

東海大學管理學院財務金融研究所  
碩士論文

強制設置獨立董事之事件宣告對金融業股價報酬之影響

Mandatory Set-up of Independent Directors and Stock Returns:

Evidence from Listed Financial Firms in Taiwan

指導教授：陳家偉 博士

研究生：陳怡君

中華民國 100 年 7 月

## 摘要

台灣證券交易所與櫃檯買賣中心於 2002 年 2 月 22(25)日，分別修訂上市(櫃)的審查準則，其中要求新上市(櫃)之公司皆必須設置獨立董監事；之後，又於 2005 年 12 月 20 日三讀通過修訂證交法第十四條，除了保留原先訂定的「獨立董事有最低席次門檻限制，人數不得少於兩人，且不得少於董事席次的五分之一」，另外增加了「以公開發行之特許金融事業(包含金控公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金控公司子公司之綜合證券商)及資本額 500 億元以上之上市(櫃)公司，為優先應設置獨立董事之對象」。本文透過實證分析，一方面檢視上述政策的宣告是否會對上市(櫃)金融機構之股價有無顯著的影響，另一方面並同時探討資訊揭露較為完整的公司與資訊揭露較不健全的公司之間之異常報酬是否會因為政策的宣告而有顯著差異。藉由 2005 年共計 43 筆上市(櫃)金融公司的樣本，本文發現了獨立董事修正案的宣告對於金融業之股價有顯著為正的異常報酬率，其次，亦發現資訊揭露較不健全之公司其異常報酬率會顯著異於資訊揭露較透明之公司。綜上所述，本研究除了肯定獨立董事設置的價值，亦證明了強制設立獨立董事政策的有效性。

**關鍵詞：獨立董事，上市(櫃)審查準則、異常報酬率**

## **Abstract**

On February 22<sup>th</sup> and 25<sup>th</sup> 2002, Taiwan Stock Exchange Corporation (TWSE) and GreTai Securities Market (GTSM) modified The Rules of Governing Review Securities. The rule is that the new listed firms are requested to have independent directors and Supervisors. After that the article 14 of the Securities and Exchange Act not only maintains the regulation of the numbers of independent directors, which is no less than two directors and one-fifth of the total number of directors, but also establish another rule for public financial industries or listed firms' capitalization more than 500 billion, they are the main objects to having independent directors. In this paper, we collect annual data of financial firms listed in TWSE and GTSM for empirical analysis in 2005. Two important results are detected: (1) after the announcements about new independent director laws, there are significant positive cumulative average abnormal returns to financial firms. (2) The cumulative average abnormal returns of firms with more information disclosure are significantly higher than that of firms with less information disclosure. Therefore, this paper shows that it's worthy to set the position of independent directors, and also proves that it's efficient to the policy of mandatory set-up of independent directors.

**Key words: Independent director, Rules of securities listings, Abnormal returns**

## 目錄

壹、緒論.....	1
貳、文獻回顧與假說建立.....	5
參、樣本選取.....	10
肆、研究方法.....	11
伍、變數定義說明.....	14
陸、研究結果.....	18
柒、敏感性檢定.....	21
捌、結論與建議.....	22
參考文獻.....	24

## 表目錄

表 1、樣本選取.....	28
表 2-A、各檢定期異常報酬之基本敘述統計量.....	29
表 2-B、各變數之敘述統計量.....	29
表 3-A、法案宣告後樣本公司之平均異常報酬率.....	30
表 3-B、法案宣告後樣本公司之累積平均異常報酬率.....	30
表 4-A、法案宣告後樣本公司以資訊揭露系統分組之平均異常報酬檢定.....	31
表 4-B、法案宣告後樣本公司以資訊揭露系統分組之累積異常報酬檢定.....	31
表 5、法案宣告後樣本公司各事件窗口之累積異常報酬率檢定.....	32
表 6-A、法案宣告後樣本公司刪除重大事件之平均異常報酬率.....	33
表 6-B、法案宣告後樣本公司刪除重大事件之累積平均異常報酬率.....	33

## 圖目錄

圖 1、事件研究期間示意圖 .....	14
圖 2、法案宣告後樣本公司之平均異常報酬率與累計平均異常報酬率之走勢圖 .....	30

## 壹、緒論

「公司治理」這項議題早在 1970 年代的時候就已經出現，但是當時並沒有引起太大的響應。直到近年來，不論是在國外或是國內，企業弊案接踵而來，像是國外的安隆 (Enron)、世界通訊 (WorldCom)、全錄 (Xerox) 等公司接連傳出公司帳目作假的醜聞，而國內則是有博達、訊碟、皇統、東隆五金等公司的掏空弊案，經由這些事件的發生，如何建立健全有效的公司治理機制，終於又再度成為各界所關注的議題。一般而言，公司治理 (Corporate Governance) 可分為「外部機制」與「內部機制」，外部機制主要在於法律規範的建立等，而內部機制則是董事會的運作，藉由內外部機制的建立來確保公司經營者會追求股東權益最大化 (Dennis and McConnell(2003))，而非以私有的利益為主<sup>1</sup>。而在相關的公司治理機制中，提升董事會中的獨立董事功能為常見的方法之一，這項機制不外乎是希望透過公司外部人員的參與來制衡內部人員的職權，以保障股東及公司相關利益人的權益。

從 1997 年的亞洲金融風暴後，學者認為原因出在東亞國家的公司股權比起其他地區有過於集中的狀況 (Rajan and Zingales (1998)、Prowse (1998))，而且公司治理的機制也相對的不完善，因此獨立董事制度開始受到重視。因為公司治理的不完善，導致東亞當時的金融危機，為此，各國陸續引進了獨立董事制度，為的就是要改善公司治理的機制，並且重拾投資人的信心。例如，日本及香港規定上市公司獨立董事設為兩人以上；而新加坡的董事會需設置三分之一以上的獨立董事；韓國的董事則是需設置四分之一以上的獨立董事<sup>2</sup>。後來美國的安隆 (Enron) 案件，更促使美國國會於 2002 年之時通過一連串企業改革法案—Sarbanes-Oxley Act (沙賓法案<sup>3</sup>)，規定所有上市櫃公司都必須設立

---

<sup>1</sup> 內部機制可詳見 2011 年 3 月最新修訂的「上市上櫃公司治理實務守則」或「公開發行公司建立內部控制制度處理準則」。另外，為落實公司治理之外部機制，於 2002 年由總統公布，提供設置投資人保護機構之法源，並引進團體訴訟制度以強化外部監督機制。

<sup>2</sup> 日本於 2002 年修正商特法後，規定獨立董事之相關事務；香港聯合交易所於 1993 年規定上市公司之獨立董事應設立兩名；新加坡證券交易所則是於 2001 年規定之；韓國證券交易所於 1998 年要求上市公司須設置獨立董事。

<sup>3</sup> 沙賓法案：該法案主要內容是在規範與財務報表有關的內部控制，使得企業營運與財務報表資訊更顯透

50%以上的獨立董事，而在同年的六月紐約證券交易所 (NYSE)及那斯達克 (NASDAQ)亦針對此法案配合修正相關法規，提出強化董事會獨立性與誠信的新規定，要求所有上市的公司其董事會必須有半數以上的獨立董事，並且更加嚴格界定獨立董事的資格，期望藉此強化公司治理機制，以降低管理階層監守自盜的可能性，讓投資人得以恢復信心。

