

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

公司治理與資訊透明度對經營績效之影響

-以台灣金融保險業為例

THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND DISCLOSURE
LEVEL ON COMPANY PERFORMANCE - THE CASE OF TAIWAN'S
FINANCE AND INSURANCE INDUSTRY

指導教授：賴丞坡博士

ADVISOR: CHENG-PO LAI, Ph.D.

研究生：戴貴美

GRADUATE STUDENT: KUEI-MEI TAI

中華民國 101 年 6 月

南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

公司治理與資訊透明度對經營績效之影響

-以台灣金融保險業為例

The effects of corporate governance and disclosure level
on company performance the case of Taiwan's Finance
and Insurance Industry

研究生：戴 貴 美

經考試合格特此證明

口試委員：

賴 丞 坡

游 清 芳

張 瑞 真

指導教授：賴 丞 坡

系主任(所長)：賴 丞 坡

口試日期：中華民國 101 年 5 月 28 日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部份並未使用在申請其他學位論文之用。

謝 辭

我年紀將盡六十歲的人，也加入在職研究所進修行列，讓我在這段期間感受到讀書也是一種快樂。

首先要感謝所有曾經支持和鼓勵我的人，還有最敬愛的所有師長們，在此以最真誠的心，向您們說「感恩」，每當上課的時候，您們總是以優質的態度來教導與指導，讓我在學習過程中，無障礙的感覺完成了，此刻內心的溫暖和感受是無法言喻的，一點一滴將放在腦海中。

最後，謹以這份論文及喜悅，獻給我的師長、家人、同窗好友們，與您們一同分享。

戴貴美 謹致於

南華大學財務管理研究所

中華民國 101 年 6 月

南華大學財務管理研究所一百學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：公司治理與資訊透明度對經營績效之影響-以台灣
金融保險業為例

研究生：戴 貴 美 指 導 教 授：賴 丞 坡 博 士

論文摘要內容：

本文以2003年至2010年台灣證券交易所之上市、上櫃公司之金融保險及證券568家為研究對象，探討公司治理與資訊透明度對經營績效之影響。在經營績效衡量方面，本文採用每股盈餘、股東權益報酬率、資產報酬率為績效指標，並使用自變數包括經理人持股比率、董監事持股比率、董事會規模、獨立董監事席次比率及有無參加資訊揭露系統等，作為衡量公司治理之代理變數，使用複迴歸分析以驗證公司治理與資訊透明度是否對經營績效之影響。實證結果發現股權結構之經理人持股比率、董監事持股比率及有無參加資訊揭露系統對經營績效呈顯著正向關係，顯示金融監理機關除應繼續積極推動金融保險業公司治理機制外，更需要業者加入資訊揭露評鑑系統，以健全經營體質，進而提昇經營績效保障股東最大利益。

關鍵詞： 公司治理、資訊透明度、經營績效

Title of Thesis: The effects of corporate governance and disclosure level on company performance the case of Taiwan's Finance and Insurance Industry

Name of Institute: Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date: July, 2012

Degree Conferred: M.B.A

Name of student: Kuei-Mei Tai

Advisor: CHENG-PO LAI, Ph.D.

Abstract

Using the data of financial companies listed in Taiwan Stock Exchange Corporation, we investigate the effects of corporate governance and disclosure level on business performance for the period of 2003 to 2010. A multiple regression is performed on the data. The dependent variables are earnings per share, return on equity, and return on assets. The independent variables are the percentage of shares owned by manager, the percentage of shares owned by directors, board size, the ratio of independent directors, as well as information transparency. The results indicate that the percentage of shares owned by manager, the percentage of shares owned by directors, and information transparency are positively associated with firm performance. It is implied that continued strengthening of corporate governance mechanism is needed for these finance and insurance industry. Furthermore, these companies should join the Information Disclosure and Evaluation System to protect shareholders interest.

Keywords: corporate governance, transparency of information, business performance

目 錄

論文口試委員審查書	I
版權宣告	II
謝辭	III
中文摘要	IV
英文摘要	V
目錄	VI
表目錄	VII
圖目錄	VIII
第一章 緒 論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究動機	5
第三節 研究目的	6
第四節 研究架構	7
第二章 文獻探討	8
第一節 經營績效	8
第二節 股權結構	8
第三節 董事會特性	10
第四節 資訊揭露	12
第五節 文獻探討小結	13
第三章 研究設計	14
第一節 資料範圍及來源	14
第二節 研究流程	16
第三節 資料檢定	21
第四節 實證模型建立	22
第四章 實證結果與分析	25
第一節 資料基本分析與恆定性檢定	25
第二節 實證模型分析	29
第五章 結論與建議	41
第一節 結論	41
第二節 後續研究建議	42
參考文獻	43

表目錄

表 3-1	上市櫃金融保險業家數與統計表	15
表 3-2	研究樣本之有無參加資訊揭露評鑑系統年度與產業分佈表	15
表 4-1	實證變數之敘述性統計值	26
表 4-2	實證變數之相關係數矩陣表	26
表 4-3	經營績效模型	27
表 4-4	經營績效型	28
表 4-5	經營績效模型	29

圖目錄

圖 1-1 研究架構圖

7

第一章 緒論

第一節 研究背景

1. 前言

2009年10月我國推動十大重點服務業已將金融服務業納入其中，列為優先發展重點；加上兩岸2010年6月底簽署Economic Cooperation Framework Agreement於9月12日生效後，提供金融業西進中國大陸等機會，金融業可能趁勢掌握優勢，開展新格局。隨著經濟發展，金融保險業占國內生產總值比重，呈小幅穩定成長局面，1997至2001年間曾達8%以上，之後往下，2009年為6.35%。金融保險業一般被認為是知識密集形服務業，能創造較高的附加價值，若能引導國內金融服務業持續發展知識密集專業服務能力，對經濟發展具相當助益。

金融保險業是我國最重要產業之一，對我國每年經濟成長具有顯著貢獻。根據行政院主計處「國民所得」統計，我國服務業產值約占台灣2008年國內生產總值的69.16%；其中金融及其輔助產業占6.56%、保險業占2.63%、證券期貨及其他金融業為0.84%，合計我國2008年金融服務業名目生產毛額占國內生產總值比重為10.03%。另外，根據行政院主計處「薪資及生產力統計時間數列資料查詢」系統分析，2010年3月底金融及保險業雇用人數為351,875人，其中銀行業雇用人數最多，已達135,751人；人身保險雇用數次之，達117,096人；證券期貨及其他金融業雇用人數排第三，共計達49,872人，而財產保險業雇用人數最少，僅達13,519人。整體而言，金融及保險業就業人數約占我國整體就業人數達10,384,000人的3.39%。

我國金融市場受全球金融海嘯影響，歷經2008年下半年震盪後，2009年因我國政府多項經濟與金融穩定政策逐漸奏效，且國際金融局勢日趨穩定，我國金融市場亦恢復穩定。金融市場好轉，以股票市場最具代表性；由於金融機構獲利亦大幅回升，資

產品質良好，除少數本國銀行及壽險公司外，資本適足率均達到適足，且維持穩定。另外，2009年11月16日兩岸以換文的方式簽署金融監理合作備忘錄(MOU)，並於2010年1月16日正式生效，為兩岸金融交流開啟新的里程。

2. 台灣金融保險業介紹如下：

(1) . 銀行業

2010年6月底止，本國銀行計37家，較2001年底高峰53家，減少16家。本國銀行分支機構2010年6月底計3,317家，較2001年底3,005家增加312家（平均每年約增加37家），每營業據點平均放款餘額自2001年底的72.26億元，2010年6月底減少至52.89億元；2001年每營業據點平均營業收入與稅前盈餘分別為4.26億元與0.19億元，2009年則分別為3.7億元與0.26億元；國內利差縮小影響獲利，銀行海外分行（2009年底計88家）及國際金融業務分行（Offshore Banking Unit, OBU）業務獲利比重增加，2009年1-11月海外分行獲利為35.3億元，占全體獲利比重的4.6%，OBU獲利293億元，比重38.8%。未來兩岸市場擴大，開始承做人民幣業務後，對於銀行獲利有更大的挹注。

回顧近10年本國銀行整體經營績效，2002年及2006年分別因大幅打消呆帳及雙卡風暴影響，績效為負；2007年以後，獲利能力逐漸回升，2010年6月底本國銀行資產報酬率(return on assets, ROA)與股東權益報酬率(return on equity, ROE)分別達0.29%與4.55%。若觀察近5年平均ROA與ROE為0.17%與2.66%，則低2001至2005年平均0.19%與3.06%，顯示銀行業獲利能力，尚未因政府推動金融改革或推動整併而有所提升，也表示推動金融服務業發展應更為積極進行，以加速效益的浮現。國內研究亦指出，目前在金控組織下的銀行，經營效率為顯著的負相關；另外針對國內銀行經營效率之研究指出，有效率的銀行計有8家，無效率的銀行共有32家，顯示無效率銀行相對多數，且在現有的產出下，存在資源使用過多的現象。銀行經營效率未見提升的情形，值得關注。

(2). 證券業

證券商營運受到股市表現之影響，大體而言，除2008年金融海嘯影響虧損外，其餘均維持一定水準的報酬率。但整體證券業資產總額及淨值則有減少，主要因電子商務市場普及券商競爭越趨激烈，致部分券商仍面臨虧損。以2010年7月底為例，隨股市上揚，85家券商獲利家數增加至74家，虧損仍有11家。若觀察整體證券業獲利能力，2006至2010年平均獲利ROA與ROE，均較2001至2005年平均值為高。

部分券商進行購併擴大市場，如：群益證購併金鼎證、台證併入凱基證券等，惟目前僅元大證券市占率超過10%，其次9家券商市占率大致在3至4%間，其餘多數券商之市占率更低，均無法享受規模經濟的好處。國內研究顯示券商規模大小對購併績效有顯著差異，且大規模券商在獲利能力顯著高於小規模券商。亦有實證結果指出，國內券商呈現遞增規模報酬，顯示生產規模有繼續擴大之必要，以降低長期平均成本，達到規模經濟效益。政府或可提供購併誘因，引發購併風潮，促其思考提升經營體質之路。

