

獨立董事組成、資訊透明度與組織績效 — 以 2008 全球金融風暴為例

朱博湧

國立交通大學管理科學系教授

林裕凌*

國立勤益科技大學企業管理系副教授

林峻宇

國立交通大學管理科學系

摘要：鑒於全球近年來多起大規模企業的背信與經營失敗案件，獨立董事設置制度成為台灣上市櫃公司近十年來在改善公司治理的改革重點。2008 年全球金融風暴引起了經營環境的巨大變動，獨立董事設立的有效性立即受到考驗。本研究以 2008 年台灣上市公司為研究對象，並納入獨立董事專業背景以及公司資訊透明度等兩個因子，探討在不同程度的獨立董事專業背景異質性及公司資訊透明度之下，對於公司經營績效以及經營風險之影響。本研究發現，董事會中若能設置獨立董事的席次，並且網羅不同背景的專業人士來擔任獨立董事之職，再配合公司資訊透明度的提高，將有助於董事會對公司決策的完備性，使董事會的效能得以有效發揮。

關鍵字：董事會組成、獨立董事專業背景、資訊透明度、公司治理、經營績效

* 通訊作者。台中縣太平市中山路一段 215 巷 35 號。Tel: 04-23924505 #7784。
Email: yllin@ncut.edu.tw。

壹、緒論

自 2000 年以來，國內外發生了多起大規模的企業背信或是破產案件(如美國安隆、默克藥廠之會計帳作假案以及台灣的博達、力霸掏空案等)，接著 2008 年又發生了全球金融海嘯，對全球整體經濟環境造成極大的危機。這些事件，引發了企業界對於如何有效監督與制衡企業經營高層的高度關注。獨立董事的設立是近十年來各國為了強化公司治理品質以及保障與企業相關之利害關係人而進行公司改革的重點方向，似乎被視為解決企業代理問題的萬靈丹；其具體措施，如美國 2002 年通過的沙賓法案(Sarbanes-Oxley, SOX)；紐約證券交易所(NYSE)、納斯達克(NASDAQ)證券交易中心規定於 2003 年起，該市場掛牌交易之公司，其獨立董事之人數需在董事會席次中為主要多數；且我國證交法規定自 2007 年起依法發行股票之上市上櫃公司，得依章程規定設置獨立董事。

獨立董事在公司經營中被視為是獨立於公司經營層之外的公正第三人，自 1980 年以來，獨立董事的角色就被學者提出廣泛討論。過去的研究認為在公司組織中放入這樣的角色，應該有助於降低代理問題，以保護公司股東的權益(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985; Eisenhardt, 1989)。然而，近年來各國如此頻繁的修訂與通過相關法案，對於公司治理的品質以及經營績效，是否真有正面效果，目前尚不得而知。探究自 1980 年以來，針對獨立董事對於公司經營績效影響的相關文獻，也可謂眾說紛紜，並沒有一致的結論。國內雖然有實證研究發現獨立董事對公司經營績效確有幫助(李建然、廖秀梅、廖益興，2003；方俊儒、李秀英、龍春伶，2008；邱垂昌、莊清騷，2010)，然而國外學者用較長時間範圍資料所進行之縱斷面實證研究(longitudinal Study)指出，提升董事會的獨立性對於公司的長期經營績效卻沒有顯著的影響(Bhagat and Black, 2002)。

根據 Duchin, Matsusaka, and Ozbas (2010)的研究，其認為獨立董事對於公司日常營運績效的影響，可能沒有比在公司於經營過程中發生重大事件時來得有影響力。2008 年碰上因為次級房貸(Subprime)問題，所引發近半世紀以來最嚴重的全球金融危機。2008 年發生的全球金融海嘯，實可歸屬於外部經營環境產生的巨大震盪，沒有受到影響的企業微乎其微。因此，本研究利用 2008 年全球金融海嘯作為一個外部經營環境的重大變化時間點來研究，試圖瞭解自 2002 年起，我國推動強制新上市上櫃公司需設立獨立董監事；以及 2006 年起，立法院修正證券交易法，並於 2007 年開始要求依證券交易法發行股票之公司，應依章程於董事會設立不少於董事會席次五分之一席的獨立董事。如此半強迫的要求設置獨立董事的變革，對於企業經營風險以及經營績效是否真有顯著的正面影響？當然，

本研究也期待藉由實證研究，瞭解獨立董事的設立是否為改善台灣公司治理以及經營品質的好方法。

但無論是國內外之相關研究，均鮮有細部探究有關於公司董事會的組成是否需在必要的之前提要素(如公司資訊透明程度及獨立董事專業背景等)下，才使其運作得以發揮該有監督、諮詢與治理的功能，對公司的經營績效及營運的穩定度方有正面助益。因此，本研究由此觀點切入，並以 2008 年全球金融海嘯作為測試事件，試圖瞭解獨立董事的專業背景以及公司資訊透明度的高低，是否左右獨立董事對公司經營績效與經營風險的影響。

貳、文獻探討與研究假說

一、代理問題以及董事會的形成

公司股東與經理人間之代理關係，是現階段影響層面廣，也是許多學者在探討的代理關係(Coase, 1937; Mosen, Chiu, and Cooley, 1968; Alchian and Demsetz, 1972; Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985)。當公司做出重要決策的代理人(如專業經理人)沒有辦法完全享受到因為這個決策所產生的財富效果(Wealth Effects)時，可能由於其與公司剩餘求償權人(Residual Claimants, Owner)之間的目標不一致，而導致專業經理人不願致力於公司擁有人利益最大化之行為(Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985; Demsetz, 1988; Baysinger and Hoskisson, 1990; He and Sommer, 2010)。因此，如何降低代理問題以及代理成本一直是歷年來學者想要了解的問題與努力的方向。

Fama and Jensen(1983)認為，組織會尋求其它較簡化的組織(如同代議制，將組織決策資訊集中在組織中特定幾人身上)中具有更低成本且更有效率的監督機制，一方面達到監督經理人的目的，同時也保障了公司所有權人的權益。而董事會的形成就是追尋此種有效率且能降低代理成本的監督機制的結果。