國內的投資環境，自然人股東眾多、法人投資者<sup>4</sup>多為短線操作以致無法發揮監督機能，且企業家族色彩濃厚，因此經常是由家族成員擔任公司的負責人或是管理階層 (Claessens, Djankov, Fan and Lang (2000))，使得企業的經營權與所有權往往有所重疊，造成董事會無法發揮有效的監督效果。Yeh, Lee and Woidtke (2001)亦指出，台灣上市櫃公司普遍存在控制股東，造成董事會、監察人功能不彰。因此為了改善國內的公司治理機制，應該要強化董事會及監察人之獨立性 (葉銀華與何幸芳 (2003))。

政府為了強化我國的公司治理機制，參考了各國的規定，引進了獨立董事制度，希望能夠補強董事會中之董事獨立性與功能，亦期望能夠藉此提升董事會運作的效能。我國政府於2002年2月由台灣證券交易所與櫃臺買賣中心分別修訂上市(櫃)公司審查準則，要求初次上市(櫃)公司之董事會至少設置兩名獨立董事。至於已上市(櫃)的公司並沒有強制規定需設置獨立董事，僅是以宣導的方式，希望已上市(櫃)能夠自願設置獨立董事。並且又於2005年12月宣佈「證券交易法部分條文修正案」，修訂「證交法第十四條」，依此法規，發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)之期貨商，與資本額大於500億之非金融業上市(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。為了讓企業有緩衝的時間，定於2007年1月1日起正式施行。然而，獨立董事的設置，是否真能提升公司治理嗎？亦或者真的能夠保障股東的權益呢？至今都未有一致性的證明。

---

明化，並建立相關規範以確保財物資訊的正確性及可信度。

<sup>4</sup> 可於台灣證券交易所與證基會網站獲得資訊。

從支持者的角度而言，如 Huson, Parrino and Starks (2001)與 Singh and Davidson III (2003)發現外部董事獨立性愈高，愈能發揮監督的效果。而該類董事會以較客觀的態度 (Beasley (1996))及為了顧及個人聲譽 (Fama and Jensen (1983))會去抑制管理人的自利行為。Barnea, Haugen and Senbet (1980)指出外部董事可以有效解決代理問題進而降低資訊的不對稱性。Rosenstein and Wyatt (1990)則是透過事件研究法來證明當公司聘任獨立董事時，股價會隨之上漲。

前段皆為支持獨立董事的設立，會使公司治理機制變佳及為公司帶來更大的績效。然而，並非所有的研究都認同這樣的說辭，舉來來說，有文獻指出獨立董事比率與公司績效並無顯著的相關性 (Jumereomvong and Sukcharoensin (2002))，甚至呈現負向關係，(Shivdasani and Yermack (1999))。Klein (1998)則是認為內部董事比起外部董事較有資訊上的優勢，因此外部董事的增加並不會使公司之績效有所提升；Lin, Pope and Young (2003)亦發現當宣告聘任外部董事時，股價並沒有出現顯著的異常報酬。

綜上分歧的看法，透過獨立董事法案修正來強制設置獨立董事是否會對公司亦或是市場有正面的效果呢？該類的議題仍舊存在著爭議性，因此應該進一步以實證研究來作確認。

本研究透過事件研究法檢視 2005 年 12 月 20 日法案公佈後，對於上市(櫃)特許金融事業之股價是否有顯著的異常報酬率，其結果顯示有顯著為正的累積異常報酬率，其表示獨立董事相關法案的修正，會帶給投資人信心，因此能夠讓股價有相對顯著為正的異常報酬率。潛在性的，國內推動強制增設獨立董事的政策後，公司會因為有獨立董事的監督及其他功能而使公司有更好的績效，同時亦能確保股東的權益。同時發現資訊揭露較不健全之公司與資訊揭露較完整的公司之間存在著顯著的異常報酬率，且資訊揭露較不健全的公司相對於資訊揭露較完善的公司有顯著為正的異常報酬率。另一方面，也發現了在未強制規定須設置獨立董事前，上市(櫃)特許金融事業原先有設置獨立董事的現象甚少，其原因可能為台灣的特許金融事業大多數為家族企業，普遍存在著股權集中的

狀況，因此並不希望增設獨立董事，而藉由法案的強制規定，得以改善獨立董事過於少的現象。

本研究對於學術上相關獨立董事文獻的貢獻為透過法案強制規定須設立獨立董事，可以觀察到外在因素的改變（法案的施行）前後，股價於宣告日過後會有顯著為正的異常報酬及累積異常報酬。另外，雖然台灣的市場存在著濃厚的家族企業（Claessens, Djankov, Fan and Lang (2000)），大部分的金融特許事業亦是如此，與國外做比較時，國內獨立董事的比例相對較低，但法案的宣告仍有顯著的正向報酬，亦即此法案的施行是有效性的。因此，本文之實證補充了強制設立獨立董事的相關文獻，亦同時讓讀者看到股權集中的市場，政策的施行會產生何種效果；而國內於 2007 年 1 月 1 日時，修正後的獨立董事法案（證交法第 14 條：發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)之期貨商，與資本額大於 500 億之非金融業上市(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)正式上路，可於此獲得支持。

本文之其餘章節編排如下：第二節的部分有相關文獻回顧與本文假說之建立，第三節的部分介紹本文所使用的樣本、第四節則為研究方法，研究所需變數置於第五節，第六節論述本文的實證結果，第七節則是本文對於研究所進行之敏感性分析，結論及後續研究相關建議論述於第八節。

## 貳、文獻回顧與假說建立

由於近幾年來，舞弊的企業接踵而來，例如國外的安隆 (Enron)、世界通訊 (WorldCom)、全錄 (Xerox) 做假帳的醜聞，國內則是有博達、訊碟、皇統、東隆五金等公司掏空案，因此學術界與實務界討論公司治理機制的議題愈來愈多。公司治理制度主要可分為外部機制與內部機制，其中董事會職能為內部機制的核心，其主要的功能除了扮演監督的角色，亦在避免經理人的自利行為，同時保障股東的權益，另一方面亦期望藉此董事會來提升企業的績效。

依據董事會結構特性來探討公司績效的相關研究相當的豐富，藉由諸多的構面在探討董事會職能，不外乎就是希望能夠透過董事會來抑制經理人自利行為及保障股東的權益，同時為公司帶來更大的利益及提升公司的績效。舉例而言，為了使管理者與股東、利害關係人間的利益一致，並且同時降低代理成本，為此 Bushman and Smith (2001) 提出了可以藉由內部及外部機制來確保投資人的利益，內部機制包含了股東與債權人的監督、董事會的監督、企業內部章程與規範之訂立、管理激勵計畫，而外部機制則是包含了企業控制權、外部管理人、產品市場的競爭，立法對投資人的保護。

公司亦會透過董事會的監督機制，採取適當的監控來避免管理者有自利行為的發生，除此之外，也會提高管理者的持股比例或是其他不同的獎勵制度來有效的減緩所有權與經營權之間產生的利益衝突 (Fama and Jensen (1983)、余雪明 (2002))。在實務上，董事會將決定管理的薪酬，因此，董事會希望在給予適當的薪酬後來防範管理者有圖謀不軌的可能及同時激勵管理者能夠發揮自身的才能來為公司創在更大的價值，並且讓股東的利益與管理者的財富能夠趨於一致 (Mehran (1995))。

Daily and Dalton (1993) 指出董事會規模愈大，代表其成員的背景及觀點多樣，有助於決策的品質，使公司有較好的經營績效。但也有學者認為董事會規模愈大，反而會使公司的經營績效降低，正如 Jensen (1993) 指出，董事人數過多會造成公司的運作不具效