以交易對象區分，近十年來自來人比重逐年下降，從2001年的84%，2010年6月降至67%，法人約占3成5，交易對象的結構穩定改善中。以往外資須取得外國合格投資機構資格，始得投資國內股市，我國於2003年取消相關限制後，外資持續匯入股市，累計匯入淨額自2002年年底的430億美元、外資持有股票占市值比重15%，至2010年年底已達1,658億美元及31%。在亞洲地區，台灣證券市場成交金額，次於東京、香港與韓國；交易值占GDP比重，次於香港與新加坡；在成交值週轉率（總成交值/市值）方面，次於韓國。大體而言，以我國經濟規模來看，股市算相當活絡，香港、新加坡已是國際金融中心，香港又有中國大陸這塊臨近的廣大腹地加持，若我國股市規模擬進一步擴大，須借重台商回台上市或吸引策略性上市公司，或成為國際金融中心，才能吸引外國公司來台上市。此時，政府宜從服務觀點來思考，企業選擇在台灣上市的

利基為何，國內究竟可提供那些額外的金融服務。

(3) . 保險業

就保險業整體家數來看，近年大致維持穩定狀況。金融海嘯後，部分業者淨值惡化，因而加速保險業合併（如保誠人壽業務移入中國人壽、富邦買下安泰人壽等），或由政府接管清理（如國華人壽、華山產險），部分保險業市占率集中度提高，大型業者競爭力持續提升，市占率超過10%者有：國泰人壽22%、富邦（併安泰後）12%、南山與新光人壽大致在9~11%間。過半業者市占率偏低，仍面臨市場競爭問題，其中，部分業者淨值為負（2009年底計有國華人壽、國寶人壽、興農人壽與幸福人壽4家），主要因金融海嘯投資虧損所致，財務狀況亟待提升。此外，國內利率低，保險業投資報酬率遠低於先前發行的保單預定利率，致保險業利差損問題越形嚴重，加上金管會規定保險業於2011年採行新的會計準則，保險業須提列更多準備金，將使保險業財務問題雪上加霜。

保險業資產總額占全體金融機構比重方面，持續增加，從2002年13.09%，2009年提高為23.53%。國內保險發展全球排名方面，2009年國內保險發展之全球排名均維持上年水準：平均每人保費支出（保險密度）排名第18名，亞洲次於日本與香港；保費收入對GDP之比率（保險滲透度）居全球第1，顯示國內保險市場的拓展已邁向成熟階段。

受金融海嘯波及，國內壽險業面臨鉅額虧損、淨值大幅縮水情況，在景氣回穩，利率回升下，財務面與業務面將可望改善，部分業者積極投資不動產，並趁勢處分不動產以增加收益。

第二節 研究動機

公司治理機制乃是建立對公司管理及監督的機制，目標是為健全公司的經營及追求公司最大利益。如何落實公司治理來增強公司本身的體制，進而提升公司未來的競爭力，令人關注。Demsetz及Villalonga（2001）主張所有權結構與公司經營績效確實具有相關性，發現公司內部持有股票者與股票市場對於公司經營績效的預期可能存在差異，使得管理人員具有誘因將隨著對未來績效預期來改變手中所持有公司的股權，所有權結構與公司經營績效確實具有相關性。Jensen及Meckling（1976）提出「利益收斂假說」（convergence-of-interest hypothesis），即當管理者持股比例愈高時，企業若有損失時亦會損及自身的利益，因而有較大的誘因增進公司的經營績效。Oswald及Jahera（1991）、Hudson、Jahera及Lloyd（1992）、Vance（1995）、Yermack（1996）、葉銀華及邱顯比（1996）均認為內部人持股比例與公司經營績效呈正相關。然而Jensen及Ruback（1983）則提出「利益衝突假說」（conflict of interest hypothesis），認為當管理經營者所持有之股權比例愈高時，因有足夠投票權或其工作保障性愈高，而產生怠職的情形，也或許會產生一些反接管行（anti-takeover behavior），最終導致經營績效變差。Fan及Wong（2002）、劉靜容（2002）則發現上市公司之內部人持股比例與公司經營績效為負相關，符合「利益衝突假說」。

柯承恩（2002）認為公司治理的基本精神在於資訊必須可靠、及時、透明。葉銀華（2002）指示所謂資訊揭露與透明度係指，公司治理架構應確保及時與真實地揭露所有公司重大的訊息，包括股權結構、董事會獨立性與決策制定過程、財務報表品質以及投資者知情權的重視。Healy and Palepu（2001）認為解決控制股東與外部股東之間的資訊不對稱與代理問題最主要的方法之一即為增加資訊揭露。透過公開揭露的方式，握有資訊的管理當局（控制股東）可以將私有資訊充分傳遞予外部股東與資本市場潛在的投資人。經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Co-operation and

Development，簡稱OECD）特別提出：「公司治理架構應能確保有關公司財務狀況與營運結果、目標、績效、關係人交易、所有權與投票權、公司治理結構與政策、與風險管理政策等資訊能正確地揭露及透明化」（OECD,1999）。我國證管機關也積極致力於資訊揭露相關法規的修訂，藉以要求公司管理當局充分揭露對外部股東攸關的資訊，提高資本市場運作的效率性。

目前學術界探討資訊透明度之重點，是在討論企業提高資訊透明度將可獲得來自資本市場的利益，增加流動性與降低企業資金成本；但探討資訊透明度是否影響經營績效則此為本文研究動機之一，公司治理與資訊透明度是否影響經營績效，此為本文研究動機之二。

第三節 研究目的

公司治理結構對經營績效某種程度的關聯性，而且在目前複雜的經濟環境下與國內實務上的發現（如地雷股事件），顯示公司治理結構似乎是凌駕其他公司特性變數（例如公司規模、負債比率），成為重要之議題。企業資訊透明化是提升公司治理的重要源頭，證交所最近委託證基會對國內上市櫃公司進行資訊揭露的評鑑，希望藉由企業自行揭露更多資訊，引進社會大眾的監督力量，來提升公司治理的效能。

本文參酌江向才、何里仁（2003）以總資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘為經營績效代理變數，探討公司治理與資訊透明度對經營績效之影響，以作為主管當局、公司管理當局、投資人與利害關係人之參考。

研究之目的是在探討台灣金融保險業-公司治理與資訊透明度對經營績效之影響，其中公司治理變數-包含股權結構與董事會特性，研究目的如下：

1. 公司治理變數對金融保險業經營績效之影響。
2. 資訊揭露對金融保險業經營績效之影響。

第四節 論文架構

本論文共分為五章；第一章為緒論，說明研究背景、研究動機、研究目的以及論文架構。第二章為文獻探討，探討公司治理與資訊透明度對經營績效之影響。第三章為研究設計，透過樣本選取建立研究假說並使用迴歸分析來驗證假說。第四章實證結果與分析，將驗證研究假說之結果以圖表陳列加以敘述說明。第五章為結論，說明本研究主題對探討台灣金融保險業公司治理與資訊透明度對經營績效之影響，以及未來研究方向與建議。

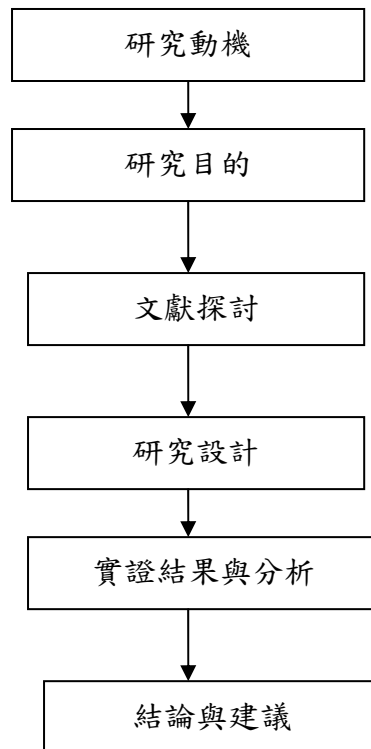


圖 1-1. 研究架構圖

第二章 文獻探討

第一節 經營績效

楊善富（2000）、張家智（2001）、與鄭美麗（2002）等研究，採用會計績效衡量的指標，例如總資產報酬率、每股盈餘、與淨值報酬率等作為企業經營效率的衡量指標。

在相對於原始的投入成本之下正常而言每股盈餘（EPS）愈高代表公司的獲利愈高，EPS通常是用來比較公司每年度的獲利趨勢，所以EPS常被用來評估股東投資的風險和代表公司獲利的能力。丁秀儀（2008）實證結果指出在控制股東董事會席次對每股盈餘是有正面的影響的，控制股東在董事會中所占的席次愈多、愈能提升績效。

股東權益報酬率（ROE）則是指該年度股東權益的成長速度，由此可看出公司經營層目標是否與股東目標一致的一種比例法，也可顯示出公司如不仰賴舉債也能促使其成長的能力，可顯示股東投資該企業的獲利能力，淨值獲利能力愈高，表示經營的能力愈強。李建然、羅元銘（2002）認為以股東權益報酬率做為衡量股東投資的獲利指標，利用股東權益報酬率作為績效指標，實證結果得知董監事持股比例與公司上市後績效的衰退有著正向的關係，這說明代理問題也能解釋公司績效衰退的情況。

資產報酬率（ROA）是在衡量公司的資產是否有完全利用到，不管公司的資產是股東的投資還是舉債所產生，公司運用資產從事生產活動，所獲取之報酬都會在淨利之上表現出來，所以資產報酬率成為衡量公司營運之資產報酬的效率狀況。在杜玉振、黃荃與林容竹（2002）與陳建勝、陳美菁與林明宏（2004）採用資產報酬率的文獻中說明，可用此變數來顯示公司資產的獲利能力。

第二節 股權結構

股權結構首要考慮到公司股權離散的問題，觀看公司股權的集中或離散且集中於

誰的手中，可用來探討當經理人或大股東持有公司相對多數股權時，公司治理的結果會不會相對的不同且對經營績效會如何影響，陳一如（2006）研究結論指出在台灣集中市場中，分析師為外部監督之角色而專業經理人則擔任內部管理，雙方能有效的影響該公司的公司價值，而在台灣這種成熟的運作機制中，可以增加在國際上的競爭能力與有助於上市公司的公司治理。公司的管理面結構中有著長期以來說法不一的代理問題，代表著代理人的總經理和擁有股權的主理人（股東），有一派說法贊成代理人持股比例應該傾向偏高才會對主理人有利，Jensen（1993）提出利益結合假（Convergence of Interest Hypothesis）指出當管理者的持股比例愈高時，愈能提升公司的經營績效，他認為透過管理者持股可結合管理者與股東之利益。在廖鎮孫與蘇鵬翰（2004）在代理問題與壽險公司經營績效之實證研究指出，當代理者與主理人的利益愈一致時，經理人的代理成本也愈低，所以要公司的經營績效愈高則經理人的持股比例應該要愈高。但反對經理人持股比例過高的學者Morck et al（1988）所提出的鞏固職權假說（entrenchment effect）中所指出，公司經理人如果持股比例達到一定高的水準時，則會因本身相對穩定的職位而特權消費，使怠惰之現象更為嚴重反而讓公司價值的降低。