有效能又有效率的組織設計是需要時間不斷改善方能成型。在初期，董事會中成員多半是由公司內部人(如：大股東)出任，這些人有機會能夠影響董事會的決策以及監督，甚至因其個人利益有可能會與董事會成員密謀，損及其餘小股東權益；為了避免此弊端，外部獨立董事的設置也在此時被引入公司董事會，希望透過獨立的第三人，來監理公司的整體經營行為(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985)。經學者研究發現，經理人之汰換率與公司經營績效呈現顯著負相關，且會因為董事會的獨立性越高，影響的強度越強(Hermalin and Weisbach, 1998)，代表獨立董事的確會針對績效不好的經理人進行評估以及

汰換。如此的研究結果或許可以說明，董事會以及獨立董事可謂在當前公司多為經營權以及所有權分離的狀況之下，所形成較直接且較有效率的監管機制。

二、獨立董事、資訊透明度與公司經營績效、經營風險之關係

獨立董事引入的背景，主要是透過其獨立性來有效降低經理人與公司擁有者間之代理問題；且其獨立的立場較能代表外部利害關係人及股東的意見，協助監督公司的經營，保護這些人的利益(Fama, 1980; Jones and Goldberg, 1982; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985; Eisenhardt, 1989; Baysinger and Hoskisson, 1990; Hermalin and Weisbach, 2001; Lawler, Benson, Finegold, and Conger, 2002)，並強化公司在利害關係人心中之合法性(Legitimacy)；因此，設立獨立董事可視為公司治理中一種「民主」或是企業社會責任的表現(M.Jones and D.Goldberg, 1982)。

過去的研究文獻指出，美國公開上市公司的董事會組成在 1960 年代後開始對於外部人監督企業經營的觀念愈來愈重視，具體的落實例如：外部獨立董事席次有增加的趨勢、約 30% 的美國財星五百大之公司設有獨立的外部審查員(Auditor)，以及美國證券交易委員會早期曾建議紐約證交所應規範在其市場掛牌交易之公司，應設置完全由獨立董事組成之內部設立審計委員會。自 2000 年以來，安隆、世界通訊等著名企業弊案後，也迫使美國政府急尋企業治理之改革方法，像是 2002 年通過之沙賓法案；及隔年更進一步規範，要求上市公司尚應設置完全由獨立董事組成之審計、薪酬、提名委員會，且獨立董事更需於公司董事會之中占有主要多數(Petra, 2005)。時至今日，美國的公司設有獨立董事，且獨立董事占董事會絕對多數者已超過 90% (Duchin *et al.*, 2010)。可見美國幾乎是將獨立董事視為改善當前公司治理品質的必要手段。

三、研究假說

(一) 光設有獨立董事是否就足以成事？

然而一個公司董事會的成員組成及運作方式，關係著董事會是否能有效發揮其監督及決策的功能，以近十年美國最重大的企業醜聞安隆案為例，當時安隆公司董事會中也有百分之八十的董事屬於外部獨立董事(Tosi, 2003)，可是安隆仍然發生了駭人聽聞的作假帳事件，對於公司利害關係人及股東產生了難以彌補的傷害。Fama and Jensen (1983)曾經提出，雖然在董事會中引入獨立董事能夠防止高階經理人與內部董事串謀、侵害股東權益的機制，然而決策仰賴資訊，倘若獨立董事不能夠有效的利用公司之內部資訊，內部董事仍可能較外部的獨立董事占優勢，因為內部董事能夠較清楚的掌握公司高階經理人執行策略的動機以及執行細節(Fama and Jensen, 1983)；同時，決策也需要速度，如果董事會之成員外部獨立董事佔太多，可能會造成內部溝通成本太高，以致缺乏效率，並導致經營績效不

佳的缺點(Fama and Jensen, 1983; Bhagat and Black, 1999)，反之，內部董事太多，則又可能造成公司決策過程中無法吸收足夠外部專業資訊與觀點，以致公司達到一定規模時會遇到瓶頸。因此，針對獨立董事的引入是否真的能降低代理問題的發生，提升公司治理的品質，並改善公司績效，歷年學者的研究結果及看法還是相當分歧。

此外，根據 Duchin *et al.* (2010) 等學者以美國企業為樣本的實證研究發現，獨立董事在資訊取得成本較低的公司內較能對公司的財務績效產生正面影響；而 1980 年以來，相關學者也認為取得資訊的難易程度，是獨立董事在董事會之中是否能夠有效率運作的必要條件(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989; Lawler, Benson, Finegold, and Conger, 2002; Nowak and McCabe, 2003; Raheja, 2005)。由以上的研究，本研究推論，獨立董事掌握公司資訊的多寡以及難易程度，也就是公司的資訊透明度可能是影響獨立董事在公司經營過程運作能否產生影響之關鍵因素。而在經營風險的部分，Heslin and Donaldson (1999)認為公司能夠降低經營風險的一個重要因素就在於獨立董事的加入。因此本研究推論，設立獨立董事應可改善公司經營績效，或是降低公司經營風險；同時，這樣的效果在公司資訊透明度較高的情況，應該會較明顯。歸納以上文獻，本研究推論假說 1-1 及假說 1-2 如下：

假說 1-1：獨立董事占董事會的席次比例會影響公司在金融海嘯時的經營績效表現，且當公司資訊透明度越高時，公司在金融海嘯時的績效表現越好。

假說 1-2：獨立董事占董事會的席次比例會影響公司在金融海嘯時的經營風險，且當公司資訊透明度越高時，公司在金融海嘯時的經營風險越低。

(二) 獨立董事專業背景與公司經營績效、經營風險之關係

多位學者研究顯示，董事會成員若具有多元且相關的專業背景時，彼此互補，即使觀點不同也可互相制衡，對公司治理的品質確有提升效果，可將董事會執行、監控及諮詢指導的功能更有效發揮(Fama, 1980)。上述文獻研究結果或許可說明董事本身是否具備相關的專業水準或是功能性，也是其能否影響公司經營績效之關鍵因素。公司也有可能因為引進不同專業背景的獨立董事，進而能夠透過獨立董事的人脈及專業背景，與公司外部有利於公司經營的特定關係或是資源有所連結，進而提升公司整體之營運績效(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985; Hermalin and Weisbach, 1991; Heslin and Donaldson, 1999; Hermalin and Weisbach, 2001; Lawler *et al.*, 2002)。

目前，特定專業背景的獨立董事對於公司經營績效或是經營風險的影響並無明確的研究結果。但有文獻指出具備財務專業之決策者，在經營環境穩定的情況下，可以快速的做出正確的判斷；然而，在金融風暴這種狀況下，財務狀況不