率，將不易發揮監督的功能。而 Coles, Daniel, and Naveen (2008)卻認為董事會規模與公司績效之間的關係會因企業本身的複雜度而改變，因此兩者之間並非是線性關係而是呈現 U 行關係。

當董事長兼任總經理時，會影響監督的功能與績效，進而導致董事會的監督功能會與公司績效呈反比 (Patton and Baker (1987)、Fuerst and Kand (2000))。但也有研究指出董事長兼任總經理時，反而會使資訊不對稱的狀況減少，使得公司有較佳的績效 (Donaldson and Davis (1991))，尤其是在家族企業中更為明顯，Bartholomeusz and Tanewski (2006)亦得到同樣的結果。此外，Kesner (1987)指出若內部董事的持股比例愈高，對公司的依存性就愈高，相對來說，對經理人之監督也會更加積極。但也有學者指出內部董事、大股東持股比率與公司績效並無顯著的關聯性 (Agrawal and Knoeber (1996))。

以上皆為探討董事會由諸多構面對於公司績效會有何影響的文獻，其中充斥著各式各樣可能並存也可能分歧的意見。因此，各界也紛紛提出董事會中的獨立董事是扮演著加強董事會監督效果的重要角色，獨立董事受到如此重視的原因是因為它的獨立性似乎會使得股東或投資人，甚至是利害關係人的利益能夠受到更完善的保護。

獨立董事相較於內部董事而言，較能客觀的表達其立場，且基於個人專業聲譽的考量下 (Fama and Jensen (1983))，其利害關係會與股東一致，會盡其專業督促經理人追求股東利益極大化；Patton and Baker (1987)即發現若是董事會的組成缺乏了獨立董事，董事達成公司之目標的可能性將會降低。Huson, Parrino and Starks (2001)、Singh and Davidson III (2003)則是發現董事會功能之強弱性與董事會的組成有關，研究結果皆指出以監督而言，外部董事之獨立性高，較能發揮其監督的功效。

Barnea, Haugen and Senbet (1980)指出外部董事可以有效解決代理問題進而降低資訊的不對稱性；Gibbs (1993)亦發現重整公司中的獨立董事有助於解決代理問題；Beasley

(1996)藉由實證發現，外部之董事、監事所占的比率若愈高，就愈能使公司的財務報表更加透明化、更具可靠性，因而降低財務報表作假的可能性及減少資訊不對稱的問題。Xie, Davidson III and DaDalt (2003)也指出獨立董事及經驗較為豐富的董事比率較高時，會讓盈餘操縱的狀況減少。亦有許多實證研究指出具有財會背景的外部董事可以提升董事會的監督效果，舉例而言，Kalbers and Forgarty (1993)、Klein (2002)之研究即發現財會專家之外部董事扮演監督財報品質的重要角色；而 Mehran (1995)則是指出董事愈有專業的背景及經驗，能夠讓決策更有效率及具有品質，並為公司創造更大的價值。

Hermalin and Weisbach (1988)證實了當公司績效較差的時候，內部董事比率過高反而會較無法解聘不適任的總經理，因此會增加獨立董事來取代內部董事；Anderson and Reeb (2003)、Pathan (2009)分別提出獨立董事席次比例愈高，一般公司及金融機構所承擔的風險將愈低。Uzun, Szewczyk and Varma (2004)則是發現獨立董事席次的比例愈高，愈能有效避免舞弊案的發生。

另一方面，若由併購事件來探討獨立董事的效能，則是可以發現併購宣告日當時的異常報酬率鮮少為負，被併公司之股東利益與獨立董事之間的關聯性呈現正向關係，其代表著當併購案若是有獨立董事介入其中，將能夠維護股東的財富及利益 (Byrd and Hickman (1992)、Cotter, Shivdasni and Zenner (1997))。另外，若由股價的走勢來判斷聘用獨立董事是否有效，Rosenstein and Wyatt (1990)則是透過事件研究法發現當公司聘任獨立董事時，股價會隨之上漲，其意指聘任獨立董事會將會帶給股東更大的財富。

上述四段皆訴說著獨立董事的重要性，因此各國紛紛推動獨立董事政策，雖然文獻上普遍贊同獨立董事能夠確保股東的財富及利益，甚至能夠提升公司的績效；但由於獨立董事的設置並非萬靈丹，因此也出現了質疑的聲浪，例如，有文獻指出獨立董事比率與公司績效並無顯著的相關性 (Jumereomvong and Sukcharoensin (2002))，甚至呈現負向關係，(Shivdasani and Yermack (1999))。Lin, Pope and Young (2003)亦發現當宣告聘任外部董事時，股價並沒有出現顯著的異常報酬；Shivdasani (1993)則指出遭受惡意購併的

公司，外部董事與公司的內部控制呈現負向關係。Klein (1998)認為內部董事比起外部董事較有資訊上的優勢，因此外部董事的增加並不會使公司之績效有所提升。

雖然國內推行獨立董事制度相較於國外來說，還在成長階段，但是相似於國外的研究文獻，國內各界對於獨立董事的研究亦充斥著分歧的看法。舉例來說，根據 Yeh and Lee (2001)的研究發現，台灣的公司大多屬家族企業，因此董事會通常都具有濃厚的家族色彩，而在指派獨立董事時，就會考量到獨立董事是否會支持家族成員的決策，如此一來，獨立董事的獨立性與監督的效果就會有所折扣。方俊儒、李秀英與龍春伶 (2008)亦指出控制股東掌握越多的控制權，的確會降低獨立董監事監督的成效及改善公司績效的效果。而廖秀梅、李建然與吳祥華 (2006)則是認為在家族企業中獨立董事雖然發揮的功能較小，但仍與非家族企業相同，皆能夠為公司帶來更大的績效及利益。邱垂昌與莊俊銘 (2004)亦發現，獨立董事比率的增加將會使得企業價值有所提升。另一方面，Kao and Chen (2004)提出董事會的獨立性愈高，會使盈餘管理的現象有明顯的改善。有文獻指出獨立董事的有效監督會使公司的資訊透明度較佳，亦會提升公司的價值 (邱垂昌與莊俊銘 (2004))；邱垂昌、張裕任與郭麗雪 (2007)之實證研究發現獨立董事的比率愈高，將會使新股發行的承銷價被低估的程度有所下降。然而，杜榮瑞、劉雅芳與吳婉婷 (2006)則是發現獨立董事與企業財報的品質並沒有相關性。

相較於國外，國內市場及企業較為特殊，例如，股權集中，家族企業、獨立董事席次偏低及雙軌制的董事會，基於此，國外的研究文獻未必能完全解釋國內的狀況以及驗證國內獨立董事政策推行的有效性。而國內的文獻多為探討家族與非家族之獨立董事設置與公司績效之間的關聯性 (方俊儒等 (2008))、新股發行折價的幅度之關聯性 (邱垂昌等 (2007))、與盈餘品質之關聯性 (Kao and Chen (2004))，亦或是，聘任外部董事<sup>5</sup>的宣

---

<sup>5</sup> 外部董事與獨立董事之差異：外部董事為非在公司內部擔任管理要職的董事 (Johnson, Daily, and Ellstrand (1996))，另外於非在公司內部兼職的董事中，存在了部分與公司高階主管有親屬關聯的董事，或是在業務上有特殊職能等，此稱為灰色董事 (Shivdasani and Yermack (1999))，因此從外部董事中排除灰色董事的部分才是較為嚴謹的獨立董事定義。