經理人持股比例不止與公司的經營績效息息相關也牽連到經理人在公司的價值，Baker and Mueller（2002）提到，將CEO的自身利益與股東結合為一為解決代理問題的在大股東持股方面，Shleifer & Vishny（1997）提出當大股東取得完全幾近控制權時，會利用其公司獲取私利，並且不與小股東分享。Agrawal and Knoeber（1996）指出大股東持股比例與金融機構持股比例對公司之經營績效是沒有顯著的關聯性。但另一派的學者 Shome and Singh（1995）及 Allen and Phillips（2000）指出大股東持股比例與財務績效有正面的相關，因為大股東有監督管理階層的誘因，在相較於持股比例較低的散戶中有能力承擔監督管理階層的費用支出與成本。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠（2002）指出當公司控制股東的成員擔任董事或監察人席次比率愈多，愈有能力去影響公司的決策方向，也可藉由關係人交易的途徑去侵佔小股東財富，且將會導致公司價值的滑落。

第三節 董事會特性

董事會為企業內部核心的治理機制，而董事會功能的健全與否時影響著股東未來是否能獲得投資的合理報酬。董事會的職權，中外呈現相當大的差異性。在美國，公司的指揮權與監督權皆在董事會，而由執行長與高階管理當局直接負責公司的管理，董事會則負責核准、監督公司經營策略與目標。為了執行董事會的指揮權，一般大型公司設有執行委員會、財務委員會與公共關係委員會。為了強化董事會的監督權，則設有審計委員會、薪酬委員會與提名委員會。另外，這些委員會的組成，原則上必須全部或一半由獨立董事擔任，且由獨立董事擔任主席；在我國，股份有限公司設有董事會、監察人及股東會等三個單位，其公司治理內部機制係以董事會為業務執行單位，而由監察人監督董事會業務執行與公司會計之審計，股東會為最高意思單位，可藉由股東代位訴訟、團體訴訟、歸入權等制度的行使運作，同時監控董事會及監察人二個機關。

Zahra and Pearce (1989) 指出，董事會在組織中扮演著服務、策略及控制三種角色，而董事會是否能有效地扮演上述角色將視其組成而定。當公司的績效不佳，抑或面臨各團體利益衝突的議題時，董事會便常透過擴大或縮減董事會規模及增加外部（獨立）董事席次的方式以提昇董事會的功能。過去的研究者在探討董事會規模對於企業績效的影響時，支持擴大董事會規模將有助於提昇企業績效，他們認為當董事會規模愈大時，董事有多樣的背景、技術及對經營決策的看法，以致於決策品質較佳，而Bacon (1973) 認為有助於提昇企業的績效。此外Zahra and Pearce (1989) 認為董事會規模愈大時，董事會的利益範圍較廣，經理人較難支配其監督與評估的立場，在中立的立場下決定經理人的去留，可避免雙方私相授受，進而提高企業的經營績效。Kiel and Nicholson(2003)的研究發現，董事會規模愈大時，公司的價值會較高。

另一方面，董事會規模也會影響企業的財務報導。例如，許崇源等人 (2005) 認

為董事規模愈大時，董事會成員能公正制定公司的經營決策，不受控制股東所影響，以致於公司的財務資訊品質高，即財務報告透明度會提升。林佳靜（2004）的研究發現，董事會規模愈大時，盈餘操縱的程度愈低。黃寶璋（2004）的研究則支持董事會規模愈大時，公司的資訊揭露水準會提升。

Yermack（1996）認為大規模的董事會較小規模的董事會沒有效率，Lipton 及 Lorsch（1992）、Eisenberg、Sundgren與H e Wells（1998）、Hermalin及Weisbach（2003）、何里仁（2003）、張雅琳（2004）、Andres、Azofra及Lopez（2005）皆發現董事會規模愈小則公司經營績效愈好。相對的，Mak及Li（2001）、Kula（2005）則認為董事會人數對公司經營績效的影響並不顯著。

Bacon（1973）說明指出董事會規模與公司績效是呈現正相關的，他認為當董事會人數較多時其產業的背景、寬廣的教育程度和每個人的技術不同，能對公司的經營決策提出較為多元的建議與看法。丁秀儀（2008）實證指出董事會席次的提高對於績效的提升是有幫助的，而持反對意見的學者Jensen（1993）也指出，當董事會規模一直增加時，其效率會因為整合及解決問題的成員間意見相左而變得較差。李馨蘋、莊宗憲（2007）在實證中說明董事會規模與公司的經營績效是有正面影響的，但如果機構法人持股比例相對下降時，內部人持股比例與經營績效便不具有相互影響效果，說明內部人持股比例與公司經營績效不是線性相關的。

獨立董事與監察人制度的主要目的是用以監督和制約控制股東的任意行為，保護中小股東的權益。林玉振、黃荃與林容竹（2002）認為由於獨立董事與監察人的地位較為獨立，獨立董事能客觀公正地監督管理當局的決策，獨立監察人能落實監督董事的職。因此，在證券交易所與櫃檯買賣中心的上市上櫃企業公司治理實務守則（2002）指示當董事會中加入獨立董事將有助於提升董事會的運作效率、決策能力及確保公司遵行法令的規範，進而提升企業的績效與價值，而加入獨立監察人將能提升監察人監督董事會業務的執行的效能。

Fama and Jensen (1983) 在「代理理論」認為董事會中加入獨立董事，將可監督與控制管理當局的机会主義行為，降低代理成本。Schellenger, Wood及Tashakori (1989) 與Prevost, Rao and Hossain (2002) 的研究顯示，獨立董事的比率與公司的績效有正向關係。呂春綢與羅肇偉 (2004) 的研究發現外部獨立董監事，具有優於內部董監事的超然監督功能，有助於提升企業的績效。同時，廖秀梅 (2004) 於研究也證實外部或在獨立董監事的設立，確實能提升公司績效，尤其是非常需要具有管理經驗或法律背景專業知識之外部(或獨立)董監事監督董事會之運作。

Beasley (1996) 的研究結果顯示增加外部獨立董事，能降低財務報表舞弊，提高會計資訊的可靠性。此外Hoand Wong (2001) 的研究結果顯示，為了能有更多的公司資訊以強化獨立董事監督管理當局的能力，及使外部股東能獲知更多關於公司的攸關資訊，獨立董監事會力促管理當局揭露更多的公司資訊，以提高公司的資訊透明度。Forker (1992) 的研究中發現顯示，獨立董事比率愈大時，會改善公司管理當局遵行管制單位對於年報揭露之規範(強制性揭露)，提高揭露的品質，並降低管理當局隱匿公司資訊的可能性。李亭誼 (2003) 的研究結果顯示，董事身份是否會影響董監經理人相關資訊揭露程度時，則支持獨立董監事之監督有助於提昇企業資訊揭露的程度。許崇源、陳瑞斌、林政衛與翁慈青 (2005) 在探討企業的公司治理架構與財務報告透明度之間的關係時，也獲得加入獨立董事有助於提升財務報告透明度的結論。

第四節 資訊揭露

有關企業資訊透明度的揭露，目前在國外已有許多專業的評等機構，例如美國財務分析師聯盟 (Financial Analysts Federation FAF) (Financial Analysts Federation, FAF)、Price Waterhouse Coopers (PWC)、標準普爾 (S&P) 等，提出企業的資訊透明度的衡量指標。

FAF每年針對受評公司，在該公司各會計年度於資訊揭露所做的努力，給予總體

性的評估。上述揭露資訊的來源包括年報、季報、報章雜誌、與分析師的直接會談及對分析師的回應等。

FAF所提供之揭露指數，亦成Welker(1995)、Lang and Lundholm(1996)、Sengupta(1998)及Healy and Wahlen(1999)等衡量企業揭露企業資訊透明度水準的依據。Dhaliwal及Reynolds(1994)即發現當企業之債信評等(Bond Rating)愈佳時，會計盈餘與股票報酬之關聯性就愈高，此顯示債信評等可提高財務資訊的可靠性。Sengupta(1998)隨後也證實財務資訊的揭露品質與債信評等呈正比。Bhojraj Sengupta(2003)並進一步清楚指出當公司治理機制愈完善時，債信評等也愈好。本研究依據第一屆至第八屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果資料，以區分有無參加資訊揭露評鑑系統作為資訊透明度資料來源依據。

第五節 文獻探討小結

本文以EPS、ROE與ROA為依變數，EPS通常是用來比較公司每年度的獲利趨勢，所以EPS常被用來評估股東投資的風險和代表公司獲利的能力，而ROE做為衡量股東投資的獲利指標，可顯示股東投資該企業的獲利能力，淨值獲利能力愈高，表示經營的能力愈強。ROA則為衡量公司營運之資產報酬的效率狀況，可用此變數來顯示公司資產的獲利能力。本文使用股權結構、董事會特性及資訊揭露等驗證公司治理與資訊透明度是否對經營績效之影響。

第三章 研究設計

本研究試圖從公司治理與資訊透明度的觀點，以台灣金融保險業為例，探討透過公司治理與有無參加資訊揭露系統，對經營績效之影響。

第一節 資料範圍與來源

1. 本研究相關資料的蒐集範圍及篩選標準，以台灣證券交易所之上市、上櫃公司之金融銀行業、保險業、證券業、金控業、票券業為研究對象，由於配合第一屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果，至第八屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果之資料，作為資訊透明度資料來源為依據，故研究時間為2003至2010年共計八年。
2. 本研究資料來源為2003至2010年之國內各上市、上櫃公司之銀行業計192家、保險業計96家、證券業計144家、金控業計112家與票券業計24家，合計568家，已扣除資料不齊全部分計55家，該原始資料為合計623家(如表3-1)；其每股盈餘(EPS)、股東權益報酬率(ROE)、資產報酬率(ROA)、經理人持股比率(MGT)、董監事持股比率(CEO_OWN)、董事會規模(BOARDS)、獨立董監事席次比率(IDS)、負債比例(LEV)、公司規模(SIZE)，資料來源取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)。
3. 本研究資訊透明度資料來源，則以第一屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果，至第八屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果之資料為依據，以台灣金融保險業之銀行業、保險業、證券業、金控業與票券業，再區分有無參加資訊揭露系統，即分別以台灣證券交易所之上市、上櫃公司之銀行業、保險業、證券業、金控業與票券業，自2003年至2010年上市櫃公司之資訊揭露評鑑系統評鑑結果資料，以區分有無參加資訊揭露評鑑系統(YON)作為資訊透明度資料來源依據，本研究樣本有參加資訊揭露系統之銀行業計63家，保險業計38家、證券業計58家、金控業計94家與票券業計7家合計260家(如表3-2)，上述有參加資訊揭露評鑑系統評鑑者，已扣除不列入受評對象及不列入評鑑者；無參加資訊揭露系統之銀行業計129家，保險業計58家、證券業計86家、金控業計18家與票券業計17家合計308家(如表3-2)。

