學者，更有吸引力。公司過去平均績效（ROA92-94）與忙碌與否為顯著負相關，顯示績效不良的公司或為了避免獨立董監事的嚴密監督或為了藉由獨立董監事的豐富監督經驗來改善公司績效，使績效不良公司偏好雇用忙碌的獨立董監事。平均公司規模與忙碌與否呈顯著正相關，顯示任職於大公司意味著獨立董監事優秀之監督能力與專業，使公司傾向於聘任這樣的獨立董監事。

二、獨立董監事兼任情形與公司績效為負相關

研究結果發現，當董事會中超過半數的獨立董監事兼任其他公司董監事(含獨立)超過三家或忙碌獨立董監事比例過高時，會對公司績效有顯著的負面影響。獨立董監事將因過度忙碌影響其應有之投入心力與時間，無法善盡本身監督義務，使管理者有機會從事自利行為，傷害公司價值。而董事會之獨立董事多數因兼職之故過於忙碌，能夠發揮監控功能的獨立董監將落於少數，對公司績效將有負面的影響。現行規定範圍為不得兼任其他公開發行公司之「獨立董事」超過三家，若以本研究實證結果來看，應以兼任其他公司「董監事」之職務作為兼任之範圍，較符合立法規定之目的，以解決兼任過多而影響其執行職務品質的問題。若以整體獨立董監事之平均兼任數為自變數，結果發現該變數與公司績效呈不顯著地負相關。這是因為若只以整體獨立董監事平均兼職數來作為衡量兼任情形的變數，將會錯估了整體獨立董監事的實際監督功效，平均兼任數高可能是因為其中某一位獨立董監事兼任過多所引起，並不代表整體獨立董監事皆如此。

三、獨立董監事兼任過多會加深監察人內部化對公司績效的負面影響

監察人內部化與董事會忙碌指標交叉項係數為顯著負相關，意味著監察人內部化對公司績效的影響，隨著獨立董監事兼任過多而惡化。台灣之公司監察人多由公司董事之近親擔任，難以獨立行使其監察能力，若同時獨立董監事因兼任過多而無法專注於公司之監督，則公司之內部監控機制形同虛設，因此，在監察人獨立性無法改善下，獨立董監事之監督功效更顯重要。

四、獨立董監事兼任過多會加深經理人涉入董事會對公司績效的負面影響

總經理兼任董事長與董事會忙碌指標交叉項係數為負，但不具統計上的顯著性，但就經濟意涵而言，獨立董監事多數過於忙碌時，對董事長兼任總經理與公司績效之負面關係有增強的作用。經理人董事控制席次與董事會忙碌指標之交叉

項係數為為顯著負相關，意味著經理人董事控制席次對公司績效的影響，隨著獨立董監事兼任過多而惡化。當董事未發揮法律所賦予之控制權及監督權，而由經理人支配，成為被管理支配之工具，同時獨立董監事亦因兼任之故無法善盡監督之責時，經理人更能為所欲為控制董事會。

五、獨立董監事兼任過多會加深控制股東控制權偏離盈餘權對公司績效的負面影響

控制股東之控制權偏離盈餘權倍數與董事會忙碌指標交叉項之係數為顯著負相關，表示控制權偏離盈餘權對公司績效的影響，隨著獨立董監事兼任過多而惡化。獨立董監事功能不彰時，La Porta et al.(1999)所提出之控制股東的負侵占效果成立，控制股東容易成為脫韁野馬，透過利益輸送等方式，侵占小股東的財富，導致代理問題，使公司價值下降。



第二節 研究限制

本節提出針對本研究相關之限制，希望對後續相關研究者，可做為參考之用。

一、本研究之財務資料來自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)，而獨立董監事之兼任情形以及個人背景、學經歷等則取自於上市櫃公司年報、公開資訊資訊站，將受限於資料蒐集之完整性與正確性。

二、由於我國引進獨立董監事制度之期間不長，加上 2006 年之年報尚未公開，故本研究之期間為 2003 年-2005 年。因此，樣本期間可能過短以致於影響實證結果。

三、由於不易取得正確完整的獨立董監事出席會議之次數，因此本研究僅以獨立董監事兼任其他公司董監事之情況來衡量其對於監督義務的投入情況。

四、本研究樣本範圍僅限於上市上櫃之電子業，因此結果無法推論至其他產業。

五、本研究對於獨立董監事任職數的因素探討方面，納入了獨立董監事之專業背景及其任職公司之績效、董事會及公司規模等變數。由於資料取得不易，因此未納入年齡、政治力、持股率、任職公司之董事會是否具獨立性或是否為家族企業等其他可能因素。

第三節 研究建議

一、由實証結果發現，獨立董監事兼任其他公司董監事在三家以上時，確實會對公司績效產生不利的影響，且會加深監察人獨立性不佳、經理人涉入董事會以及控制股東帶來的核心代理問題等等，對公司價值的傷害。而現行法令規定獨立董監事兼職其他公司獨立董監事不得超過三家仍過於寬鬆，因此，建議主管機關修訂相關法規，縮小兼任數目之規範，並擴大兼職數之計數對象，以落實解決兼職所造成獨立性問題的基本精神及目的。