告與股價之間的關聯性 (Lin et al. (2003))。鮮少探討以引進獨立董事後之法案的宣布及循序漸進的法案修正之宣告時，市場上會有何反應。

根據 Rosenstein and Wyatt (1990)之研究結果指出，當公司宣佈聘任外部董事的消息時，股價會有顯著為正的反應。另外也有文獻 (Lin, Pope and Young (2003))指出，聘任外部董事的宣告對於股價並沒有顯著的影響。以上兩者皆是自願性設置獨立董事，而通常自願性設置獨立董事的公司其公司價值會較佳，主要的原因為公司若自願性聘任獨立董事，此資訊將會傳遞到市場上，會使投資人認為公司的管理當局確實有盡到監督的責任，而此行為將會提昇公司的聲譽，進而降低代理問題，除此之外，也能夠增加投資人的信心。而本研究則是探討藉由獨立董事之修正法案的公佈，亦能夠使投資人對公司更具信心，讓投資者會願意支付溢酬來回應市場，使得股價能有較高的漲幅，並讓股東能夠獲取更多的財富。於此，建立了本文假說一：

**假說一：獨立董事修正法案宣告時，股價將顯著為正。**

其次，獨立董事之比率若愈高，愈能監督經營者將公司的相關資訊揭露更為詳細 (邱垂昌與莊俊銘 (2004))，而資訊揭露的愈詳細，將有助於降低盈餘管理的可能性 (張瑞當與方俊儒 (2006))。此外，Kao and Chen (2004) 亦認為董事會之獨立性愈高，盈餘管理的程度將愈小；亦有文獻指出獨立董事的設立會改善企業資訊的揭露程度 (陳瑞斌與許崇源 (2007))依此，本研究認為，引進獨立董事，對於原先資訊揭露較不健全的公司會相對於資訊揭露較完整的公司之股價會更為有反應。於此，本研究建立了下列假說二：

**假說二：獨立董事修正法案宣告後，資訊揭露較不健全之公司與資訊揭露較完善之公司兩者之異常報酬率會有顯著差異。**

## 參、樣本選取

於 2005 年 12 月 20 日立法院三讀通過「證券交易法部分條文修正案」，並於 2007 年 1 月 1 日起正式上路。依據「修訂證交法第十四條」，依此法規定發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)之期貨商，與資本額大於 500 億之非金融業上市(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。依此，本文藉由事件研究法來探討條文修正案宣告後對於特許金融業之股價報酬率的影響為何，排除資本額大於 500 億之非金融業上市(櫃)公司之原因為特許金融事業之特性與一般產業並不太相同，且因為一般產業之樣本數有限 (12 間公司)，因此本研究只將特許金融事業做為研究樣本。

研究所需之樣本變數主要取自於台灣經濟新報資料庫 (TEJ)；選取過程中依以下步驟及條件來取得實證研究所需樣本。首先，捨棄在樣本期間內樣本不足者、亦捨棄非採曆年制之樣本公司、扣除董事會資料不足之樣本，最終樣本數，如表 1 所述，共計 43 間上市(櫃)金融機構樣本公司數，其樣本約占 2005 年整體金融業的 93%。

## 肆、研究方法

為了驗證第二節所提出之假說，本文透過事件研究法估算出個別股票的期望報酬率，並利用 T 檢定來觀察強制設立獨立董事與金融業之異常股價報酬率之間的關係。最後，為使研究更具嚴謹性，另外選擇了不同事件窗口及不同的樣本群組來驗證分析結果的一致性。

### (一) 事件研究法

本研究以台灣上市(櫃)之金融機構為研究樣本，並以 2005 年 12 月 20 日立法院三讀通過「證券交易法部分條文修正案」宣告後，事件對台灣上市(櫃)金融機構股價之影響。事件研究法在計算股票預期報酬率時，可以利用平均調整法 (Mean Adjusted Returns Model)、市場指數調整法 (Market Adjusted Returns Model)、市場模式法 (Market Model) 三種方法來估計<sup>6</sup>。根據周賓鳳與蔡坤芳 (1996)實證發現以台灣股市日資料分析時，就期望報酬率三種模型而言，以市場模式表現最佳<sup>7</sup>，因此本研究依據過去之文獻採用了市場模式來估算個別股票的期望報酬率。

### (二) 統計檢定

#### 1. 橫剖面檢定法<sup>8</sup>：

個別證券之異常報酬率雖可能並非常態分配，但依據中央極限定理，只要個別證券之異常報酬率為獨立性且齊一分配、樣本數也夠大時 (大於 30)，將趨近於常態分配。因此，本研究採橫斷面 T 檢定，用以檢定平均異常報酬率或是累積的平均異常報酬率是否顯著異於零。

---

<sup>6</sup> 此三種方法請參閱 Peterson (1989)、Boehmer、Musumeci and Poulsen (1991)、Binder (1998)。

<sup>7</sup> 周賓鳳與蔡坤芳 (1996)透過模擬的方式發現市場模式法為眾多方法中表現較好的。

<sup>8</sup> 橫剖面檢定法：主要在克服事件期股票報酬率之變異數的增加，且此方法完全忽略個別股票估計期之殘差資訊。

(1) 平均異常報酬率之檢定：

$$H_0 : AR_t = 0$$

$$H_1 : AR_t \neq 0$$

$$T = \frac{AR_t}{\sqrt{Var(AR_t)}} = \frac{AR_t}{\frac{1}{N(N-1)} \sqrt{\sum_{t=1}^N (AR_t - AR_t)^2}}$$

(2) 累積平均異常報酬率之檢定：

$$H_0 = CAR(t_1, t_2) = 0$$

$$H_1 = CAR(t_1, t_2) \neq 0$$

$$T = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\sqrt{Var(CAR(t_1, t_2))}} = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\frac{1}{N(N-1)} \sqrt{\sum_{t=1}^N (CAR_t(t_1, t_2) - CAR(t_1, t_2))^2}}$$

2. 傳統 T 檢定法：

本研究亦採用傳統的 T 檢定 (Boehmer、Musumeci and Poulsen (1991))。其 T 值的計算方式如下：

(1) 平均異常報酬率之檢定：

$$H_0 : AR_t = 0$$

$$H_1 : AR_t \neq 0$$

$$T = \frac{AR_t}{\sqrt{Var(AR_t)}} = \frac{AR_t}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{t=1}^N \hat{S}_1^2}}$$

$\hat{S}_1^2$  為估計期之殘差變異數。

(2) 累積平均異常報酬率之檢定：

$$H_0 = CAR(t_1, t_2) = 0$$

$$H_1 = CAR(t_1, t_2) \neq 0$$

$$T = \frac{CAR(t_1, t_2)}{Var(CAR(t_1, t_2))} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} \frac{AR_t}{\hat{S}_i}}{m}$$

$$m = t_2 - t_1 + 1$$

### (三) 敏感性分析

為了顧慮研究結果 (如表 3)對於樣本的選取及事件窗口的衡量的敏感性，本文另外選擇了不同的事件窗口作為替代 (如表 5:不同事件窗口)及篩選出不同的樣本 (如表 6:刪除重大事件之樣本)來驗證分析結果的一致性。

## 伍、變數定義說明

### (一) 事件研究相關日期

#### 1. 事件日(即宣告日， $t=0$ )

對於事件日的決定，本研究取決於行政院三讀通過修訂法案之日期，雖然法案定於 2007 年 1 月 1 日正式上路，但由於考量股價應會由事件宣告日起即開始有反應動作，因此將事件日定於 2005 年 12 月 20 日立法院三讀通過「證券交易法部分條文修正案」當日。