表3-1上市櫃金融保險業家數與統計表

年度	家數
2003	82
2004	81
2005	80
2006	80
2007	79
2008	75
2009	73
2010	73
合計	623

資料來源:台灣經濟新報資料庫(TEJ),本研究自行整理

表3-2研究樣本之有無參加資訊揭露評鑑系統年度與產業分佈表

YON IND	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	合計	比例(%)	
有參加資訊揭露評鑑系統	銀行業	2	4	10	11	10	8	9	9	63	24.23
	保險業	1	1	6	6	6	6	7	5	38	14.61
	證券業	5	2	7	8	10	6	10	10	58	22.30
	金控業	6	9	12	13	14	13	1	14	94	36.15
	票券業	0	1	1	1	1	1	1	1	7	2.71
	合計	14	17	36	39	40	34	40	39	260	100.00
無參加資訊揭露評鑑系統	銀行業	22	20	14	13	14	16	15	15	129	41.88
	保險業	11	11	6	6	6	6	5	7	58	18.83
	證券業	13	16	11	10	8	12	8	8	86	27.93
	金控業	8	5	2	1	1	1	1	0	18	5.84
	票券業	3	2	2	2	2	2	2	2	17	5.52
	合計	57	54	36	32	31	37	30	32	308	100.00

資料來源:本研究整理

第二節 研究流程

(一) 應變數—績效指標

1. 每股盈餘 (Earnings Per Share, EPS) :

每股盈餘可以說是公司獲利能力的成果。假如當每股盈餘越高時，該公司每單位資本額的獲利能力也就相對越高，即該公司可以用較少的資源來創造較高的獲利。本研究計算方式如下：

$$\text{每股盈餘} = \frac{\text{(稅後淨利-特別股股利)}}{\text{普通股股本}}$$

2. 股東權益報酬率 (Return on equity, ROE) :

股東權益報酬率常用在衡量公司每一元淨值所能產生之稅後淨利，也就是其淨值報酬率，故可以反映著該公司是否能夠為股東帶來收益，亦代表著該管理當局之經營績效。在同時期與相同類型的台灣金融保險業相互比較下，若股東權益報酬率愈低，即表示公司的獲利能力相對較差。此股東權益報酬率與資產報酬率最大的不同在於，其只在乎運用自有資本的獲利能力，並未加入銀行舉債的部分。本研究計算方式如下：

$$\text{股東權益報酬率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均普通股權益}}$$

3. 資產報酬率 (Return on assets, ROA) :

資產報酬率是常用於衡量公司每一元資產所能產生之稅後淨利，由於可以反映著該公司是否能有效的運用資產以產生其收益性，因此也常為公司重要的獲利性指標。資產報酬率也被用來比較台灣金融保險業同一銀行間，其公司獲利能力與公司運用總資產，在此也能為股東創造利潤能力的強弱區別，由於公司運用財務槓桿的程度高低不同，對於經營風險相對有一定的影響程度，因此須再以股東權益報酬率作為輔助。本研究計算方式如下：

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{稅後淨利} + \text{利息費用} \times (1 - \text{所得稅率})}{\text{平均總資產}}$$

(二)自變數—公司治理變數

公司治理為近年來管理學界與實務界最熱門的議題之一。根據經濟合作暨發展組織之定義：「公司治理」是指規範企業、管理階層、董監事會、股東與其他利害關係人間關係的架構，並可透過公司治理機制訂定公司的策略目標，且落實該目標的達成與營運績效的監測。柯承恩（2000）也指出：「公司治理」是指在符合法律與契約的規範中，公司如何建立機制使公司價值最大化，也表示公司的決策機構—董事會必須平衡股東與各種利害關係人的利益，以創造公司的長期利益。

1 股權結構

(1) . 經理人持股比率 (MGT) :

為公司高階主管持股數佔公司流通在外股數的比例，即經理人持股比率(MGT)，經理人持股比例不止與公司的經營績效息息相關也牽連到經理人在公司的價值，Baker and Mueller (2002) 提到，將CEO的自身利益與股東結合為一為解決代理問題的最佳辦法，也就是說當CEO的持股比例愈高，則愈能將股東財富極大化視為理所當然的一件事，更名為股東謀取應有的福利。而為何經理人的持股比例影響著公司的經營績效也涉及了該經理人在公司的去留？在黃旭輝、王育偉 (2007) 實證指出公司的經營績效對經理人的異動有顯著負的影響，可看出績效愈差的經理人，異動的可能性愈大，Denis, Denis and Sarin (1997) 發現經理人如果本身的持股愈高，被更換的機率會降低，即當經理人持股比例較高時，較不容易有被撤換的事件發生。研究變數定義如下：

$$\text{經理人持股比率} = \frac{\text{公司高階主管持股數}}{\text{公司流通在外股數}}$$

本研究則以2003至2010年公佈資料為基礎之經理人持股比率（MGT），再修正為小數點數值，而形成本文之公司治理評等指標，來探討其與經營績效之影響的關聯性。

（2）董監事持股比率（CEO_OWNS）：

根據Jensen & Meckling（1976）提出「利益收斂假說（Convergence of Interest Hypothesis）」認為董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化。

當公司董監事成員的總持股比率越高，其監督管理當局行為的意願也會越高，所以在作有關台灣金融保險業公司治理與經營績效關係之研究時，也應將董監事持股比率納入研究。研究變數定義如下：

$$\text{董監事持股比率} = \frac{\text{董監事持股總數}}{\text{公司流通在外普通股股數}}$$

本研究則以2003至2010年公佈資料為基礎之董監事持股比率，再修正為小數點數值，而形成本文之公司治理評等指標，來探討其與經營績效之影響的關聯性。

2 董事會特性

（1）. 董事會規模（BOARDS）：

Yermack（1996）、Eisenberg et al（1998）、Kiel及Nicholson（2003）認為董事會規模會影響公司經營績效，Hermalin及Weisbach（1991）也提出董事會規模與公司經營績效兩者間互為影響因素，且提出公司經營績效與公司股權結構的變動對董事會變動是一重要影響因素。

當董事會規模越大、人數越多，大股東越無法控制整個公司，也較能在決策制定與公司經營上產生監督制衡的效果，以提升公司經營績效。所以在作有關台灣金融業保險業公司治理與經營績效關係之研究時，也應將董事會規模納入研究，其計算方式如下：

董事會規模＝董事會之總人數

本研究使用2003至2010年公佈資料為基礎之董事會規模，探討與經營績效之影響的關聯性。

(2). 獨立董監事席次比率 (IDS) :

廖秀梅等(2006)研究結果發現不論家族企業或非家族企業，獨立董監事的設立均能提升公司績效。許崇源與朱全斌(2006)的研究發現，認為獨立董事能發揮增強管理效能，提昇企業經營效率，故當獨立董監事比率愈高，企業價值亦愈高。獨立董監事席次比率為獨立董事與獨立監察人數之總和佔全體董事與監察人總人數之比率，其計算方式如下：

$$\text{獨立董監事席次比率} = \frac{\text{獨立董事人數} + \text{獨立監察人數}}{\text{全體董事總人數} + \text{全體監察人總人數}}$$

本研究使用2003至2010年公佈資料為基礎之獨立董監事席次比率，探討與經營績效之影響的關聯性。

3 控制變數

(1). 負債比率 (LEV) :

為公司年底總負債帳面值除以總資產帳面值。

Eng and Mak (2003) Ullen and Christopher (2002) 者對於資訊揭露方面之研究使用負債對總資產比率作為衡量。Ho and Wong(2002)、Neu et al.(1998)、Haniffa and Cooke (2002) 等學者則使用負債對淨值比率作為衡量。本研究使用2003至2010年公佈資料為基礎之負債比率，再修正為小數點數值，而形成本研究之公司治理控制變數，探討與經營績效之影響的關聯性。

(2). 公司規模 (SIZE) :

為公司年底總資產帳面值取對數LOG之後的值。

公司規模對於揭露水準的影響，主要理由如下：(1)由資訊揭露成本的角度而言，小公司蒐集與累積詳細資訊的成本相對較高，以致於小公司多不願作自願性揭露，而對於大公司，此項資訊蒐集的成本相對較具規模經濟，且也付得起此項成本。此外，Raffournier (1995) 的研究結果顯示，大公司為了管理當局內部報導的理由，也會蒐集較多資訊。(2)由資本市場融資的角度而言，適當的揭露可以提高投資人的信心，然而提高投資人的信心可以改善證券在市場的銷售能力，因此會使得透過證券市場的外部融資會更容易與更便宜。Singhvi and Desai (1971) 的研究認為由於大公司比小公司更需從資本市場發行證券取得資金，因此提高自願性揭露將有助於大公司更容易發行證券及取得融資，但小公司通常較不從證券市場中取得資金，故較無意願提高自願性揭露。本研究則以2003至2010年公佈資料為基礎，公司總資產帳面值取對數LOG值後的資料，來探討與對經營績效影響的關係。

4 資訊揭露系統虛擬變數 (YON)