二、由於公司年報及公開資訊站關於獨立董監事出席會議次數之資料不甚完整正確，因此本研究僅以獨立董監事兼任情形衡量其是否過於忙碌。若未來可取得獨立董監事參與會議之次數資料，可加入研究中以衡量其執行監督之料率。



參考文獻

一、中文部分

1. 王文宇(2005)，設立獨立獨立董監事對公司治理之影響，*法令月刊*，56卷1期，45-64頁。
2. 牛延苓(2001)，股權結構、董事會組成與公司績效關係之研究—以高科技產業與傳統產業為例，中央大學企業管理研究所碩士論文。
3. 林玉霞(2002)，上市公司代理問題與公司治理、股東價值之研究，中原大學會計研究所碩士論文。
4. 林君玲(1999)，企業財務危機預警資訊之研究—考慮公司監理因素，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
5. 林明謙(2000)，股權結構、董事組成對大股東介入股市行為影響之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。
6. 侯承邵(2005)，董事會結構與公司經營績效關係之研究—以上市櫃公司為例，淡江大學財務金融研究所碩士論文。
7. 胡浩叡(2002)，股份有限公司內部機關之研究—以權限分配與公司治理為中心，國立台灣大學法律學研究所碩士論文。
8. 翁淑育(2000)，台灣上市公司股權結構.核心代理問題及公司價值之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。
9. 陳金鈴(1996)，臺灣上市公司股權結構之研究分析，國立成功大學會計學系碩士論文。
10. 陳宏姿(2001)，董監事結構與企業財務績效關聯之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
11. 陳柏融(2003)，股權結構、監理機制與公司價值之研究—以台灣上市公司為例，國立中山大學企業管理學系研究所。

- 12.葉銀華、李存修、柯承恩，公司治理與平等系統，商智文化，2002。
- 13.廖秀梅(2004)，董事會結構特性與公司績效關係之研究—探討台灣家族控制企業因素的影響，國立台北大學會計學研究所博士論文。
- 14.劉仲嘉(2006)，董監事機制及其獨立性與公司經營績效之關聯性研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 15.謝宇泰(2005)，獨立董監事特性與盈餘管理之關聯性研究，國立成功大學會計學研究所碩士論文。

二、英文部分

1. Agrawal, A., and C. R. Knoeber, (2001), Do Some Outside Directors Play A Political Role?, *Journal of Law & Economics* 44, 179-198.
2. Baliga, B. R., R. C. Moyer, and R. S. Rao, (1996), CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?, *Strategic Management Journal* 17, 41-53.
3. Beasley, M.S., (1996), An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud, *Accounting Review* 71, 443-465.
4. Bhagat, S., and B. Black, (1999), The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer* 54, 921-963.
5. Claessens, S. et al., (2000), The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
6. Chiang, H., 2005, An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance, *Journal of American Academy of Business*, 6(1): 95-101.
7. Dayton, K. N., (1984), Corporate Governance : The Other Side of the Coin, *Harvard Business Review* 62, 34-34.

8. Dechow, P. M., R. G., Sloan, and A. P., Hutton, (1996), Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36.
9. Donaldson L., and J. H., Davis, (1991), Stewardship Theory or Agency Theory : CEO Governance and Shareholder Return, *Australian Journal of Management*, 49-64.
10. Elloumi, F., and J. P. Gueyie, (2001), Financial Distress and Corporate Governance : An Empirical Analysis, *Corporate Governance: International Journal of Business in Society* 1, 15-23.
11. Fama, E. F., (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 288-307.
12. Fama, E. F., and M. C. Jensen, (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
13. Ferris, S. P., M. Jagannathan, and A. C. Pritchard, (2003), Too Busy To Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments, *Journal of Finance* 3, 1087-1111.
14. Fich, E. M., (2006), Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms, *Journal of Business* 78, 1943-1971.
15. Gilson, S., (1990), Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders : Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default, *Journal of Financial Economics* 27, 355-387.
16. Jensen, M. C., (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance* 48, 831-880.

17. Johnson, M. F., K. K. Nelson, and A. C. Pritchard, (2000), Shareholder Wealth Effects Resulting from the Interpretation of the Private Securities Litigation Reform Act's Pleading Standard, *Southern California Law Review* 73, 773-810.
18. Kaplan, S. and D. Reishus, (1990), Outside Directorships and Corporate Performance, *Journal of Financial Economics* 27, 389-410.
19. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
20. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, (1999), Corporation Ownership around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517.
21. Matolcsy, Z., D. Stokes, and A. Wright, (2004), Do Independent Directors Add Value?, *Australian Accounting Review* 14, 33-40.
22. Patton A., and J. C. Backer, (1987), Why Won't Director Rock the Boat, *Howard Business Review* 12, 10-18.
23. Pi, L., and S. G. Timme, (1993), Corporate Control and Bank Efficiency, *Journal of Banking and Finance* 17, 515-530.
24. Rechner, P. L., and D. R. Dalton, (1991), CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis, *Strategic Management Journal* 12, 155-160.
25. Spence, M., (1973), Job Market Signaling, *The Quarterly Journal of Economics* 87, 355-374.
26. Vafeas, N., (1999), Board Meeting Frequency and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.