易預測，且資訊傳遞過程困難，很有可能誤判當前局勢而低估風險，也因此對於公司績效似乎比較沒有正面幫助(Rost and Osterloh, 2010)。Heslin and Donaldson (1999)則認為，獨立董事的設立主要用意在降低公司經營風險，但是卻也有可能過於專注在規避風險，卻忽略了提升公司經營績效，以致在評估公司相關的投資或經營方案時偏向保守。同時，其認為公司內部執行董事之所以能夠提升公司經營績效的原因，在於其具備與公司相關的經營專業背景。因此本研究推論，當公司設置之獨立董事具備經營相關的專業背景，對於公司經營績效會有顯著提升的效果，且此效果會因為資訊透明度的提高而增加。根據以上推論，本研究建立假說 2-1 如下：

假說 2-1：董事會中經營專業背景的獨立董事席次比例越高，且公司資訊透明度越高時，公司在金融風暴中的經營績效越佳。

Heslin and Donaldson (1999)兩位學者所提出的組織組合理論(Organizational Portfolio Theory)中曾經提到，董事會組成對於公司績效或風險的關係。他們認為能夠降低風險的三個因子，其中一個是在董事會中加入獨立董事。此外，他們也提出具備經營背景的董事比較有可能會增加公司經營風險，因為此董事常認為自己有足夠的經營經驗，所以自信的核准相關風險高的投資案(如大幅增加研發費用)；另一方面，對於外部獨立董事來說，因為對此公司經營業務相較內部董事不熟悉，因此收集更多資訊，對於審核重大投資案較為保守，藉此降低了公司經營風險(Heslin and Donaldson, 1999)。Wang and Oliver (2009)在根據澳洲企業樣本所做的實證研究中，發現設置經營專業的內部執行董事會提升公司的經營風險，而設立其它的專業背景獨立董事，對於公司的經營風險則沒有顯著的正面或負面影響(Wang and Oliver, 2009)。根據以上推論，本研究建立假說 2-2 如下：

假說 2-2：當董事會中經營專業背景的獨立董事席次比例越高，且公司資訊透明度越高時，公司在金融風暴中所受的經營風險越高。

參、研究方法

一、資料蒐集

由於 2008 金融風暴影響全球大小企業，對提供企業決策與公司治理研究的絕佳驗證機會。本研究分析的時空背景聚焦於 2008 金融風暴，因此數據取得的時間點以 2008 年為主。資料篩選過程如表 1 所示，首先挑出 2008 年財務資料齊全的上市公司共 744 筆；接著檢視其在證基會資訊透明評鑑資料是否齊全，餘 619 筆。原則上，全體上市公司均應參與證基會資訊揭露評鑑，但若該上市公司在該年度沒有資訊揭露評等資料，可能原因有六，包含該年度該公司之有價證券變更交易方法、自該年度起掛牌尚未滿一年、於該年度終止上市櫃或停止買賣、

公司負責人(董事長、副董事長、總經理)因誠信問題被起訴、以及該公司財務報表在評鑑期間被會計師出示繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見等。以上，都會使得該公司於該年度沒有資訊揭露評等資料。但因證基會無特別揭露個別公司被排除在評鑑行列外原因；且不進行評鑑之原因，並不全然是因公司經營的誠信出問題。因此本研究僅挑出 2008 年，資訊透明評分資料齊全的公司。最末，再刪除樣本中，2008 年一年期系統風險(Beta)資料不齊全的 9 家公司，最終的樣本總數為 610 家。

表 1 樣本篩選程序

步驟	篩選原則	樣本數
Step 1	財務資料齊全上市公司	744
Step 2	證基會資訊透明評鑑資料齊全	619
Step 3	一年期系統風險(Beta)資料齊全	610

研究樣本以台灣 2008 年，除金融業以外之相關資料均齊全之上市公司共 610 家，探討其獨立董事設置情形、獨立董事之專業背景以及公司資訊透明程度等因素，對於公司在 2008 金融危機衝擊時的經營績效以及經營風險(Beta risk，系統風險)變數之影響。2008 年各上市公司財務、貝它風險(Beta Risk)等數據由台灣經濟新報資料庫(以下簡稱 TEJ 資料庫)取得，各公司獨立董事之相關任期、專業背景等資訊則由各公司股東會年報取得，而上市上櫃公司資訊透明評鑑的資料則採取財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱證基會)之五等第方式(A+、A、B、C、C-)的評分標準。

二、變數衡量

(一) 應變數

本研究在以獨立董事設立的席次比例、專業獨立董事設立的席次比例以及公司資訊透明度的程度，來衡量獨立董事成員組成異質性與資訊透明度高低對於公司經營績效及經營風險的影響。本文中，以調整後總資產報酬率與股東權益報酬率兩個財務比率做為經營績效衡量的指標，而系統風險 β 值則做為經營風險的衡量指標。其主要計算方式與選擇原因如下：

調整後總資產報酬率：為稅前息前折舊前淨利除以總資產，主要原因在於獨立董事須對公司重大投資案進行評估，故折舊前的淨利數據可視為對獨立董事經營貢獻的參考指標之一(Bhagat and Black, 2002; Fich, 2005; Mura, 2007; Cheng, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Rashid, De Zoysa, Lodh, and Rudkin, 2010)。

股東權益報酬率：獨立董事的設立，最初是為了降低代理問題的發生，並保護股東的權益(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983)。因此，本研究參考過去的相關研究，選擇股東權益報酬率作為公司經營績效的重要變數之一，進行探討

(Baysinger and Butler, 1985; Shah, Shah, and Zafar, 2008; Chizema and Kim, 2010; Huang, 2010; Ponnu and Karthigeyan, 2010)。

系統風險： β 值的意義為股價指數之報酬率上升一個單位時，某一證券之報酬率平均上升或下降之單位數。本研究認為，若獨立董事的設立，能夠有效的降低公司的系統風險 β ，對於企業、股東以及相關利害關係人，應該是比較有幫助的。穩定公司經營並降低經營風險的效果，這也是獨立董事在公司經營過程中發揮的重要價值。因此，本研究使用系統風險(Beta Risk)做為研究的應變數之一。

