

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

The Influence of Independent Directors on Effects of Announcing Investment in Mainland China

黃旭輝* *Hsu-Huei Huang*
國立高雄大學金融管理學系
Department of Finance,
National University of Kaohsiung

摘要

本文針對有聘任獨立董事，且在獨立董事聘任前後均有至大陸投資的台灣上市公司，探討其在獨立董事聘任前後的投資宣告效果是否有所差異，結果發現獨立董事聘任之後的宣告效果顯著優於獨立董事聘任之前的宣告效果，此一結果支持獨立董事的監督機制，有助於降低公司因代理問題所引發過度投資的疑慮。此外，我們進一步針對代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司，探討其大陸投資的宣告效果是否會因獨立董事的聘任而有所差異，結果亦顯示，這些公司的大陸投資宣告效果，在獨立董事聘任之後有顯著的提升。本文所稱的潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司，包括成長機會較低、資訊不對稱程度較大、董事會持股比率較低、法人持股比率較低以及董事長身兼總經理的公司和家族企業。

關鍵詞：獨立董事、大陸投資、成長機會、家族企業、資訊不對稱

*通訊作者：黃旭輝

Abstract

Using a sample of Taiwan listed companies, we examined whether a company's announcing of an intention to invest in mainland China would have a better effect on stock prices if independent directors are already appointed. Our results showed the announcement had a significantly better effect on stock price when independent directors were already appointed, suggesting that having independent directors in place can strengthen the ability of the board to supervise corporate investment decisions and reduce shareholder anxiety about the possibility of overinvestment. In addition, focusing on companies that already have independent directors in place, we also investigated the effect of such an announcement in those companies with more serious agency problems or weaker supervision as is found in firms which have less growth opportunity, which have a larger degree of information asymmetry, which have fewer shares owned by members of the board of directors or institutional investors, or whose chairman of the board also serves as their CEO or in firms that are family controlled. We found that such companies can expect an announcement of intention to invest in mainland China to have a better effect on stock prices if they have already appointed independent directors.

Keywords: Independent director, China investment, Growth opportunity, Family business, Information asymmetry

壹、緒論

海外投資是否能提升公司的價值，與海外投資方案的淨現值是否為正有關，站在股東的立場而言，公司不應投資於淨現值為負的投資方案，因為，這樣的投資決策將導致公司價值的下降。然而，在所有權與經營權分離的體制之下，經理人有可能為了追求其個人的私利而傷害股東的利益，亦即，投資於淨現值為負的投資方案，因為隨著公司規模的變大，經理人的薪酬與權力也跟著增加 (Ciscell & Carroll, 1980)，因此，海外投資是否真能提升公司價值，仍有待實證研究來解答。

MNCs (Multinational corporations) 的海外投資宣告是否能提升公司價值，現有的實證還沒有一致性的結論，大多數的研究支持海外投資宣告會提升公司價值 (Doukas & Travlos, 1988; Chen et al., 1991; Gupta et al., 1991; Hu et al., 1992; Morck & Yeung, 1992; Ding, 1997; Kiyamaz & Mukherjee, 2001; Kim, 2003; Kiyamaz, 2003)，但也有部份研究指出，海外投資宣告並未對公司價值造成顯著的影響 (Lee & Wyatt, 1990; Lummer & McConnell, 1990; Chung et al., 1993)，這些差異形成的原因，有可能是因為海外投資的地區不同，也有可能是因為 MNCs 本身的特性不同所導致，因此，還需要有更多的研究探討究竟什麼樣的因素會影響海外投資的宣告效果。過去的研究也部份討論了公司特性對於海外投資宣告效果的影響，包括公司過去是否有海外投資的經驗 (Waheed & Mathur, 1995; Gupta & Misra, 2000)、海外投資的地區 (Waheed & Mathur, 1995)、海外投資的進入方式 (Entry mode) (Pan & Chi, 1999) 以及公司的所屬產業 (Ding, 1997) 等。然而，上述這麼有限的了解，相對於海外投資議題的重要性而言，似乎顯示此一議題仍有待更深入與廣泛的探討，因此本文嘗試從一個新的觀點，亦即獨立董事與代理問題的角度出發，探討獨立董事在海外投資決策上所可能扮演的重要角色。