依據資訊揭露評鑑系統說明，我國證券交易所及櫃檯買賣中心，自92年起委託證券基金會建置「資訊揭露評鑑系統」，每年辦理一次評鑑。受評對象原則以全體上市櫃公司為評鑑對象，但依評鑑作業要點規定不受評對象則排除。評鑑期間為每屆評鑑以一個完整會計年度資料，以每年1月1日至12月31日期間公司所發布之資訊為評分依據。本研究則以第一屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果，至第八屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果資料為依據，以區分台灣金融保險業之銀行業、保險業、證券業、金控業與票券業，有無參加資訊揭露系統，即分別以台灣證券交易所之上市、上櫃公司之金融保險業之銀行業、保險業、證券業、金控業與票券業，自2003年至2010年區分為有無參加資訊揭露評鑑系統作為資訊透明度資料來源依據。薛明玲與蔡朝 (2003)；張振山與包幸玉 (2004)；Mallin (2002) 皆認為提升資訊透明度可說是健全公司治理的源頭，也是良好公司治理下必然的結果。Glosten and Milgrom (1985) 當公司揭露越多資訊時，其和外部人士間資訊不對稱的情況將越低。Hirst and Hopkins

(1998) 1998; Maines and McDaniel (2000) 之文獻中也發現公司透明度的高低，會影響報表使用者發覺經理人進行盈餘操弄的機率。如Lobo and Zhou (2001); Hunton et al. (2004) 研究結果認為公司資訊揭露及透明度高時，會減少其進行盈餘管理所產生的效益，故會降低其盈餘管理的意願及動機。此外Hunton et al.(2004) 的研究指出當公司透明度不高時，經理人會認為盈餘操弄的行為較不會被查覺，進行盈餘管理會對公司股價有提升的效果，且較不會有損其誠實報導盈餘的聲譽。反之，當公司透明度較高時，由於進行盈餘管理較容易被查覺，進而影響公司股價及個人聲譽，故進行盈餘管理的意願會較低。這些結果顯示，當公司透明度高時，進行盈餘管理的動機及意願皆會降低。本研究則以2003至2010年公佈資料為基礎，區分有參加資訊揭露系統其值為1，及無參加資訊揭露系統其值為0，來探討與對經營績效影響的關係。

5 產業別虛擬變數 (IND)

Cooke (1991) 指出，在產業具領導地位的公司若揭露水準高，會迫使同產業其他公司提高揭露水準。Cooke (1991)、Meek et al (1995) 均發現不同產業的資訊揭露水準確實不同。Botosan (1997) 認為不同產業間具有不同的揭露型態。本研究使用虛擬變數衡量產業別，以台灣金融保險業設票券業計 24 家為參考項，以銀行業計 192 家、保險業計 96 家、證券業計 144 家、金控業計 112 家與票券業為比較項，本研究擬以銀行業其值為 X1，保險業其值為 X2，證券業其值為 X3，金控業其值為 X4，虛擬變數控制之。

第三節 資料檢定

本研究以台灣金融保險業之每股盈餘 (EPS)、資產報酬率 (ROA)、股東權益報酬率 (ROE) 為依變數，並探討公司治理與資訊透明度對經營績效之影響，其預期結果如下：

1. 股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率對經營績效可能存在顯著影響：

當2003年至2010年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率

兩者與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係時，即可顯示台灣金融保險業經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 P 值 ≤ 0.1 ， ≤ 0.05 或 ≤ 0.01 ，達顯著水準，對經營績效存在顯著影響。若 P 值大於 0.1 此時未達顯著水準，對經營績效不存在顯著影響。

當2003年至2010年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率兩者與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係時，即可顯示台灣金融保險業經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈差，且 P 值 ≤ 0.1 ， ≤ 0.05 或 ≤ 0.01 ，達顯著水準，對經營績效存在顯著影響。若 P 值大於 0.1 此時未達顯著水準，對經營績效不存在顯著影響。

2. 董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率對經營績效可能存在顯著影響：當2003年至2010年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係時，即可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈佳，且 P 值 ≤ 0.1 ， ≤ 0.05 或 ≤ 0.01 ，達顯著水準，對經營績效存在顯著影響。若 P 值大於 0.1 此時未達顯著水準，對經營績效不存在顯著影響。

當2003年至2010年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係時，即可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，且 P 值 ≤ 0.1 ， ≤ 0.05 或 ≤ 0.01 ，達顯著水準，對經營績效存在顯著影響。若 P 值大於 0.1 此時未達顯著水準，對經營績效不存在顯著影響。

3. 有無參加資訊揭露評鑑系統對經營績效可能存在顯著影響。

當台灣金融保險業有參加資訊揭露系統與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正關係時，且 P 值 ≤ 0.1 ， ≤ 0.05 或 ≤ 0.01 ，達顯著水準，對經營績效存在顯著影響。若 P 值大於 0.1 此時未達顯著水準，對經營績效不存在顯著影響。

第四節、實證模型建立

本研究之資料分析方法主要分為兩個部分，在基本分析方面以敘述統計進行分

析，在檢定研究方面則利用迴歸分析，另外，檢驗自變數間是否有共線性的問題，則採相關係數分析，分別說明如下：

(一) 敘述統計分析

針對所有資料作初步的統計分析，以瞭解資料的基本特性。

(二) 相關係數分析

在進行多元迴歸分析之前，必須檢驗自變數間是否存在共線性的情況，因為自變數間，若存在高度線性重合，將對該變數的解釋能力產生影響。

(三) 迴歸分析

檢定公司治理與資訊透明度對經營績效之影響—以台灣金融保險業為例，探討自變數與應變數之間的關係。建立模型如下：

$$\text{Performance}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{MGT}_{it} + \beta_2 \text{CEO_OWN}_{it} + \beta_3 \text{BOARDS}_{it} + \beta_4 \text{IDS}_{it} + \beta_5 \text{YON}_{it} + \beta_6 \sum_j \text{CONTROL}_{ij} + \varepsilon_{it}$$

上式中，

應變數Performance分別為：

每股盈餘（EPS）：（稅後淨利-特別股股利）/普通股股數。

股東權益報酬率（ROE）：稅後淨利/平均普通股權益。

資產報酬率（ROA）：[稅後淨利+利息費用×(1-所得稅率)]/平均總資產。

自變數為：

經理人持股比率（MGT）：公司高階主管持股數/公司流通在外普通股股數。

董監事持股比率（CEO_OWN）：董監事持股總數/公司流通在外普通股股數。

董事會規模（BOARDS）：董事會之總人數。

獨立董監事席次比率（IDS）：獨立董事與獨立監察人人數之總和佔全體董事與監察人總人數之比率。

有無參加資訊揭露評鑑系統（YON）：有參加資訊揭露評鑑系統者設為1，無參加資訊揭露評鑑系統者為0。

控制變數為：

負債比例 (LEV)：負債對總資產比率。

公司規模 (SIZE)：公司年底總資產帳面值，取自然絕對數之後的值。

產業別虛擬變數 (IND)：設置銀行業其值為X1，保險業其值為X2，證券業其值為X3，金控業其值為X4，4個產業別虛擬變數。

第四章 實證結果與分析

第一節 資料基本分析與恆定性檢定

本研究以2003年至2010年台灣證券交易所之上市、上櫃公司之台灣金融保險及證券為研究對象，取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，作為本研究之樣本計有568家，已扣除資料不齊全計55家；利用台灣證券交易所，上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果，經資訊揭露評鑑委員會審核通過後公布之資料，選取樣本有參加資訊揭露評鑑系統者，並扣除不列入受評對象或不列入評鑑者。本研究樣本再區分為有參與無參加資訊揭露評鑑系統年度與產業見表3-2，其中產業別項目分為5項，銀行業、保險業、證券業、金控業及證券業。此外，實證變數之敘述性統計值見表4-1，實證變數之相關係數矩陣表見表4-2，各應變數與自變數間之相關係數數值最高為0.723，因此變數間之相關程度在可容忍之範圍內。

表4-3及表4-4與表4-5均以複迴歸模式檢驗台灣金融保險業-公司治理與資訊透明度對經營績效之影響，以驗證研究假說。其中，模型1係由2003年至2010年產業別虛擬變數所建立模型，及模型2至模型9係由2003年至2010年按年度別分別所建立模型，兩者均檢視公司治理變數與資訊透明度對台灣金融保險業經營績效之影響，本研究對連續型變數進行標準化，再以VIF進行共線性診斷，VIF值偏高(最高為6.708)，VIF值仍未達10，故忽略共線性問題。另外，以Durbin-Watson 值檢測殘差項是否存在自我相關，分析結果顯示DW值介於1.270~2.171間，故殘差項無自我相關問題，毋須進行變數變換。

表4-1 實證變數之敘述性統計值

Variable	Mean	Std.Dev	Min	Max
EPS	0.7188	1.8853	-9.8200	7.3800
ROA	0.0100	0.0271	-0.3082	0.1136
ROE	0.0332	0.1751	-1.7798	0.6033
MGT	0.0024	0.0044	0.0000	0.0327
CEO_OWN	0.5110	0.3960	0.0000	1.0000
BOARDS	11.1761	4.0574	4.0000	21.0000
IDS	0.0823	0.1073	0.0000	0.3750
YON	0.4577	0.4987	0.0000	1.0000
LEV	0.8120	0.1696	0.1846	0.9862
SIZE	8.2909	0.7877	6.7014	9.6711

附註：

樣本數：568

表4-2 實證變數之相關係數矩陣表

	EPS	ROA	ROE	MGT	CEO_OWN	BOARDS	YON	IDS	LEV	SIZE
EPS	1									
ROA	0.603**	1								
ROE	0.895**	0.723**	1							
MGT	0.031	0.109**	0.06	1						
CEO_OWN	0.118**	0.102*	0.068	-0.414**	1					
BOARDS	0.028	-0.087*	0.055	-0.05	-0.002	1				
YON	-0.037	-0.001	0.014	0.224**	-0.664**	0.04	1			
IDS	-0.110**	-0.031	-0.086*	0.04	-0.148**	-0.071	0.200**	1		
LEV	-0.073	-0.412**	-0.106*	-0.097*	-0.058	0.261**	0.113**	-0.02	1	
SIZE	0.026	-0.252**	0.028	-0.248**	0.041	0.378**	0.087*	-0.077	0.723**	1