(二) 自變數

獨立董事之設立與席次比例：在獨立董事的設置變數上面，過去的研究中有一部份使用獨立董事設立與否或是獨立董事人數(Baysinger and Butler, 1985; Boone, Casares Field, Karpoff, and Raheja, 2007; Huang, Hsu, Khan, and Yu, 2008; Chiang and He, 2010)；另一些研究則是使用獨立董事占董事會席次比例(Baysinger and Butler, 1985; Yermack, 1996; John and Senbet, 1998; Eng and Mak, 2003; Bonn, Yoshikawa, and Phan, 2004; Boone *et al.*, 2007; Luan and Tang, 2007; Cheng, 2008; Huang *et al.*, 2008; Lefort and Urzúa, 2008; Chiang and He, 2010; Duchin *et al.*, 2010; Ponnu and Karthigeyan, 2010)作為衡量董事會組成或是獨立性的方式，本研究因此使用這兩種方式來當成獨立董事的代理變數。

專業獨立董事席次比例：本研究針對獨立董事專業背景的分類原則主要按照 Duchin *et al.* (2010)的分類方式，並參考台灣狀況，自「公開資訊觀測站」公司治理模組中的「獨立董監事設置情形」，進行整理後分類如下表 2。

表 2 獨立董事專業背景分類原則

專業背景	分類原則(以主要現職或主要經歷區分)
法務	1. 執業律師或取得律師執照者
財務	1. 在銀行、證券公司、上市櫃公司擔任財務經理以上職務者。 2. 執業會計師或具備會計師執照者。
學術	1. 大學、科技大學助理教授以上職位。 2. 國家重點研究機構之副院長、副所長以上職位(EX:中研院、國科會、工研院...etc)
經營	1. 於上市櫃公司擔任副總經理以上職務者(含董事)。 2. 於非上市櫃公司擔任總經理以上職務者(含董事)。
其它	1. 政治人物(國大代表、立法委員、部會首長等)不進行專業背景之分類。 2. 無主要現職者，以主要經歷符合前述分類原則，以多者分之。 3. 無主要現職亦無主要經歷者，不進行分類。

資料來源：本研究整理。

資訊透明度：參考 Chiang and He (2010)的研究做法，依照證基會對公司資訊透明程度的高低順序評鑑的 A+、A、B、C、C-五個等第的評級，分別給予 5、4、3、2、1 的評分，以供後續進行統計分析操作。

交互作用項：董事會的運作效率，以及獨立董事是否能夠發揮改善公司治理品質的作用，可能與公司資訊透明程度有關(Lawler *et al.*, 2002; Nowak and McCabe, 2003; Raheja, 2005; Adams and Ferreira, 2007)。本研究將獨立董事席次比例以及專業獨立董事席次比例與資訊透明度相乘，用以來檢測獨立董事的設立以及專業獨立董事的比率，在不同的公司資訊透明程度下對於公司經營績效以及經營風險的交互影響。因為在模型中的交互作用項是由獨立董事席次比例以及公司資訊透明度兩個變項相乘得來，若直接放入模型中進行迴歸分析，其共線性問題會很嚴重。因此本研究參考 Aiken and West (1991)兩位學者的做法，將兩個自變數各自標準化後，再行相乘以得到交互作用項，藉此解決兩變數直接相乘之後造成的共線性問題(Aiken and West, 1991; Harrell and Harrell, 2001; 陳曉萍, 2008)。

(三) 控制變數

本研究另外參考過去探討獨立董事與公司經營績效相關研究中納入了成長機會(研發及廣告費用占公司之營收比例) (Titman and Wessels, 1988; Mura, 2007; Huang, Hsu, Khan, and Yu, 2008)、公司規模(資產總額取自然對數) (Eng and Mak, 2003; Mura, 2007; Huang *et al.*, 2008; Duchin *et al.*, 2010)、負債比率(Mura, 2007; Cheng, 2008; Duchin *et al.*, 2010)、董事會總人數(Hempel and Fay, 1994; Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren, and Wells, 1998; Bhagat and Black, 2002; Bonn, Yoshikawa, and Phan, 2004; Cheng, 2008; Cheng, Evans, and Nagarajan, 2008)、董監、經理人以及十大股東持股比率(Eng and Mak, 2003; Ryan and Wiggins, 2004)、薪酬設計(Lawler *et al.*, 2002)等因素做為控制變數。並另外將電子業用一個虛擬之產業變數特別做區別，放入模型之中當成控制變數進行分析(Fama, 1980; Hempel and Fay, 1994; Bhagat and Black, 2002; Eng and Mak, 2003; Chiang and He, 2010; Ponnu and Karthigeyan, 2010)

三、模型設計

(一) 模型 1-1 及 模型 1-2

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \text{ 成長機會} + \beta_2 \text{ 公司規模} + \beta_3 \text{ 負債比率} + \beta_4 \text{ 董事會規模} + \beta_5 \text{ 產業變數} + \beta_6 \text{ 董監持股}\% + \beta_7 \text{ 經理人持股}\% + \beta_8 \text{ 董監持股}\% + \beta_9 \text{ 董監酬勞}\% + \beta_{10} \text{ 獨立董事席次}\% + \beta_{11} \text{ 資訊透明程度} + \beta_{12} \text{ 獨立董事席次}\% * \text{資訊透明程度} + \varepsilon \dots\dots\dots (1)$$

模型 1-1 之應變數為公司經營績效，除了股東報酬率 ROE 外，另外也分別將調整後總資產報酬率 ROA 放入檢測，模型 1-2 則是測試經營風險，即以系統風險 Beta Risk 取代 ROE 放入檢測。模型 2-1 及模型 2-2 進一步將獨立董事席次細分成法務、財務、學術及經營獨立董事。

(二) 模型 2-1 及模型 2-2

$$\begin{aligned}
ROE = & \beta_0 + \beta_1 \text{成長機會} + \beta_2 \text{公司規模} + \beta_3 \text{負債比率} + \beta_4 \text{董事會規模} + \\
& \beta_5 \text{產業變數} + \beta_6 \text{董監持股\%} + \beta_7 \text{經理人持股\%} + \beta_8 \text{董監持股\%} + \\
& \beta_9 \text{董監酬勞\%} + \beta_{10} \text{法務獨立董事席次\%} + \beta_{11} \text{財務獨立董事席次\%} + \\
& \beta_{12} \text{學術獨立董事席次\%} + \beta_{12} \text{經營獨立董事席次\%} + \\
& \beta_{13} \text{資訊透明程度} + \beta_{14} \text{法務獨立董事席次\%} * \text{資訊透明程度} + \\
& \beta_{15} \text{財務獨立董事席次\%} * \text{資訊透明程度} + \\
& \beta_{16} \text{學術獨立董事席次\%} * \text{資訊透明程度} + \\
& \beta_{17} \text{經營獨立董事席次\%} * \text{資訊透明程度} + \varepsilon \dots\dots\dots (2)
\end{aligned}$$