#### 2. 事件期與估計期

估計期長短的設定依照過去的文獻並沒有發現一致的標準，大多數由研究者主觀的決定(沈中華與李建然(2000))。通常事件期愈長，愈能掌握宣告事件對於股價的影響，但也相對愈會遭受到更多其他的因素干擾，由於是在著重於某事件的發生對股價是否會造成影響，因此事件期的設立通常不會太長。

(1) 事件期：以法案的宣告日前第 3 個交易日至宣告後的 3 個交易日(-3, +3)，共計 7 個交易日為事件期。

(2) 估計期：利用宣告前第 200 交易日至宣告日前第 11 個交易日(-200, -11)為本研究之估計期，共計 190 個交易日，作為計算市場模式下預期報酬率的依據。

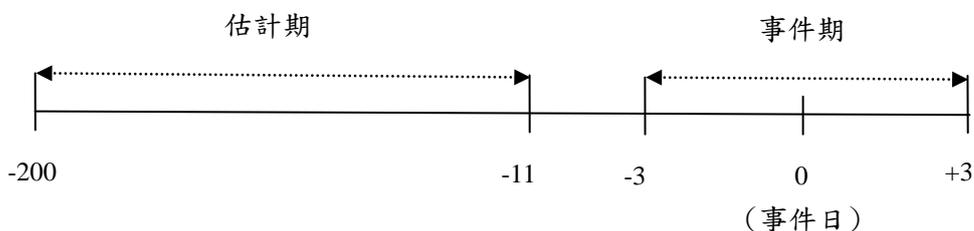


圖 1、事件研究期間示意圖

(二) 預期報酬率之計算：

1. 個別股票報酬率：

利用台灣經濟新報資料庫所提供的個股調整除權及除息效果後的報酬率資料進行實證研究，計算式如下：

$$R_{it} = \frac{P_{it}(1 + a_{it} + b_{it}) + D_{it}}{P_{it-1} + a_{it} \times C_{it}} - 1$$

其中，

$R_{it}$ ： $i$ 公司股票於第 $t$ 交易日之預期報酬率；

$P_{it}$ ： $i$ 公司股票於第 $t$ 交易日之收盤價；

$a_{it}$ ： $i$ 公司股票於第 $t$ 交易日除權之認購率；

$b_{it}$ ： $i$ 公司股票於第 $t$ 交易日除權之無償配股率；

$D_{it}$ ： $i$ 公司股票於第 $t$ 交易日發放之現金股利；

$P_{it-1}$ ： $i$ 公司股票於第 $t-1$ 交易日之收盤價；

$C_{it}$ ： $i$ 公司股票於第 $t$ 交易日之現金認購價格；

2. 累積異常報酬率(Cumulative Abnormal Returns, CAR)：

以累積異常報酬率衡量法案公佈後之短期績效，計算步驟如下：

(1) 計算異常報酬率(Abnormal Returns, AR)

利用市場模式，建立模型：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad t=1, \dots, T_i$$

其中，

$i$ ：樣本公司；

$R_m$ ：市場報酬率（以金融指數作為計算標準）；

$t$ ： $i$ 公司估計期；

$\varepsilon_{it}$ ：誤差項且  $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ ；

經過最小平方法（Ordinary Least Square, OLS），可得到估計值截距項  $\hat{a}$  與斜率項  $\hat{\beta}$ ，因此事件期  $t$  期的預期報酬率為：

$$E(R_{it}) = \hat{a}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

其中，

$t$ ： $i$ 公司事件期；

(2) 利用市場模式計算出每一交易日預期報酬率：

因此，個別樣本公司的日異常報酬率（Abnormal Return, AR）為事件期實際報酬率與預期報酬率之差，即為個別公司之異常報酬率：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

其中，

$AR_{it}$ ： $i$ 公司股票於第  $t$  交易日之異常報酬率；

$R_{it}$ ： $i$ 公司股票於第  $t$  交易日之實際報酬率；

$E(R_{it})$ ： $i$ 公司股票於第  $t$  交易日之預期報酬率；

而全體樣本公司平均異常報酬率（Average Abnormal Return, AAR）則是將事件之個別樣本公司第  $t$  天之異常報酬率相加後再除以樣本數  $N$ ，即可求得全體樣本公司的平均異常報酬率：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

其中，

$AAR_t$ ：為全體樣本在事件期第  $t$  日的平均異常報酬率；

$N$ ：為總樣本數

(3) 全體樣本公司累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Return, CAR)：將全體樣本在事件期各日的平均異常報酬率累計加總後，即可得到全體樣本公司之累積平均異常報酬率。

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t$$

其中，

$CAR(t_1, t_2)$ ：為全體樣本從事件期  $t_1$  到  $t_2$  日之累積平均異常報酬率。

### (三) 獨立董事

有關於獨立董事的定義乃根據「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」與「財團法人櫃檯買賣中心證券商營業處所有價證券審查準則」之規定，且要求獨立董事不得為公司關係人、親屬或以法人名義擔任。而本文因修正法案的需要，將之人數作為衡量變數，並同時使用獨立董事比率 (獨立董事人數除以所有董事人數)。於表 2-B 可以發現，獨立董事人數的平均數(0.62)及中位數(0)透露著，大部分的金融特許企業於樣本期間仍尚未有獨立董事的設立。且獨立董事人數(平均數：0.62)與獨立董事比率(平均數：0.06)並未超過法案「獨立董事有最低席次門檻限制，人數不得少於兩人，且不得少於董事席次的五分之一」之規定。

## 陸、研究結果

本研究主要是分析政府於 2005 年 12 月 20 日宣佈三讀通過「證券交易法部分條文修正案」時，台灣上市(櫃)金融機構的股價反應，係以事件研究法探討修正法案的宣告事件與平均異常報酬率(AAR)及累積平均異常報酬率(CAR)間之關係，並利用統計 T 檢定檢測平均異常報酬率及累積異常報酬率是否有顯著異於零。依據「修訂證交法第十四條」，依此法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)之期貨商，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。

因此本研究利用符合 2005 年 12 月 20 日的證券交易法部分條文修正案之台灣 43 間上市(櫃)金融機構作為研究對象。並將事件期定為宣告日前後各 3 個交易日(-3, +3)，共 7 個交易日，估計期為事件日前 210 個交易日至前 11 個交易日，共計 200 個交易日，依此使用市場模式估計出每個交易日之異常報酬率。

透過敘述統計量分析(如表 2-A)，本文研究樣本之檢定期異常報酬率之 5% 值介於 -2.19 至 -1.03 之間；而異常報酬率之 95% 值介於 0.97 至之間；檢定期的異常報酬率之平均數則是介於 -0.11 至 0.82 之間；中位數則在 -0.28 至 0.74 之間；最後標準差則是介於 0.77 至 1.99 間。而表 2-B 則顯示著事件期之累積異常報酬率(CAR (-3, +3))無論是平均數(1.45%)亦或是中位數(0.72%)，皆可以顯示法案宣告後，累積的異常報酬率皆為正。而研究樣本 43 家上市(櫃)公司之資本額平均數約為 29,612 百萬，而 95% 值約為 85,242 百萬，其兩者之間差異甚大，表示其樣本之公司規模有明顯的差異。獨立董事人數平均數只有 0.62，且獨立董事比率平均數亦只有 0.06，其表示國內特許金融事業設立獨立董事的狀況並不普及，且大多都未達到法案所要求的至少設立獨立董事兩名，及獨立董事占所有董事席次須超過五分之一。