(1) 樣本數：568

(2). ***表示1%的顯著水準；**表示5%的顯著水準；*表示10%的顯著水準

表4-3經營績效模型

模型1(2003-2010)			
	EPS	ROA	ROE
constant	-0.38	0.926	0.002 ^{***}
股權結構			
經理人持股比率(MGT)	2.639 ^{***}	3.658 ^{***}	3.055 ^{***}
董監事持股比率 (CEO_OWEN)	3.291 ^{***}	4.132 ^{***}	2.883 ^{***}
董事會特性			
董事會規模(BOARDS)	1.002	0.524	1.607
獨立董監事席次比率(IDS)	-2.443 ^{**}	-0.987	-2.039 ^{**}
控制變數			
負債比例(LEV)	-1.323	-7.223 ^{***}	-2.659 ^{***}
公司規模(SIZE)	3.696 ^{***}	2.104 ^{**}	3.613 ^{***}
有無參加資訊揭露系統 (YON)	1.000	3.193 ^{***}	1.682 [*]
產業別控制變數			
X1	-3.277 ^{***}	-3.159 ^{***}	-3.116 ^{***}
X2	0.682	-1.298	-0.521
X3	0.382	-1.541	-0.28
X4	-0.902	-1.848 [*]	-1.16
R ²	0.124	0.234	0.105
調整R ²	0.107	0.219	0.087
F值	7.17 ^{***}	15.463 ^{***}	5.929 ^{***}

1. 產業別控制變數，設票券業為參考項，以銀行業、保險業、證券業、金控業與票券業為比較項

2. 公司規模(SIZE)取LOG值

3. ***表示1%的顯著水準;**表示5%的顯著水準;*表示10%的顯著水準

表4-4經營績效模型

	模型2(2003)			模型3(2004)			模型4(2005)			模型5(2006)		
	EPS	ROA	ROE	EPS	ROA	ROE	EPS	ROA	ROE	EPS	ROA	ROE
constant	0.43	2.602**	1.002	-1.685*	1.608	-1.028	-1.246	0.225	-0.752	-0.706	-2.202**	3.200***
股權結構												
經理人持股比例(MGT)	0.568	0.791	0.504	1.059	2.097**	0.925	0.88	1.641	0.913	0.976	2.932***	2.567**
董監事持股比例(CEO_OWEN)	1.478	1.172	1.242	3.226***	3.292***	2.884***	2.661***	2.994***	2.052**	2.457**	4.530***	3.856***
董事會特性												
董事會規模(BOARDS)	-1.329	-1.51	-0.611	-0.062	0.046	0.707	1.182	1.881*	1.349	2.182**	0.58	1.171
獨立董監事席次比率(IDS)	-0.236	-0.276	-0.363	0.842	1.451	0.768	-0.002	0.455	-0.202	0.282	0.801	0.387
控制變數												
負債比例(LEV)	2.290**	-1.013	2.301**	2.135**	2.068**	2.343**	0.565	-3.093***	0.276	-2.548**	-6.231***	4.128***
公司規模(SIZE)	-0.898	-1.517	-1.416	0.226	-2.418**	-0.514	-0.043	0.595	-0.278	0.582	3.228***	2.757***
有無參加資訊揭露系統(YON)	0.142	-1.468	-0.173	-0.661	0.567	-0.535	0.405	0.855	0.042	1.416	3.514***	2.857***
產業別控制變數												
台灣金融保險業	1.427	2.743***	1.485	1.956*	1.757*	2.088**	2.701***	1.680*	2.916***	2.380**	1.478	2.623**
R ²	0.116	0.438	0.091*	0.257	0.253	0.208	0.202	0.387	0.184	0.325	0.555	0.445
調整R ²	0.001***	0.365	-0.026	0.162	0.157	0.106	0.099	0.308	0.078*	0.238	0.497	0.373
F值	1.012	6.037***	0.778	2.687**	2.631**	2.035*	1.960*	4.903***	1.744	3.737***	9.653***	6.206***

1. 公司規模(SIZE)取LOG值

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

資料來源:本研究整理

表4-5經營績效模型

	模型6(2007)			模型7(2008)			模型8(2009)			模型9(2010)		
	EPS	ROA	ROE	EPS	ROA	ROE	EPS	ROA	ROE	EPS	ROA	ROE
constant	-3.832***	-0.209	-3.557	-2.458**	-3.120***	-2.852***	-2.046***	2.050**	-1.881*	-1.076	1.204	-2.352**
股權結構												
經理人持股比率(MGT)	3.903***	4.301***	3.561***	2.259**	1.006	2.277**	2.185**	1.658	2.254**	2.138**	2.319**	3.108***
董監事持股比率(CEO_OWNS)	3.982***	4.353***	3.406**	0.89	2.650**	1.165	3.581***	2.986***	3.363***	1.922*	1.725*	2.776***
董事會特性												
董事會規模(BOARDS)	0.652	-0.018	0.776	-1.283	-1.422	-1.352	-0.53	-0.093	-0.445	-0.641	0.203	-0.816
獨立董監事席次比率(IDS)	-2.789***	-3.253***	-3.001**	-1.627	-1.444	-1.785*	-1.528	-1.005	-1.275	-0.326	0.109	-0.184
控制變數												
負債比例(LEV)	-3.630***	-7.505***	-3.429**	-0.817	0.117	-1.385	-0.926	-5.345***	-0.991	-0.519	-4.670***	-0.89
公司規模(SIZE)	3.553***	2.773***	3.210***	2.239**	1.990*	2.644**	1.027	-0.271	0.939	1.123	0.785	1.994*
有無參加資訊揭露系統(YON)	2.631**	3.655***	2.470**	-0.176	1.808*	0.812	3.931***	3.585***	3.952***	1.143	1.219	1.986*
產業別控制變數												
台灣金融保險業	3.132***	2.401**	3.561***	0.699	0.635	0.675	2.528**	1.628	1.973*	0.863	0.61	1.015
R ²	0.451	0.677	0.427	0.153	0.256	0.195	0.315	0.665	0.301	0.104	0.498	0.196
調整R ²	0.381	0.635	0.353	0.0434*	0.16	0.091*	0.227	0.622	0.211	-0.011**	0.434	0.092*
F值	6.379***	16.218***	5.773***	1.397	2.661**	1.881*	3.566***	15.380***	3.343***	0.902	7.701***	1.885**

1. 公司規模(SIZE)取LOG值

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

資料來源:本研究整理

第二節實證模型分析

就假說驗證情形，研究預期1股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率對經營績效可能存在顯著影響：

由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率兩者與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 達顯著水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

本研究實證結果得知，每股盈餘（EPS）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，股權結構中經理人持股比率愈高，對台灣金融保險業每股盈餘（EPS）呈顯著正面的影響，符合廖鎮孫與蘇鵬翰（2004）經理人持股愈高則愈能降低代理問題提升公司的經營績效。而且Jensen（1993）也提出之利益結合假說得到證實，透過管理者持股可結合管理者和股東的利益，當管理者的持股比例愈高時，愈能提升公司的經營績效；而台灣金融保險業，股權結構中董監事持股比率愈高，對台灣金融保險業每股盈餘（EPS）呈顯著正面的影響，符合Jensen & Meckling（1976）提出「利益收斂假說（Convergence of Interest Hypothesis）」認為董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化。

本研究實證結果得知，資產報酬率（ROA）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，股權結構中經理人持股比率愈高，對台灣金融保險業資產報酬率（ROA）呈顯著正面的影響，這說明台灣金融保險業持有股份較高之經理人，也較了解金融保險業資產運用的狀態，本文研究方法使用複迴歸方析和廖鎮孫與蘇鵬翰（2004）使用數據包絡分析結論一致，經理人持股比例愈高，不論在總效率或存技術效率的結果下，當經理人的利益與股東利益愈趨於一致的時候，經理人的代理成本會愈低金融保險業經營績效也會愈顯著提升，顯示出當金融保險業經理人持股比例愈高則愈會為股東著想，會懂得如何利用金融保險業的資產與本業創造經營績效並為金融保險業和股東謀取福利；而台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率愈高，對台灣金融保險業資產報酬率（ROA）呈顯著正面的影響，符合王一玲（2004）當管理者或者是董監事持股比例顯著提高時，有可能會讓道德危機舒緩而且提昇公司的價值。

本研究實證結果得知，股東權益報酬率（ROE）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，股權結構中經理人持股比例愈高，對台灣金融保險業股東權益報酬率（ROE）呈顯著正面的影響，符合丁憲浩、胡聯國、莊雙喜（2007）利用管理能力較佳的主併公司和事業前景較佳的目標公司，併購後以股東權益報酬率（ROE）來代表公司的獲利能力，說明持股較高的經理人較會利用自己管理能力的優勢，創造出較高的股東權益報酬率，並且提昇公司的獲利能力，也可以說明經理人提高持股或是提升經營績效也較能保住自己的職務；而台灣金融保險業結構中董監事持

股比率愈高，對台灣金融保險業股東權益報酬率（ROE）呈顯著正面的影響，符合丁秀儀（2008）實證指出董事會席次的提高對於績效的提升是有幫助的。

惟由表4-4模型2結果顯示2003年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率兩者與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率亦呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型3結果顯示2004年台灣金融保險業，股權結構中經理人持股比率與每股盈餘、股東權益報酬率亦呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響；而台灣金融保險業，股權結構中經理人持股比率與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。

由表4-4模型4顯示2005年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響，而台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。

由表4-4模型5顯示2006年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率與每股盈餘，呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響；而台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率與資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣

金融保險業經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。

由表4-5模型6顯示2007年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率兩者與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。

由表4-5模型7顯示2008年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率，與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響；而台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率與每股盈餘、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率與每股盈餘、股東權益報酬率，呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果與經營績效，不存在顯著影響，與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果與經營績效，存在顯著影響。

由表4-5模型8顯示2009年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率，與資產報酬率，呈正向關係，可顯示台灣金融保險業經理人持股比率愈大，經營績效愈佳，且未達顯著水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響，台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率與每股盈餘、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率愈大，經營績效愈佳， $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率，呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營

績效, 存在顯著影響。

由表4-5模型9顯示2010年台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率，呈正向關係，可顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ 或 $P \leq 0.1$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響。

本研究實證結果得知，顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率愈大，經營績效愈佳，支持Jensen (1993) 提出利益結合假說 (Convergence of Interest Hypothesis) 指出當管理者的持股比例愈高時，愈能提升公司的經營績效，他認為透過管理者持股可結合管理者與股東之利益。在廖鎮孫與蘇鵬翰 (2004) 代理問題與壽險公司經營績效之實證研究指出，當代理者與主理人的利益愈一致時，經理人的代理成本也愈低，所以要公司的經營績效愈高則經理人的持股比例應該要愈高。根據Jensen & Meckling (1976) 提出「利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)」認為董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化。