同前面一組模型之情況，模型 2-1 之應變數除了股東權益報酬率 ROE 外，另外也將調整後總資產報酬率 ROA 取代原有應變數 ROE 放入檢測，模型 2-2 則是將系統風險 Beta Risk 取代原有應變數 ROE 放入進行統計驗證。

肆、實證結果與分析

表 3 為 2008 年台灣上市公司研究變數之敘述統計。總樣本家數為 610 家，其中電子業 293 家、非電子業 317 家。

表 3 研究變數之敘述統計

變數	平均數	標準差	25 分位數	中位數	75 分位數
股東權益報酬率	0.041	0.155	-0.001	0.053	0.118
總資產報酬率	0.080	0.111	0.039	0.080	0.126
系統風險(Beta)	0.941	0.254	0.773	0.980	1.123
成長機會	0.084	0.111	0.027	0.058	0.100
公司規模	285 億	747 億	358	702	1,804
負債比率	0.420	0.175	0.294	0.431	0.544
董監持股	0.226	0.143	0.126	0.190	0.287
經理人持股	0.010	0.020	0.001	0.003	0.010
十大股東持股	0.188	0.110	0.110	0.171	0.244
董監酬勞	0.014	0.090	0	0.006	0.017
董事會規模	7.160	2.380	5	7	8
資訊透明度	3.290	0.677	3	3	4

資料來源：本研究整理。

本研究除了歸納出各個獨立董事相關的變數之外，並將各公司獨立董事具有的不同專業背景進行敘述統計分析，由以下表 4 中可以得知，在本研究的樣本中，台灣於 2008 年的上市公司中，設有獨立董事的公司共計有 231 家，占樣本總數的 37.87%；而以不同專業背景來區分，占比最少的為設有法律專業獨立董事的公司，共 20 家，約為總樣本的 3.3%；而設立經營專業獨立董事的公司則是最多的，占 22.62%。

表 4 2008 年台灣上市公司獨立董事設置情形

	設有 獨立董事	設有法務 獨立董事	設有財務 獨立董事	設有學術 獨立董事	設有經營 獨立董事
家數	231	20	74	100	138
占上市公司%	37.87%	3.3%	12.13%	16.39%	22.62%

資料來源：本研究整理。

進行迴歸分析之前，本研究先進行各變數間之相關分析，初步檢視各模型內變數的選擇是否適切。檢視結果顯示，本研究中各自變數間的相關係數，並沒有兩兩彼此間大於 0.8 者，並且變異數膨脹係數(Variance Inflation Factor, VIF)亦顯示各迴歸模式自變數的 VIF 值均在 1 至 1.5 之間，據此可推論，本研究各迴歸模式中，自變數之挑選尚為適切。

研究首先針對公司設立獨立董事與否進行迴歸分析，在 2008 年時，設立獨立董事的公司確實比沒有設立獨立董事的公司，在經營績效上有著顯著的正向影響。但在獨立董事設立對於公司經營風險的影響方面，不像其對於公司經營績效上的迴歸結果，獨立董事的設立對於公司經營風險的降低程度，並沒有達到統計上的顯著水準。或許可以推論在經營風險方面，單純設立獨立董事對於其影響並沒有那麼明顯，可能要再加入其它的因子共同進行探討。另外，本研究也發現，電子業的經營風險在 2008 年時，比非電子業來得高，或許也跟台灣的電子業多為代工形式有關，與全球經濟狀況的聯結密切，當全球金融風暴產生時，連帶造成了整體電子業在獲利的波動幅度上來得比非電子業高。

至於經營績效觀點部分，模型 1-1 及 1-2 之分析結果表 5 顯示，獨立董事的席次比例對於股東權益報酬率以及調整後總資產報酬率達到了顯著正向的影響($\beta = 0.18, p < 0.01$; $\beta = 0.17, p < 0.01$)。唯公司資訊透明度的高低，並沒有顯著的影響其獨立董事對於公司績效的提升效果。因此，假說 1 的前半部，獨立董事占董事會的席次比率越高，公司在金融風暴中的經營績效越好是得到支持的；但是後半部關於資訊透明程度越高，獨立董事席次比率對於公司經營績效的提升效果越佳則沒有得到支持。

針對模型 1-2，經營風險的分析部份則得到了比較有意思的結果。當獨立董事占董事會的席次比例越高，對於公司的經營風險似乎是有負面的影響，也就是公司的經營風險會因為獨立董事在董事會中所占的比例越高而提升。但是，當公司資訊透明度較高時，這個影響就會轉為正面影響。也就是說，單純設立獨立董事有可能提升公司的經營風險，唯有搭配公司的資訊透明度提高，或者是獨立董事在一個較容易取得公司資訊的環境下時，對於公司經營風險的降低才会有比較正向的影響。因此，在經營風險的驗證部分，獨立董事的席次比例對於公司經營風險確實會有影響，惟與本研究假說 1-2 當初預期方向相反，驗證結果是正向的

影響($\beta = 0.07, p < 0.1$)；即唯有在公司資訊透明程度較高的情況下，獨立董事才能夠發揮降低公司經營風險的功用($\beta = -0.09, p < 0.01$)，四個模型中，解釋能力(R^2 及 F 值)以模型 2-2 最佳。

表 5 模型 1-1 及模型 1-2 之分析結果

控制變數	模型 1-1 報酬				模型 1-2 風險	
	ROE		Adj-ROA		Beta Risk	
	係數	顯著性	係數	顯著性	係數	顯著性
常數項	0.00***	-4.14	0.00***	-5.03	0.00***	-6.88
成長機會	-0.05	-1.30	-0.05	-1.26	-0.11***	-2.88
公司規模	0.20***	4.31	0.25***	5.55	0.37***	8.88
負債比率	-0.24***	-5.47	-0.25***	-5.77	-0.12***	-3.14
董事會規模	-0.04	-1.00	-0.03	-0.65	-0.18***	-4.85
產業變數	0.03	0.62	0.11**	2.55	0.12***	2.99
董監持股	0.07	1.62	0.14***	3.52	-0.20***	-5.36
經理人持股	0.08**	1.98	0.08**	2.16	-0.02	-0.62
十大股東持股	0.12***	2.99	0.15***	3.91	-0.29***	-7.83
董監酬勞	0.02	0.48	0.01	0.31	0.03	0.98
預測變數						
獨立董事席次%	0.18***	4.14	0.17***	3.95	0.07*	1.85
資訊透明度	0.04	1.01	0.03	0.78	-0.01	-0.24
獨立董事席次%*	0.04	1.13	0.03	0.86	-0.09***	-2.62
資訊透明度						
F 值	7.27***		10.44***		20.69***	
R ²	0.127		0.173		0.294	
Adj-R ²	0.110		0.157		0.280	