附錄一 卜瓦松迴歸模型(Poisson regression model)¹

這種迴歸模型可稱為對數線性模型(Loglinear Model)，主要使用於反應變數為間斷型資料，使用對數連結函數(Log Link Function)。卜瓦松迴歸主要的應用是根據在某一段時間內已發生的次數，而以此資訊來推估未來的時間發生的行為。以銀行的信用卡客戶為例，我們可以根據某位顧客在過去一段時間內所刷卡的比例和消費金額，用來推算該顧客未來的消費行為和信用卡的使用機率，如此便可預估該顧客對其刷卡銀行的價值。

卜瓦松迴歸模型之機率密度函數如下所述：

$$P(Y_i = y_i | x_i) = \frac{e^{-\lambda_i} \lambda_i^{y_i}}{y_i!}, \quad y_i = 0, 1, 2, \dots \quad (1.1)$$

λ_i 為對數線性模型(Loglinear Model)，敘述如下：

$$\ln \lambda_i = \mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta} \quad (1.2)$$

若欲檢定個別參數的顯著性，以 t 值為檢定統計量。

$$H_0: \hat{\beta}_j = 0$$

$$T = \frac{\hat{\beta}_j}{S_{\hat{\beta}_j}}$$

$\hat{\beta}_j$ 為參數之估計值， $S_{\hat{\beta}_j}$ 為參數估計之標準誤。

當 $T > t(n)$ 則拒絕 H_0 ，表示該參數顯著。

當 $T \leq t(n)$ 則不拒絕 H_0 ，表示參數不顯著。

附錄二 次序邏輯迴歸模型(Ordered Logistic regression model)²

在反應變數的各類中有明確低至高的次序，如「從不、偶爾、經常、總是」或「非常反對、反對、無意見、贊成、非常贊成」等等，但相鄰各類之間的差距並不明確時，Winship & Mare(1984)提出在迴歸中將這類次序應變數當作連續變數處理會產生誤導結果，此時應選擇次序邏輯迴歸模型作為分析次序應變數的模型，又稱為比例發生比模型(proportional odds model)或累積邏輯迴歸模型(cumulative logistic regression model)，為二元邏輯迴歸模型的擴展。

次序邏輯迴歸模型之定義如下：

$$y^* = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_k + \varepsilon \quad (2.1)$$

其中 y^* 為觀測現象，無法直接測量， ε 為誤差項。

當應變數有 $J(j=1,2,\dots,J)$ 種類別時，對應應變數為 $y=1, y=2, \dots, y=J$ ，且應變數間之關係為 $(y=1) < (y=2) < \dots < (y=J)$ ，則共有 $J-1$ 個分界點將各相鄰類別分開。

亦即：

$$\begin{aligned} y^* &\leq \mu_1, \text{ 若 } y=1 \\ \mu_1 &< y^* \leq \mu_2, \text{ 若 } y=2 \\ &\dots \\ \mu_{J-1} &< y^*, \text{ 若 } y=J \end{aligned} \quad (2.2)$$

其中 μ_j 為分界點，共有 $J-1$ 個值，且 $\mu_1 < \mu_2 < \dots < \mu_{J-1}$ 。在參數估計過程中，第一個分界點 μ_1 通常定為 0，這樣可減少一個參數估計，將有 $J-1$ 個 μ 值需要估計。由於這種尺度設定是隨意的，因此開始或結束於任意次序數字皆可。

給定 x 值的累積機率可以下列形式表示：

$$\begin{aligned}
 P(y \leq j | \chi) &= P(y^* \leq \mu_j) \\
 &= P\left[\alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_k + \varepsilon \leq \mu_j\right] \\
 &= P\left[\varepsilon \leq \mu_j - \left(\alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_k\right)\right] \\
 &= F\left[\mu_j - \left(\alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_k\right)\right]
 \end{aligned} \tag{2.3}$$

有了累積密度函數以後，可採用邏輯作為對次序反應變數建立模型的連結函數，產生次序邏輯迴歸模型。次序邏輯迴歸可定義為：

$$\ln \left[\frac{P(y \leq j | \chi)}{1 - P(y \leq j | \chi)} \right] = \mu_j - \left(\alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_k\right) \tag{2.4}$$

由式 2.4 可知，在次序邏輯迴歸模型中，邏輯是按應變數的類別順序定義的，也就是說，模型發生比率是透過該發生比率分子的事件機率依次累計而成，此即次序邏輯模型的含意(Agresti,1990)，亦稱為累積邏輯模型。

註 1 部分參考 Econometric Analysis(William H. Greene, 5th ed., 2003)

註 2 參考 Logistic 迴歸模型—方法及應用(王濟川、郭志剛, 2003)