表 3-A 為法案宣告後樣本之個別事件天之異常報酬率與其 t 統計量，以事件日作為分界來觀察，並檢視事件期中每一個交易日之異常報酬率之分配狀況，可以發現其中有

3 個正向平均異常報酬率，4 個負向平均異常報酬率；平均異常報酬率顯著為正向的有 2 個，而卻沒有顯著為負的，依此，可以初步觀察出法案宣告後，樣本公司之平均異常報酬率有顯著為正的現象。另外，從表中可以看出宣告日前後之平均異常報酬率呈現上下起伏的狀態，在宣告日前一天達到顯著為正的反應，但其效果並沒有持續，而在宣告日當天之平均異常報酬率(-0.0847)雖然呈現負向反應，但從 t 檢定來看，卻未達到顯著水準；隨即宣告日後之第一日則是呈現顯著為正的平均異常報酬率，出現這樣不一致的結果，並無法說明市場對此項法案宣告的訊息的預期為正，於此，仍無法驗證假說一，須再進一步探討。

因此，進一步分析法案宣告後樣本之累積異常報酬率(表 3-B)，從表中可以發現於事件日前一天開始期累積異常報酬率呈現正向反應，並以統計 t 檢定，亦可發現事件日之前一天至事件日後三天，皆有顯著為正的累積異常報酬率；且宣告日前一天有達到 5% 的顯著水準，顯示法案宣告前即有訊息外漏的情形發生。而在宣告是當日之累積異常報酬率為 0.6192 %，達到 10% 的正向顯著水準，顯示了法案的宣告消息對於特許金融事業公司之股價確實會造成波動，對於公司有正向的影響效果，且此狀況一直持續到事件期結束，於此，不難推論假說一的有效性。上述的結果除了肯定了政府推動強制設立獨立董事的政策外，亦同時證明了獨立董事的價值。此結論乃與 Rosenstein and Wyatt (1990) 所提出的實證結果相似，即當公司聘僱外部董監事的消息宣告後，市場會給予正面的反應。

為了能夠更明瞭整體樣本之平均異常報酬率與累積異常報酬率的走勢，由圖 2 可以看出股價累積異常報酬率從宣告日前第二天開始即為正，並於宣告前一天開始有顯著為正的走勢，顯示著雖然法案宣告的消息有提前外漏的情形，但是根據過去的文獻多數支持著宣告引進獨立董事得以使董事會的結構更加健全，並同時發揮監督管理者效能及確保股東的財富，因此投資人對此會存有信心，亦願意投資進而提升股價之報酬率；而累積異常報酬率呈現明顯的上升趨勢的狀況一直維持到事件期結束，綜上所述，表示投資

人對於法案修正的宣告後給予樣本公司正面的評價。

以上的差異性檢定之統計數據驗證了本文的假說一，然而，資訊揭露程度<sup>9</sup>較不透明的公司是否會因為法案的宣告而會顯著異於資訊揭露較透明的公司呢(假說二)?於表 4-A 中，透過差異性檢定所提供的統計數據來看，法案宣告日當天及前 3 個交易日，資訊揭露較不透明的公司與資訊揭露較透明的公司，其累積異常報酬皆無顯著的差異，而是到了法宣告後之第 1 個交易日才有明顯的差異，無論是平均數或是中位數，資訊揭露較不透明之公司皆顯著大於資訊揭露較透明之公司，平均數差異性(1.4526)達到了 5% 的顯著水準，中位數差異性檢定(0.7607)亦達到了 10% 的顯著水準，於此，驗證了假說二。進一步的觀察表 4-B，可以發現累積異常報酬亦是在法案宣告後的第 1 個交易日開始反應，而資訊較不透明的公司之累積異常報酬仍舊顯著的異於資訊較透明的公司，且其顯著水準皆達到 5% 的顯著水準 (平均數差異：1.4526；中位數差異：0.7607)，亦印證了假說二。

---

<sup>9</sup> 資訊揭露評鑑系統針對上市(櫃)公司，依據其衡量項目及標準，計算出上市(櫃)公司之資訊揭露分數，相對分數較高的公司將之歸類為資訊較為透明的企業。評鑑成績高低區分為：A+、A、B、C、C-，94 年度 C-組別的公司從缺。本文將 A+、A 組別的公司列為資訊揭露較為透明的公司，而 B、C 組別的公司則列為資訊揭露較不透明之公司。

## 柒、敏感性檢定

表 3 之統計數據肯定了本文的假說一獨立董事修正法案的宣告，股價會有顯著為正的異常報酬率；然而，為了確保結果不會因為樣本的選取或是衡量窗口的不同而有所改變，因此本節將透過不同的事件窗口或是樣本選取的改變來持續的驗證本文實證結果的一致性。

本文首先就研究的結果對於事件窗口的不同之敏感性做檢測，如表 5 所述，觀察各個事件窗口之累計異常報酬，可以發現所挑選的 (-5, +5)、(-4, +4)、(-2, +2)、(-1, +1)、(-1, 0)、(0, +1) 所有事件窗口之累計異常報酬率的 t 統計量皆達到 99% 的顯著水準。於此，可以看出市場普遍對於法案的強制規定之宣告是持有正面的看法，亦即，當法案的強制規定宣告須設置獨立董事即須有一定的比例時，市場上的投資人因此對公司較有信心，因為公司治理機制會相較於沒有強制規定時更加完善。

接著則是對研究樣本的替換後做敏感性的檢測。於表 6 之檢定，本文捨棄了在研究期間曾經發生過重大事件之樣本公司，本文將重大事件定義為發生過現金增資、併購者皆將之刪除，其原因為這些事件的發生有可能會造成股價變動的幅度變大，會因此影響到研究之結果；於此共刪除了 7 間上市(櫃)之金融特許事業公司。從表 6-A 及表 6-B 可以看出其 AR(%) 與 CAR(%) 及其檢定的結果不論是符號及其顯著水準皆近似於與前一節的實證結果。雖然以上的實證方法並未能顧及所有可能影響研究結果的層面，但依舊能夠透露出修正後的獨立董事法案，會讓投資人更有信心並使得市場上的反應變佳，且並不會因為事件窗口的不同及樣本選取方式的改變而有所不同。

## 捌、結論與建議

由於近幾年來，舞弊的企業接踵而來，因此學術界與實務界討論公司治理機制的議題愈來愈多，而其中獨立董事的強制設置為重要的一環。然而政策的執行真的能夠使得公司有正向的績效亦或是更加提升呢？

國內於 2002 年 2 月份起分別修訂期上市(櫃)的審查準則，其中要求新上市(櫃)之公司皆必須設置獨立董監事；之後，又於 2005 年 12 月 20 日三讀通過修訂證交法第十四條，除了保留原先訂定的「獨立董事有最低席次門檻限制，人數不得少於兩人，且不得少於董事席次的五分之一」，另外增加了「以公開發行之特許金融事業(包含金控公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金控公司子公司之綜合證券商及資本額 500 億元以上之上市(櫃)公司，為優先應設置獨立董事之對象」。藉由前段敘述的議題，可依此檢測此新修正的法案之宣告是否有效。本文藉由事件研究法來探討條文修正案宣告後對於特許金融業之股價報酬率的影響為何。其結果顯示，修正法案的宣告後 1 交易天至事件期結束皆有顯著為正的累積異常報酬率，亦即法案的宣告使得投資人更具信心，因而反映在市場上，其次，不難推測強制獨立董事的設置，對於公司的績效將會有幫助。另外，同時也可觀察到原先資訊揭露較不健全之公司，其累積異常報酬率會顯著異於資訊揭露較透明的公司，其意指法案的推動，資訊揭露較差的公司其股價的反應較大。最後，為了確保實證結果的準確性，亦藉由不同樣本的選取(刪除含有重大事件的公司)與不同的事件窗口來驗證實證結果，其結果亦與實證結果一致。