註 1：*： $p < 0.1$ ；**： $p < 0.05$ ；***： $p < 0.01$ 。

註 2：n = 610。

接下來，本研究將再進一步探討，究竟是哪一種專業背景的獨立董事，有降低公司經營風險的效果呢？根據表 4 的結果顯示，經營背景的獨立董事席次越高對於公司經營風險有顯著的提升效果；而法務、財務、學術背景的獨立董事席次則沒有類似的直接效果產生。然而，當把資訊透明度的交互作用項置入之後，發現法務、財務、學術等三種專業背景的獨立董事，能夠有效的降低公司的經營風險，而經營專業背景的獨立董事則沒有類似降低經營風險的效果。

另外，學術專業以及經營專業的獨立董事占董事會的席次比例對於公司的股東權益報酬率以及調整後總資產報酬率有顯著的正向關係；同時，學術專業的獨立董事對於總資產報酬率的正向影響比經營專業背景的獨立董事來得略高，而經營專業背景的獨立董事則在股東權益報酬率的影響上比學術背景的獨立董事來得略佳。惟在表 4 中的分析結果也顯示，加入專業獨立董事席次與資訊透明程度的四個交互作用變項均未達到顯著，也因此沒有足夠的證據說明獨立董事對於公司經營績效的效果會受到公司資訊透明程度的高低而有所不同。

綜合以上所述，假說 2-1 及 2-2 的推論僅得到部分支持，台灣的企業設立學術背景的獨立董事(非經營專業背景)者，對於公司經營績效也有顯著提升的效果，然而這個效果在資訊透明度提升之後，並沒有更為加強。而假說 2-1 的部分也可以說是得到部份的驗證，設立經營專業背景的獨立董事對於公司經營績效確實有提升的作用，但是同樣的，資訊透明程度與經營背景獨立董事席次比例在此的交互作用並不顯著。

此外，綜合表 5 與表 6 發現一個特別結果，就是學術專業背景的獨立董事，在本研究結果中是唯一能夠同時提升公司經營績效，並且在公司資訊透明度較高之狀況下又能夠降低公司經營風險的。若從 Fama (1980)與 Heslin and Donaldson (1999)的觀點來看，均認為透過獨立董事可增加公司取得外部資訊協助公司做出正確決策，由此可印證，學術專業的獨立董事，更能融合產業以及學術界兩方的資訊，進而對於公司的經營績效以及經營風險均產生正面的影響(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985; Heslin and Donaldson, 1999)。

表 6 模型 2-1 及模型 2-2 之分析結果

控制變數	模型 2-1 報酬				模型 2-2 風險	
	ROE		Adj-ROA		Beta Risk	
	係數	顯著性	係數	顯著性	係數	顯著性
常數項	0.00 ^{***}	-3.98	0.00 ^{***}	-4.86	0.00 ^{***}	-6.90
成長機會	-0.05	-1.27	-0.05	-1.31	-0.11 ^{***}	-2.88
公司規模	0.20 ^{***}	4.15	0.25 ^{***}	5.37	0.38 ^{***}	8.96
負債比率	-0.24 ^{***}	-5.51	-0.25 ^{***}	-5.79	-0.13 ^{***}	-3.20
董事會規模	-0.04	-0.91	-0.03	-0.61	-0.18 ^{***}	-4.81
產業變數	0.05	0.62	0.12 ^{***}	2.82	0.13 ^{***}	3.16
董監持股	0.08	1.85 [*]	0.15 ^{***}	3.67	-0.19 ^{***}	-5.14
經理人持股	0.08 ^{**}	2.06	0.08 ^{**}	2.17	-0.02	-0.55
十大股東持股	0.13 ^{***}	3.13	0.16 ^{***}	3.96	-0.29 ^{***}	-7.89
董監酬勞	0.03	0.68	0.02	0.54	-0.00	-0.08
預測變數						
法務獨立董事席次%	0.03	0.81	0.04	1.01	-0.03	-0.91
財務獨立董事席次%	0.04	0.88	0.05	1.12	-0.02	-0.50
學術獨立董事席次%	0.10 ^{**}	2.35	0.11 ^{***}	2.78	0.03	0.91
經營獨立董事席次%	0.11 ^{**}	2.54	0.09 ^{**}	2.19	0.06 [*]	1.65
資訊透明度	0.04	0.90	0.03	0.76	-0.02	-0.44
法務獨立董事席次%* 資訊透明度	0.03	0.71	0.01	0.29	-0.07 [*]	-1.91
財務獨立董事席次%* 資訊透明度	0.06	1.35	0.05	1.33	-0.08 ^{**}	-2.17
學術獨立董事席次%* 資訊透明度	-0.01	-0.20	0.00	0.07	-0.07 [*]	-1.93
經營獨立董事席次%* 資訊透明度	-0.03	-0.62	-0.03	-0.63	-0.01	-0.35
F 值	4.64 ^{***}		6.92 ^{***}		14.44 ^{***}	
R ²	0.124		0.174		0.305	
Adj-R ²	0.097		0.149		0.284	

註 1：*：p < 0.1；**：p < 0.05；***：p < 0.01。

註 2：n = 610。

伍、結論與建議

一、結論與管理意涵

綜合本研究的實證結果，與 Fama 等學者的觀點相互呼應，其認為獨立董事的存在重點之一在於提升董事會的異質性，公司能透過這些獨立董事與外界產生更多的連結，取得企業經營過程中的必要資源(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983)。同時這樣的異質性使得董事會決策層中出現互補性，讓各種不同的觀點能夠充分納入決策過程，提升公司經營的品質(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Carter, Simkins, and Simpson, 2003; Van Der Walt and Ingley, 2003; Ferreira and Laux, 2007)。同時，本研究的結果發現，當公司的資訊透明程度較高時，非經營專業背景的獨立董事更能夠有效的降低整個公司的經營風險，這與之前探討影響董事會運作效率因素的文獻亦有所呼應(Heslin and Donaldson, 1999; Lawler *et al.*, 2002; Duchin *et al.*, 2010)。由上述結論可衍生出兩點重要之管理意涵：