研究預期2董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率對經營績效可能存在顯著影響：

由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果與經營績效，不存在顯著影響；董事會特性中獨立董監事席次比率與每股盈餘、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，且 $P \leq 0.05$ 達顯著水準，實證結果與經營績效，存在顯著影響；而董事會特性中獨立董監事席次比率與資產報酬率負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，未達顯著性水準，實證結果與經營績效，不存在顯著影響。

本研究實證結果得知，每股盈餘（EPS）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，董事會特性中董事會規模愈高，對台灣金融保險業每股盈餘（EPS）呈不顯著正面的影響，符合Bacon（1973）說明出董事會規模與公司績效是呈現正相關的，他認為當董事會人數較多時其產業的背景、寬廣的教育程度和每個人的技術不同，能對公司的經營決策提出較為多元的建議與看法；而台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈高，對台灣金融保險業每股盈餘（EPS）呈顯著反向關係的影響。

本研究實證結果得知，資產報酬率（ROA）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈高，對台灣金融保險業資產報酬率（ROA）呈不顯著正面的影響，與張明峰（1991）的董事會成員中若總持股比例愈大，將會使公司的代理問題得以減輕，而導致財務績效較佳結論相符；而台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈高，對台灣金融保險業資產報酬率（ROA）呈不顯著反向關係的影響。

本研究實證結果得知，股東權益報酬率（ROE）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，董事會特性中董事會規模愈高，對台灣金融保險業股東權益報酬率（ROE）呈不顯著正面的影響，符合Yermack（1996）、Eisenberg et al.(1998)、Kiel 及Nicholson(2003)認為董事會規模會影響公司經營績效。即當董事會規模越大、人數越多，大股東越無法控制整個公司，也較能在決策制定與公司經營上產生監督制衡的效果，以提升公司經營績效；而台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈高，對台灣金融保險業股東權益報酬率（ROE）呈顯著反向關係的影響。

由表4-4模型2結果顯示2003年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金

融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，且未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型3結果顯示2004年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模與每股盈餘呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈差，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。與資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。而董事會特性中獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型4結果顯示2005年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模與每股盈餘、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈佳， $P \leq 0.1$ 達顯著水準，實證結果對經營績效存在顯著影響；而董事會特性中獨立董監事席次比率與每股盈餘、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型5結果顯示2006年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模與每股盈餘呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈

佳，且 $P \leq 0.05$ ，達顯著水準，實證結果對經營績效，存在顯著影響；與董事會特性中董事會規模與資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；而董事會特性中獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-5模型6結果顯示2007年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模與每股盈餘、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響，與董事會特性中董事會規模資產報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈差，但未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；而獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，且 $P \leq 0.01$ ，達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

由表4-5模型7結果顯示2008年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模愈大，經營績效愈差，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；而董事會特性中獨立董監事席次比率與每股盈餘、股東權益報酬率呈負向關係，未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；董事會特性中獨立董監事席次比率與資產報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，且 $P \leq 0.1$ 達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

由表4-5模型8結果顯示2009年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-5模型9結果顯示2010年台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率與每股盈餘、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈差，但未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；而董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率愈大，經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響。

本研究實證結果得知，台灣金融保險業董事會特性中董事會規模大小，對經營績效不存在顯著影響，支持林佳靜（2004）究發現，董事會規模愈大時，盈餘操縱的程度愈低。有部份獨立董監事席次比率與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係，且達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響，亦有呈正向關係，但未達顯著性水準，支持廖秀梅等（2006）研究結果發現不論家族企業或非家族企業，獨立董監事的設立均能提升公司績效。許崇源與朱全斌（2006）獨立董事能發揮增強管理效能，提昇企業經營效率，故當獨立董事比率愈高，企業價值亦愈高。

研究預期3有無參加資訊揭露系統對經營績效可能存在顯著影響：

由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年台灣金融保險業，有無參加資訊揭露系統與每股盈餘呈正關係，可顯示台灣金融保險業有參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；有無參加資訊揭露系統與資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有參加資訊揭

露系統時，對經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.1$ ，達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

本研究實證結果得知，每股盈餘（EPS）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，有無參加資訊揭露系統，對台灣金融保險業每股盈餘（EPS）呈不顯著正面的影響，亦即結果顯示台灣金融保險業有參加資訊揭露系統時，對每股盈餘（EPS）呈不顯著正面的影響。

本研究實證結果得知，資產報酬率（ROA）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，有無參加資訊揭露系統，對台灣金融保險業資產報酬率（ROA）呈顯著正面的影響，亦即結果顯示台灣金融保險業有參加資訊揭露系統時，對資產報酬率（ROA）呈顯著正面的影響。

本研究實證結果得知，股東權益報酬率（ROE）由表4-3模型1結果顯示2003年至2010年之台灣金融保險業，有無參加資訊揭露系統，對台灣金融保險業股東權益報酬率（ROE）呈顯著正面的影響，亦即結果顯示台灣金融保險業有參加資訊揭露系統時，對股東權益報酬率（ROE）呈顯著正面的影響。

由表4-4模型2結果顯示2003年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘呈正關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；有無參加資訊揭露系統與資產報酬率、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈差，但未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型3結果顯示2004年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘、股東權益報酬率呈負向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈差，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；有無參加資訊揭露系統與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型4結果顯示2005年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響。

由表4-4模型5結果顯示2006年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響，有無參加資訊揭露系統與資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ ，達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

由表4-5模型6結果顯示2007年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ 或 $P \leq 0.05$ ，達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

由表4-5模型7結果顯示2008年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘呈負向關係，與股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效，不存在顯著影響；有無參加資訊揭露系統與資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，且 $P \leq 0.1$ 達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

由表4-5模型8結果顯示2009年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，且 $P \leq 0.01$ ，達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

由表4-5模型9結果顯示2010年台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統與每股盈

餘、資產報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，但未達顯著性水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響；有無參加資訊揭露系統與股東權益報酬率呈正向關係，可顯示台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統時，對經營績效愈佳，且 $P \leq 0.1$ ，達顯著性水準，實證結果對經營績效存在顯著影響。

本研究實證結果得知，台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統，對經營績效存在顯著影響，因此資訊揭露確實有助於降低資訊不對稱及提高資本市場的健全。支持 Healy and Palepu (2001) 解決控制股東與外部股東之間的資訊不對稱與代理問題最主要的方法之一即為增加資訊揭露。



第五章結論與建議

第一節結論

本研究以2003年至2010年台灣證券交易所之上市、上櫃公司之台灣金融保險及證券為研究對象，探討公司治理與資訊透明度對經營績效之影響，由自變數衡量公司治理變數之股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率，以檢視對經營績效可能存在顯著影響。實證結果發現台灣金融保險業，公司治理變數之股權結構中經理人持股比率及董監事持股比率，對經營績效呈正向關係，顯示台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率及董監事持股比率愈高時，對於經營績效愈佳，且達顯著性水準，對經營績效存在顯著影響。符合Jensen & Meckling (1976) 提出「利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)」認為董事會之董事持股越大，有更大的利潤和去增加他們最大努力來創造公司利潤最大化。

其次，本研究以自變數衡量公司治理變數之董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率，以檢視對台灣金融保險業經營績效可能存在顯著影響。實證結果發現公司治理變數之董事會特性中董事會規模，對經營績效呈負向關係，顯示台灣金融保險業董事會特性中董事會規模提高時，對經營績效反而降低，未達顯著水準，實證結果對經營績效不存在顯著影響，也就是台灣金融保險業公司治理變數之董事會特性中董事會規模，對經營績效並無顯著的相關。

台灣金融保險業公司治理變數之董事會特性中，獨立董監事席次比率對經營績效，呈負向關係，達顯著水準，實證結果對經營績效存在顯著影響，其結果可能顯示台灣金融保險業董事會特性中獨立董監事席次比率提高時，對經營績效，呈負向影響。

最後，本研究以台灣金融保險業有無參加資訊揭露系統，發現對經營績效存在顯著影響，由於有無參加資訊揭露系統，對經營績效呈正向關係，顯示台灣金融保險業

有參加資訊揭露系統時，經營績效相對愈佳，且達顯著水準，實證結果對經營績效存在顯著影響，顯示金融監理機關除應繼續積極推動金融保險業公司治理機制外，更需要求業者加入資訊揭露評鑑系統，以健全經營體質，進而提昇經營績效保障股東最大利益。

第二節 後續研究建議

本研究發掘影響經營績效之因素，將焦點置於公司治理與資訊透明度對經營績效影響，本研究除以台灣金融保險業股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率及董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率，以檢視公司治理對經營績效之影響外，另外以有無參加資訊揭露系統，以檢視資訊透明度對經營績效之影響。

其次，本研究橫斷面採產業別控制變數，設票券業為參考項，銀行業、保險業、證券業、金控業以票券業為比較項之產業別虛擬變數資料，及縱斷面按年度別資料進行實證，分別驗證出股權結構中經理人持股比率、董監事持股比率及董事會特性中董事會規模、獨立董監事席次比率及有無參加資訊揭露系統，對經營績效可能存在顯著，後續可採用台灣銀行業、金控業、或保險業個別產業別之資料，進行實證公司治理與資訊揭露對經營績效之影響。

參考文獻

中文部份

- 丁憲浩、胡聯國及莊雙喜，民國96年，“企業併購確實能為股東創造更多利益嗎”績效與策略研究，第4卷第3期，1-13頁。
- 丁秀儀，民國97年，“首度上市公司是否存在公司治理”，證券市場發展季刊，第20卷第1期191-228頁。
- 丁秀儀，民國98年，公司治理是否受到機構投資人的青睞，管理學報，26卷3期：233-253頁。
- 王祝三、莊雅雪及郭勁甫，民國98年，公司治理、投資與公司價值之關聯性，東吳經濟商學報第66期：69-114頁。
- 王一玲，民國93年，“所有權結構與公司價值間之內生性關係”，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 方俊儒、李秀英及龍春伶，民國97年，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，第五卷，第一期：55-80頁。
- 江向才、何里仁，民國92年，公司治理之資訊透明度與經營績效關聯性之實證研究，管理會計，第63期：1-20頁。
- 李建然、羅元銘，民國91年，“新上市公司上市後營運績效衰退原因之探討”，財務金融學刊，第10期第1卷，23-52頁。
- 何里仁，民國92年，“公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究”，逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文，8-39頁。
- 李馨蘋、莊宗憲，民國96年，“公司治理機制與公司績效之實證研究”，東吳經濟商學學報，第57期，1-27頁。
- 李馨蘋、黃啟倫，民國98年，“股權結構、關係人交易與公司績效”，中華管理評論國際學報，第十二卷第二期：1-30頁。
- 邱莉婷，“我國金融服務業發展之回顧與展望”，經濟研究第11期。
- 呂春綱，民國93年，我國獨立董監制度與公司績效關係研究，台北大學會計學系未出