最後，本文的研究假說雖獲得實證數據的支持，但仍舊有不足之處，尚待後續學者進一步的延伸與探討。例如，原先預將樣本區分為以達成設置獨立董事與未設立獨立董事兩組作探討，但由於以達成設立獨立董事者過少(只有 2 間公司)，以至於本研究未做測試。另外，本篇研究由於一般上市(櫃)之企業過少(研究期間只出現 12 間公司)且其企業特性與金融特許事業並不相同，因此並沒有將之納入本研究樣本中。最後，金管會於 2011 年 3 月 28 日又再次修訂獨立董事相關法案表示目前我國一般上市(櫃)公司其資本

額在 500 億以上的公司僅有 29 間，因此即使希望強制要求設立獨立董事來增加公司的績效或加強公司治理機制，數目過少，實質效用似乎不大，因此將須強制設立獨立董事的一般企業其門檻從 500 億降為 100 億元，此法案的修正將會使得一般上市(櫃)之企業的數目大幅增加，基於此，未來後續學者能夠更進一步探討該法案的有效性，並探討此宣告是否亦會使得一般企業與特許金融事業有顯著為正的累積異常報酬。

## 參考文獻

- 方俊儒、李秀英與龍春伶，2008，獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響－控制股東之調節效果，*會計與公司治理*，第 5 卷第 1 期：55-80。
- 余雪明，2002，台灣新公司法與獨立董事（下），*萬國法律*，第 124 期：80-84。
- 余雪明，2002，台灣新公司法與獨立董事（上），*萬國法律*，第 123 期：63。
- 杜榮瑞、劉雅芳與吳婉婷，2006，獨立董監、會計規範與財務報導品質之關係：多重研究方法之運用，*當代會計* 第七卷第二期：135-170。
- 周賓鳳與蔡坤芳，1996，台灣股市日資料特性與事件研究法，*證券市場發展季刊*，第 9 卷第 2 期：1-27。
- 邱垂昌、張裕任與郭麗雪，2007，強制設置獨立董監事與新股折價關聯性之研究，*會計評論*，第 45 期：97-134。
- 邱垂昌與莊俊銘，2004，獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值關聯性之研究，2004 *會計理論與實務研討會論文集*，國立政治大學會計系。
- 張瑞當與方俊儒，2006，資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響，*會計評論*，第 42 期：1-22。
- 陳瑞斌與許崇源，2007，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，*交大管理學報*，第 27 卷第 2 期：55-109。
- 葉銀華與何幸芳，2003，獨立董監的趨勢、疑慮與實地調查，*會計研究月刊*，第 213 期：86-93。
- Agrawal, A. and C. Knoeber, 1996, Firm performance and mechanism to control agency problem between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb, 2003, Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance* 58(3), 1301-1328.
- Barnea, A., R. A. Haugen, and L. W. Senbet, 1980, A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretical framework, *Journal of Finance* 35(December), 1223-1234.
- Bartholomeusz, S., and G. A. Tanewski, 2006, The relationship between family firms and corporate governance, *Journal of Small Business Management* 44(2), 245-267.

- Beasley, M. S., 1996, An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement Fraud, *The Accounting Review* 71(October), 443-465.
- Binder, John J., 1998, The event study methodology since 1969, *Review of Quantitative and Accounting* 11, 111-137.
- Boehmer. E., J. Musumeci and A. B. Poulsen, 1991, Event-study methodology under condition of event-induced variance, *Journal of Financial Economics* 30, 253-272.
- Bushman, R. and A. Smith, 2001, Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics* 32, 237-333.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman, 1992, Do outside directors monitor managers? Evidence form tender offer bids, *Journal of Financial Economics* 32, 195-222.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. H. Lang, 2000, The separation of ownership and control in East Asian corporation, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112
- Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen, 2008, Boards: Does one size fit all, *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.
- Cotter, J. F., A. Shivdasani, and M. Zenner, 1997, Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics* 43 (2), 195-218.
- Denis, D. K. and J. J. McConnell, 2003, International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 1-36.
- Donaldson, L., and J. H. Davis. 1991. Stewardship theory of agency theory: CEO governance and stareholder returns, *Australian Journal of Management* 16(1), 49-64.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325
- Fuerst O. and S.-H., Kang, 2000, Corporate Governance, Expected operating performance, and pricing, *Working paper*, The George Washington University.
- Gibbs, P., 1993, Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow, *Strategic Management Journal* 14, 51-68.

- Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach, 1988, The determinants of board composition, *The RAND Journal of Economics* 19, 589-606.
- Huson, M., R. Parrino, and L. Starks, 2001, Internal monitoring mechanisms CEO turnover: A long term perspective. *Journal of Finance* 56(December), 2265-2297.
- Jesen, M. C., 1993, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Jumreornvong, Seksak, and Sorasart Sukcharoensin, 2002, Board structure and firm performance: Evidence form thailand, *11<sup>th</sup> Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets*, National SunYat-set University (NSYSU),.
- Kalbers, L. P., and T. J. Fogarty, 1993, Audit committee effectiveness: An empirical investigation of the contribution of power, *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 12(Spring), 24-49.
- Kao, L., and A. Chen, 2004, The effects of board characteristics on earnings management, *Corporate Ownership and Control* 1(Spring): 96-107.
- Kesner, I. F., 1987, Directors stock ownership and organization performance: An investigation of Fortune 500 companies. *Journal of Management*,13, 499-508.
- Klein, A., 1998, Firm performance and board committee structure, *Journal of Law & Economics* 41, 275-303.
- Klein, A., 2002, Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.
- Lin, S., P. F. Pope and S. Young, 2003, Stock market reaction to the appointment of outside director, *Journal of Business & Accounting* 30, 351-380.
- Mehran, Hamid, 1995, Executive compensation structure, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Pathan, S., 2009, Strong boards, CEO power and bank risk-taking, *Journal of Banking and Finance* 33, 1340-1350.
- Patton, A., and J. C. Baker, 1987, Why do not directors rock the boat? *Harvard Business Review* 65(November-December), 10-18.
- Peterson, P. P., 1989, Event Studies: A review of Issues and Methodology, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36-66.

- Prowse, S. (1998), Corporate governance: Emerging issues and lessons from East Asia.” *The world Bank Working Paper*, Washington, D.C.
- Rajan, S. and L. Zingales, 1998, Which Capitalism? Lessons from the East Asian crisis.” *Journal of Applied Corporate Finance* 11, 40-48.
- Rosenstein, S., and J. G. Wyatt, 1990, Outside directors, board independence, and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics* 26 (2), 175-191.
- Shivdasani, A., 1993, Board composition, ownership structure and hostile takeovers, *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
- Shivdasani, Anil, and David Yermack, 1999, CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis, *The Journal of Finance* 54, 1829-1853.
- Singh, M., and W. N. Davidson III, 2003, Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance* 27(May), 793-816.
- Uzun, H., S. H. Szewczyk, and R. Varma, 2004, Board composition and corporate fraud, *Financial Analysts Journal*, 60(3), 33-43.
- Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt, 2003, Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke, 2001, Family control and corporate governance: Evidence for Taiwan. *International Review of Finance* 2(March-June): 21-48.