1. 獨立董事的設立對於公司經營績效有正向的影響，同時在經營風險部份，若能配合公司資訊透明程度的提升，將對於公司的經營品質發揮更大的作用。

從本研究以台灣 2008 年上市公司為樣本的分析結果中，雖然發現設立獨立董事能夠提升公司的經營績效，卻也可能造成經營風險的提升。不過，若公司能夠致力在提升資訊透明程度，獨立董事的設立也將有機會對穩定公司獲利做出貢獻，以降低公司經營風險，讓股東以及相關利害關係人對於公司的經營更有信心。本研究認為，公司資訊透明是讓獨立董事能夠發揮其效用時所必須具備的條件，唯有當公司之資訊越能夠被輕易取得的情況，獨立董事才能夠快速了解公司風險所在，並且以其專業知識提供公司正確的意見，以達到改善公司經營品質及發揮監督機制的目的。

2. 決策者的有限理性可能造成決策盲點，若能配合設立不同專業背景之獨立董事，製造互補性，讓各種決策觀點更為完備，同時提升公司資訊透明度，將能有效提升經營績效及降低經營風險。

研究結果發現，學術及經營專業背景的獨立董事確實能夠提升公司的經營績效，但是相對的，經營專業背景之獨立董事對於公司的經營風險也有提升的效果。可能的原因就在於其依賴本身既有思維來進行決策，也因此公司資訊透明程度對其經營決策的模式或過程並沒有影響。若董事會中的成員多以經營專業背景為主，對於公司的經營績效，將有可能出現一味追求高報酬，枉顧公司經營風險提高的情況，也使得公司相關利害關係人或是股東的權益受到傷害。公司在不同生命週期有不同的經營目標、成長階段時，追求高成長是重要的；惟一旦進入穩定期，

穩定性的目標，也就是低經營風險逐漸顯得重要。因此，若公司能夠在董事會中加入如法務、財務等不同專業背景的成員，會對於決策資訊的收集更加謹慎與小心，雖然不一定能夠直接提升公司經營績效，但是透過更多收集資訊的過程，減少公司決策高層之盲點，進而降低公司經營的風險。

以上兩點，或許可以給予未來企業選擇獨立董事時作為一些參考的要點。讓各企業可根據不同的需求，以配置不同專業背景的獨立董事以協助公司進行營運。

二、研究限制與後續發展

本研究的限制在於僅使用 2008 年台灣上市公司的資料進行分析，初衷在利用這近半世紀以來，整體企業經營環境經濟最低迷時點之資料，來檢視獨立董事對於公司經營績效以及風險是否真有正面的影響。而未來有志於此之研究者或許可以嘗試使用較長時間的縱斷面資料(Panel Data)進行更深入的研究，瞭解獨立董事的專業背景或是董事會品質對於公司的經營績效或是風險的長遠影響為何。

在當前企業經營的疆界越來越模糊，且經營環境日趨複雜的情況下，種種諸如跨國籍、跨文化的因素均加劇了企業經營，以及彼此間競爭的複雜程度，也產生了新的管理議題，更使得當今企業經營模式可能無法再以固有的成功經驗為圭臬，或是靠著單一國家的經營團隊就可以勝任的。因此，高階經營團隊以及監督團隊的專業化、異質化、國際化可能都是未來可以想見的重要趨勢。這當然也包含董事會成員除了在專業背景上要有所強化外，可能不同國籍的董事會成員及彼此的互補性設計，也是未來公司要營運順利的必要條件。

參考文獻

1. 方俊儒、李秀英、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, 頁55-80。
2. 李建然、廖秀梅、廖益興(2003),「股權結構、董事獨立性與企業經營績效之研究」, *會計理論與實務研討會論文集*, 成功大學與中華會計教育學會。
3. 邱垂昌、莊清駿(2010),「獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值之關聯性」, *中山管理評論*, 第18卷, 第4期, 頁949-1008。
4. 陳業寧、邱顯比、洪雲萍(2004),「獨立董事與公司治理：政府應該要求所有上市上櫃公司聘任獨立董事嗎?」, *證券市場發展季刊*, 第16卷, 第4期, 頁1-36。
5. 陳曉萍(2008), *組織與管理研究的實證方法*, 台灣台北：華泰文化。
6. Adams, R. B. and D. Ferreira (2007), "A Theory of Friendly Boards," *Journal of Finance*, Vol. 62(1), pp.217-250.
7. Aiken, L. S. and S. G. West (1991), *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*. Sage Publications, Inc.
8. Alchian, A. A. and H. Demsetz (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization," *The American Economic Review*, Vol. 62(5), pp.777-795.
9. Bhagat, S. and B. Black (1999), "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance," *The Business Lawyer*, Vol. 54(3), pp.921-963.
10. ---- (2002), "The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance," *Journal of Corporation Law*, Vol. 27(2), pp.231-273.
11. Bonn, I., T. Yoshikawa, and P. H. Phan (2004), "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison between Japan and Australia," *Asian Business & Management*, Vol. 3(1), pp.105-125.
12. Boone, A. L., L. Casares Field, J. M. Karpoff, and C. G. Raheja (2007), "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 85(1), pp.66-101.
13. Carter, D. A., B. J. Simkins, and W. G. Simpson (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value," *Financial Review*, Vol. 38(1), pp.33-53.
14. Cheng, S. (2008), "Board Size and the Variability of Corporate Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87(1), pp.157-176.
15. Cheng, S., J. H. Evans, and N. J. Nagarajan (2008), "Board Size and Firm Performance: The Moderating Effects of the Market for Corporate Control," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 31(2), pp.121-145.
16. Chiang, H.-T. and L.-J. He (2010), "Board Supervision Capability and Information Transparency," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18(1), pp.18-31.
17. Chizema, A. and J. Kim (2010), "Outside Directors on Korean Boards: Governance and Institutions," *Journal of Management Studies*, Vol. 47(1), pp.109-129.
18. Coase, R. H. (1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, Vol. 4(16), pp.386-405.