版碩士論文。

周建新、林宗得，民國94年，“資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究”，會計與公司治理，第二卷第二期：25-46頁。

林玉振、黃荃、林容竹，民國91年，“董事會特性對經營績效、財務決策之影響研究—以台灣上市公司為例”，《管理與系統》，第九卷，第三期，頁345-368。

林佳靜，民國93年，“公司治理結構、資訊透明度與股票報酬變異關聯性之研究”，政治大學會計學系未出版碩士論文。

林泉源，民國98年，“銀行業股權結構對經營績效、財務績效與股價之影響”，輔仁管理評論，第十六卷第二期：43-76頁。

柯承恩，民國89年，我國公司監理體系之問題與改進建議(上)，會計研究月刊，第1期：75-81頁。

柯承恩，民國89年，我國公司監理體系之問題與改進建議(下)，會計研究月刊，第174期：79-83頁。

陳瑞斌、許崇源，民國96年，“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頁。

陳建勝、陳美菁及林明宏，民國93年“我國產險業資本結構與風險對獲利能力影響之研究”，風險管理學報，第6卷第3期，279-290頁。

陳雪如、陳育成及陳冠宙，民國94年，“影響上市公司網站資訊透明度因子之實證，會計與公司治理”，第二卷 第一期：33-59頁。

陳一如，民國95年，“從公司治理的角度探討分析師與公司經理人所扮演的角色”，證券市場發展季刊，第18卷第4期，33-60頁。

張家智，民國90年，“相對績效評量與總經理離職、薪酬之實證研究—考慮競爭程度”，國立中正大學會計學研究所碩士論文。

張振山、包幸玉，民國93年，我國資訊公開制度之探討，證券暨期貨月刊，第22卷，第4期：15-24頁。

張雅琳，民國93年，“我國企業獨立董事機制與經營績效之關聯性研究”，大葉大學

會計資訊學系未出版碩士論文。

張瑞當、方俊儒，民國95年，“資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響”，會計評論第42期：1-22頁。

許溪南、歐陽豪及陳慶芳，民國96年，“公司治理、盈餘管理與財務預警模型之建構”，會計與公司治理第四卷第一期：85-121頁。

許崇源、陳瑞斌及翁慈青，民國94年，“公司治理結構對於資訊透明度之影響”，台灣財務金融學會年會暨學術論文研討會。

許崇源、陳瑞斌、林政衛與翁慈青，民國94年，公司治理架構與財務報告透明度之關聯性研究。

許崇源、朱全斌，民國95年，獨立董事及外部董事功能之研究，2006會計理論與實務研討會論文集，東吳大學會計系。

黃旭輝、王育偉，民國96年，“績效不佳的經理人會被撤換嗎”，證券市場發展季刊，第19卷第3期，49-86頁。

黃志仁、溫宜豪，民國97年，“合併子公司之綜效與市場反應”，交大管理評論：105-130頁。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠，民國91年，“公司治理機制對於關係人交易的影響”，證券市場發展季刊，第15卷第4期，69-106頁。

葉銀華，民國91年，從台灣上市公司網站資訊揭露看透明度，會計研究月刊，第200期：70-77頁。

楊善富，民國89年，“台灣上市公司高階主管持股比例、績效與離職關係之實證研究”，國立中正大學會計學研究所碩士論文。

鄭美麗，民國91年，“台灣上市公司高階管理者替換之研究—以會計績效為例”，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。

薛敏正、李雅琳，民國96年，“財務困難公司之資訊透明度研究”，當代會計第八卷第二期：113-154頁。

薛明玲、蔡朝安，民國91年，從資訊揭露看公司治理，月旦法學雜誌，第96卷：335-343頁。

廖益興、陳彥綺及王貞靜，民國99年，“年報資訊揭露與資訊不對稱來自私有資訊交易之證據”，臺北大學經濟學系出版，*經濟研究*，47：1(2011)：45-96頁。

廖秀梅，民國93年，“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”，臺北大學會計學系未出版博士論文。

廖秀梅、李建然及吳祥華，民國95年，“董事會結構特性與公司績效關係之研究—兼論台灣家族企業因素的影響”，*東吳經濟商學學報*，第54期(12月)：117-160頁。

賴丞坡、李昇倫，民國99年，“公司治理對產物保險公司經營績效影響之研究”，第二屆財經商管、跨國經營管理暨軍品釋商學術與實務研討會學術與實務研討會。

繆震孫、蘇鵬翰，民國93年，“代理問題與壽險公司經營績效之實證研究”，*壽險季刊*，第131期，2-12頁。

證券交易所與櫃檯買賣中心，民國91年，*上市上櫃企業公司治理實務守則*。

蘇文斌、栗志中及李建成，民國99年，“台灣壽險業之公司治理、風險承擔與經營績效關係之研究”，*朝陽商管評論*，第九卷，第二期：67-87頁。

西文部份

Agrawal, A. and C. R. Knoeber (1996), “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3, pp.377-397.

Allen, J. W. and G. M. Phillips (2000), “Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances, and Product Market Relationships,” *Journal of Finance*, 55(6), 2791-2816.

Andres, P.D., V. Azofra, and F. Lopez (2005), “Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness.” *Corporate Government*, 13, No.2, pp.197-210.

Bacon J (1973), “Corporate Directorship Practices Membership and Committees of The Board, New York: The Conference Board.”

Bacon, R. A. (1973), “The Theory of Board,” *Research Management*, 29, pp.133-165.

- Barker, V.L. and Mueller, G.C. (2002) "CEO characteristics and firm spending," *Management Science*, 48(6): 782-801.
- Beasley, M. S. (1996), "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud," *The Accounting Review*, 71 (4): 443-465
- Bhojraj, S. and P. Sengupta (2003), "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors." *Journal of Business*, 76, pp.455-475.
- Botosan, C. A (1997), "Disclosure level and the cost of equity capital." *Accounting Review* 72,323-349.
- Cooke, T. E. (1991), "An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations," *The International Journal of Accounting*, 26, 174-189.
- Dhaliwal, D. S. and S. S. Reynolds (1994), "The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient," *Accounting Review*, 69, pp.412-419.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. T. Wells (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," *Journal of Financial Economics*, 48, pp.35-54.
- Eng, L. L. and Mak, Y. T. (2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure," *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen. (1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26(June): 301-326.
- Forker, J. J., (1992), "Corporate governance and disclosure quality," *Accounting and Business Research*, 22, 111-124.
- Glosten, L., and P. Milgrom. (1985), "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders," *Journal of Financial Economics*, 14(1): 71-100.
- Haniffa, R. M. and Cooke, T. E. (2002), "Culture, Corporate Governance and Disclosure in

- Malaysian Corporations,” *Abacus*, 38, 317-349.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. (1999), “A review of the earnings management literature and its implications for standard setting,” *Accounting Horizons*, 13 : 365-383.
- Healy, P., Palepu, K., (2001). “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets. A Review of The Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics*, 405-440.
- Hermalin, B. E. and M. Weisbach (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentiv on Firm Performance,” *Financial Management*, 20, pp.101-112.
- Hirst, D., and P. Hopkins. (1998), “Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments,” *Journal of Accounting Research*, 36(3): 47-75.
- Ho, S. S. M. and K. S. Wong. (2001), “A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure,” *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10: 139-156.
- Jensen M. C. and W. H. Meckling. (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(October): 305-360.
- Jensen, M.C.(1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance*, Vol.48, 831-880.
- Kiel, G. C. and G. J.Nicholson (2003),“Board Compositiona and Corporate Performance: How theAustralian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance,” *Corporate Governance*, 11, pp.189-205.
- Kula, V. (2005),“The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey,” *Corporate Governance*, 13, No.2, pp.265-276.
- Lipton, M. and J. Lorsch (1992), “A Modest Proposal Improved Corporate. Governance,” *Business Lawyer*, 48, pp.59-77.
- Lang, M., Lundholm, R., (1993), “Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosure,” *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271.

- Lang, M., and R. Lundholm. (1996), "Corporate disclosure policy and analyst behavior," *The Accounting Review*, Oct: 467-492.
- Lobo, G., and J. Zhou (2001), "Disclosure quality and earnings management," *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 8(1): 1-20.
- Maines, A., and L. McDaniel. (2000), "Effects of comprehensive –income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format," *The Accounting Review*, 75(2):179-207.
- Mak, Y. T. and Y. Li (2001), "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore," *Journal of Corporate Finance*, 7, pp.235-256.
- Meek,G.K.,C.B.Roberts and S.J.Gray.(1995), "Factors influencing voluntary annualreport disclosures by U.S.,U.K. and continental European multinational corporations," *Journal of International Business Studies*, 555-572.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny,(1988), "Management ownership and market Valuation," *Journal of Finance Economics*,Vol.20,293-315.
- Neu, D.,H.Warsame and K.Pedwell.(1998), "Managing public impressions:environmental disclosures in annual reports,"*Accounting, Organizations and Society*, 23 (3):265-282.
- Prevost, A. K. Rao, R. P. Hossain, M. (2002), "Determinants of board composition in New Zealand: A Simultaneous equations approach," *Journal of Empirical Finance*, 9, 272-297.
- Raffournier, B. (1995), "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies," *The European Accounting Review*, 4, 261-280.
- Schellenger, M. H., Wood, D. D., Tashakori, A.,(1989), "Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy," *Journal of Management*, 15, 457-467.
- Sengupta, P.,(1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt," *Accounting Review*, 73,459-474.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997), "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52,737-783.

Shome, D. and S. Singh, (1995), "Firm Value and External Blockholdings," *Financial Management*, 24, 3-14.

Singhvi, S., Desai, H. B. (1971), "An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure," *Accounting Review*, 46, 621-632.

Weisbach, M. S. (1988), "Outside directors and CEO turnover," *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460.

Welker, M. (1995), "Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets," *Contemporary Accounting Research*, 11 (Spring): 801-827.

Yermack, D. (1996), "High Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, pp.185-211.

Zahra, S. A., Pearce, J. A.(1989), "Boards of directors and corporate financial performance:A review and integrated model." *Journal of Management*, 15, 291-334.