表 1、樣本選取

樣本選取過程	公司數	樣本數
台灣上市(櫃)之金融業公司	46	46
扣除：期間內樣本不足者	3	3
非曆年制公司	0	0
董事會資訊缺漏	0	0
最終樣本	43	43

資料來源：台灣經濟新報 (TEJ)。

表 2-A、各檢定期異常報酬之基本敘述統計量

檢定期	平均數	5%	中位數	95%
-3	-0.0116	-1.5135	0.0155	1.4492
-2	-0.1079	-1.9052	-0.2779	2.1952
-1	0.8234	-1.2193	0.7380	3.1132
0	-0.0847	-2.1851	0.1295	0.9688
1	0.8138	-1.3030	0.1362	5.1686
2	0.0609	-1.1909	-0.0756	1.6943
3	-0.0424	-1.0338	-0.0104	1.1363

表 2-B、各變數之敘述統計量

	平均數	5%	中位數	95%
CAR (-3, +3)(%)	1.45	-2.54	0.72	7.91
資本額(百萬)	29612.49	2510.155	17710.02	85242.23
董事人數	11.05	5	11	19
獨立董事	0.62	0	0	3
獨立董事比率(%)	0.06	0	0	0.3

資料來源：台灣經濟新報 (TEJ)。

註：董事人數的中位數大於一般產業 (7 人)。

表 3-A、法案宣告後樣本公司之平均異常報酬率

檢定期	AR(%)	橫剖面檢定 T 值	傳統檢定 T 值
-3	-0.0116	-0.09	-0.09
-2	-0.1079	-0.53	-0.53
-1	0.8234	3.46 ***	3.50 ***
0	-0.0847	-0.59	-0.60
1	0.8138	2.68 ***	2.71 ***
2	0.0609	0.38	0.39
3	-0.0424	-0.36	-0.37

表 3-B、法案宣告後樣本公司之累積平均異常報酬率

檢定期	CAR(%)	橫剖面檢定 T 值	傳統檢定 T 值
-3	-0.0116	-0.09	-0.09
-2	-0.1195	-0.51	-0.51
-1	0.7039	2.24 **	2.27 **
0	0.6192	2.01 **	2.03 **
1	1.4330	3.00 ***	3.03 ***
2	1.4939	3.24 ***	3.28 ***
3	1.4515	2.90 ***	2.94 ***

資料來源：台灣經濟新報 (TEJ)。

註：\*\*\*及\*分別表示達 1% 及 5% 的顯著水準。

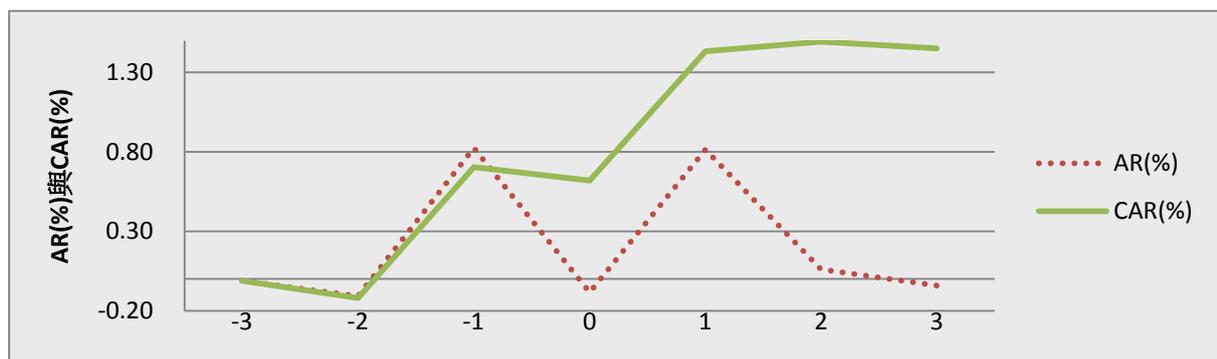


圖 2、法案宣告後樣本公司之平均異常報酬率與累計平均異常報酬率之走勢圖

表 4-A、法案宣告後樣本公司以資訊揭露系統分組之平均異常報酬檢定

檢定期	資訊揭露較不透明之樣本公司		資訊揭露較透明之樣本公司		AR(%)差異性檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
-3	-0.2781	-0.2344	0.1464	0.0786	-0.4244	-0.3130 *
-2	0.2655	-0.1574	-0.3293	-0.2779	0.5948	0.1206
-1	1.1354	0.8703	0.6385	0.6963	0.4969	0.1740 *
0	-0.1884	-0.2728	-0.0232	0.2158	-0.1652	-0.4886
1	1.7259	0.7142	0.2733	-0.0465	1.4526 **	0.7607 *
2	-0.0256	-0.1397	0.1122	-0.0756	-0.1378	-0.0641
3	0.1314	0.0479	-0.1454	-0.2814	0.2768	0.3293

表 4-B、法案宣告後樣本公司以資訊揭露系統分組之累積異常報酬檢定

檢定期	資訊揭露較不透明之樣本公司		資訊揭露較透明之樣本公司		CAR(%)差異性檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
-3	-0.2781	-0.2344	0.1464	0.0786	-0.4244	-0.3130 *
-2	-0.0125	-0.6456	-0.1829	-0.2296	0.1704	-0.4160
-1	1.1229	0.6920	0.4556	0.6691	0.6673	0.0228
0	0.9344	1.0906	0.4323	-0.0039	0.5021	0.6959
1	2.6603	1.3973	0.7056	0.4069	1.9547 **	0.6837 **
2	2.6347	2.0510	0.8179	0.1486	1.8168 *	1.2487 **
3	2.7662	1.6311	0.6725	0.2527	2.0937 **	1.3784 **

資料來源：台灣經濟新報 (TEJ)。

註：\*\*及\*分別表示達 5%及 10%的顯著水準。

表 5、法案宣告後樣本公司各事件窗口之累積異常報酬率檢定

事件窗口	CAR(%)	橫剖面檢定 T 值	傳統檢定 T 值
(-5, +5)	2.0527	3.49 ***	3.53 ***
(-4, +4)	2.2783	3.72 ***	3.77 ***
(-2, +2)	1.5055	3.37 ***	3.41 ***
(-1, +1)	1.5525	3.97 ***	4.02 ***
(-1, 0)	0.7387	2.66 ***	2.69 ***
(0, +1)	0.7291	2.93 ***	2.97 ***

資料來源：台灣經濟新報 (TEJ)。

註：\*\*\*表示達 1% 的顯著水準。

表 6-A、法案宣告後樣本公司刪除重大事件之平均異常報酬率

檢定期	AR(%)	橫剖面檢定 T 值	傳統檢定 T 值
-3	-0.0173	-0.12	-0.15
-2	0.0035	0.01	0.02
-1	0.7970	2.95 ***	3.58 ***
0	-0.1764	-1.12	-1.36
1	1.0680	3.14 ***	3.81 ***
2	0.0071	0.04	0.05
3	0.0105	0.08	0.10

表 6-B、法案宣告後樣本公司刪除重大事件之累積平均異常報酬率

檢定期	CAR(%)	橫剖面檢定 T 值	傳統檢定 T 值
-3	-0.0173	-0.12	-0.15
-2	-0.0138	-0.05	-0.06
-1	0.7833	2.16 **	2.62 **
0	0.6069	1.72 *	2.08 **
1	1.6749	3.01 ***	3.65 ***
2	1.6820	3.14 ***	3.81 ***
3	1.6924	2.94 ***	3.56 ***

資料來源：台灣經濟新報 (TEJ)。

註：\*\*\*、\*\*及\*分別表示達 1%、5% 及 10% 的顯著水準。