19. Baysinger, D. B. and R. E. Hoskisson (1990), "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy," *The Academy of Management Review*, Vol. 15(1), pp.72-87.
20. Baysinger, D. B. and H. N. Butler (1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1(1), pp.101-124.
21. Demsetz, H. (1988), "The Theory of the Firm Revisited," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 4(1), pp.141-161.
22. Duchin, R., J. G. Matsusaka, and O. Ozbas (2010), "When Are Outside Directors Effective?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 96(2), pp.195-214.
23. Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. T. Wells (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 48(1), pp.35-54.
24. Eisenhardt, K. M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review," *The Academy of Management Review*, Vol. 14(1), pp.57-74.
25. Eng, L. L. and Y. T. Mak (2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22(4), pp.325-345.
26. Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88(2), pp.288-307.
27. Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law & Economics*, Vol. 26(2), pp.301-325.
28. Ferreira, M. A. and P. A. Laux (2007), "Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow," *The Journal of Finance*, Vol. 62(2), pp.951-989.
29. Fich, E. M. (2005), "Are Some Outside Directors Better Than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms," *Journal of Business*, Vol. 78(5), pp.1943-1971.
30. Harrell, F. E. and F. Harrell (2001), *Regression Modeling Strategies*. New York: Springer.
31. He, E. and D. W. Sommer (2010), "Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition," *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 77(2), pp.265-295.
32. Hempel, P. and C. Fay (1994), "Outside Director Compensation and Firm Performance," *Human Resource Management*, Vol. 33(1), pp.111-133.
33. Hermalin, B. and M. Weisbach, 2001. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
34. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, Vol. 20(4), pp.101-112.
35. ---- (1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the Ceo," *The American Economic Review*, Vol. 88(1), pp.96-118.
36. Heslin, P. and L. Donaldson (1999), "An Organizational Portfolio Theory of Board Composition," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 7(1), pp.81-

- 88.
37. Huang, C. J. (2010), "Board, Ownership and Performance of Banks with a Dual Board System: Evidence from Taiwan," *Journal of Management & Organization*, Vol. 16(2), pp.219-234.
 38. Huang, H. H., P. Hsu, H. A. Khan, and Y. L. Yu (2008), "Does the Appointment of an Outside Director Increase Firm Value? Evidence from Taiwan," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 44(3), pp.66-80.
 39. Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), pp.305-360.
 40. John, K. and L. W. Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22(4), pp.371-403.
 41. Lawler, E. E., G. S. Benson, D. L. Finegold, and J. A. Conger (2002), "Corporate Boards: Keys to Effectiveness," *Organizational Dynamics*, Vol. 30(4), pp. 310-324.
 42. Lefort, F. and F. Urzúa (2008), "Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile," *Journal of Business Research*, Vol. 61(6), pp.615-622.
 43. Luan, C. J. and M. J. Tang (2007), "Where Is Independent Director Efficacy?," *Corporate Governance-an International Review*, Vol. 15(4), pp.636-643.
 44. M.Jones, T. and L. D.Goldberg (1982), "Governing the Large Corporation: More Arguments for Public Directors," *The Academy of Management Review*, Vol. 7(4), pp.603-611.
 45. Monsen, R. J., J. S. Chiu, and D. E. Cooley (1968), "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 82(3), pp.435-451.
 46. Mura, R. (2007), "Firm Performance: Do Non-Executive Directors Have Minds of Their Own? Evidence from Uk Panel Data," *Financial Management*, Vol. 36(3), pp.81-112.
 47. Nowak, M. J. and M. McCabe (2003), "Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11(4), pp.300-307.
 48. Petra, S. T. (2005), "Do Outside Independent Directors Strengthen Corporate Boards?," *Corporate Governance*, Vol. 5(1), pp.55-64.
 49. Ponnu, C. H. and R. M. Karthigeyan (2010), "Board Independence and Corporate Performance: Evidence from Malaysia," *African Journal of Business Management*, Vol. 4(6), pp.858-868.
 50. Raheja, C. G. (2005), "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40(2), pp.283-306.
 51. Rashid, A., A. De Zoysa, S. Lodh, and K. Rudkin (2010), "Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh," *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 4(1), pp.76-95.
 52. Rost, K. and M. Osterloh (2010), "Opening the Black Box of Upper Echelons:

- Drivers of Poor Information Processing During the Financial Crisis,” *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18(3), pp.212-233.
53. Ryan, H. E. and R. A. Wiggins (2004), “Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 73(3), pp.497-524.
 54. Shah, S. S. A., S. Z. A. Shah, and N. Zafar (2008), “Non Executive Directors and Performance of Firms: Empirical Evidence from an Emerging Market,” *The Business Review, Cambridge*, Vol. 10(2), pp.207-212.
 55. Titman, S. and R. Wessels (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice,” *Journal of Finance*, pp.1-19.
 56. Tosi, H. (2003), “Why Outsiders on Boards Can't Solve the Corporate Governance Problem,” *Organizational Dynamics*, Vol. 32(2), pp.180-192.
 57. Van Der Walt, N. and C. Ingley (2003), “Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors,” *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11(3), pp.218-234.
 58. Wang, Y. and J. Oliver (2009), “Board Composition and Firm Performance Variance: Australian Evidence,” *Accounting Research Journal*, Vol. 22(2), pp.196-212.
 59. Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 40(2), pp.185-211.

Do Independent Directors Matter? The Evidence from Taiwan under the Global Financial Crisis of 2008

Po-Young Chu

Professor, Department of Management Science,
National Chiao-Tung University

Yu-Ling Lin

Associate Professor, Department of Business Management,
National Chin-Yi University of Technology

Chun-Yu Lin

Department of Management Science,
National Chiao-Tung University

Abstract: All the listed corporations in Taiwan were required to incorporate independent directors in the board according to Taiwan Corporation's constitutions after January 2007. Does it really matter when this regulation has been enforced? This research used the sample of listed corporations from Taiwan in year 2008, when the global financial storm occurred to explore the relationship between the composition of independent directors and firm performance. Using the information transparency as a moderator, the research found that the setting of independent directors and the specific professional background of independent directors have positive effects on promoting the firm's performance. In addition, when the information transparency and the independent directors' background are integrated in the model, we find that it has the positive effects on reducing the firm's systematic risk.

Keywords: Board Composition; Professional Background of Independent Director; Information Transparency; Corporate Governance; Firm Performance