前述的文獻中，有二篇研究探討公司到中國大陸投資的宣告效果 (Gupta et al., 1991; Hu et al., 1992)，這二篇文章均是探討美國 MNCs 到中國大陸投資的宣告效果，且都發現公司宣告到中國大陸投資會導致公司價值的上升。台灣的公司宣告到中國大陸投資是否也會有相同的效果？這可不一定。因為世界上沒有任何二個國家或地區的關係像台灣與中國大陸之間這麼微妙，一方面中國大陸是台灣最重要的貿易與投資夥伴，根據統計，1991 年至 2004 年之間，台灣企業到中國大陸的直接投資佔所有 FDI (Foreign direct investment) 比重的 48.86%，且呈現逐年成長的趨勢，2004 年的大陸投資佔 FDI 比率已上升至 67.24%。另一方面中國大陸又與台灣存在緊張與對立的政治關係，主要的原因在於中國大陸視台灣為中國的一部分，但，從 1995 年開始，台灣總統相對於過去呈現比較傾向獨立的言論，讓中國大陸感到不安，為了反對台灣獨立，中國大陸一再重申不會放棄以武力攻打台灣，甚至曾在 1995 與 1996 年於台灣外海試射飛彈，造成台灣股市的大跌。

除了台灣與中國大陸間的政治氣氛可能影響台灣 MNCs 的中國大陸投資宣告效果之外，我們認為獨立董事也可能扮演一個重要的角色，因為獨立董事比較能客觀的監督經理人，公司也會因聘任獨立董事而提升其董事會的監督機制 (Jensen, 1993)，進而降低經理人因自利動機作出錯誤投資決策 (投資於淨現值小於零的投資方案) 的機會。若以美國 MNCs 為研究對象，我們很難直

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

接觀察獨立董事對海外投資宣告效果的影響，因為美國上市公司聘任獨立董事的規定已實行多年，因此很難比較獨立董事聘任前後在海外投資宣告效果是否有所差異。但是台灣的獨立董事制度尚處於起步的階段，截至本文的研究期間為止（2006年），台灣的相關法律並未強制要求所有上市公司均需聘任獨立董事，連一位都沒有要求，相關的規定，僅在「上市審查準則」中要求公司需聘請二位獨立董事，然而此規定，僅適用於正要申請上市的公司，至於已經上市的公司，則不受此規範。因此，相當多數的台灣上市公司，完全沒有聘任獨立董事，而有聘任的公司，也大多是在近幾年才開始聘任。

台灣的情況，正好提供一個很好的機會，讓我們可以直接比較獨立董事聘任前與聘任後的大陸投資宣告效果是否有所差異，這樣的比較，是美國以及其他獨立董事強制聘任規定施行已久的國家所難以進行的。為了觀察此一現象，我們選樣的標準設定為公司必須有聘任獨立董事，且在獨立董事聘任前後均有進行大陸投資宣告的公司，觀察其大陸投資的宣告效果是否會因獨立董事的聘任而有所提升，實證結果發現：樣本公司在獨立董事聘任之前，其大陸投資的宣告效果顯著為負，但在獨立董事聘任之後，同樣的公司，其大陸投資的宣告效果卻由負轉正。亦即，我們的實證結果支持獨立董事的聘任可提升大陸投資的宣告效果，我們認為這是因為獨立董事可提升董事會的監督機制，並減少公司作出錯誤投資決策的機會所導致。

如果獨立董事的聘任有助於提升董事會對於經理人決策的監督機制，並進而降低經理人因代理問題所引發過度投資的機率，我們認為獨立董事的聘任對於潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司，其效益將更為顯著。因此，我們進一步針對這些監督機制較差或代理問題較嚴重的公司，探討其大陸投資的宣告效果是否將因獨立董事的聘任而有顯著的提升。本文所稱的潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司，包括成長機會較低、資訊不對稱程度較大、董事會持股比率較低、法人持股比率較低以及董事長身兼總經理的公司和家族企業。實證結果顯示：上述公司在獨立董事聘任之前的大陸投資宣告效果，幾乎都呈現負向的反應，但在獨立董事聘任之後，此一宣告效果卻顯著地由負轉正。這樣的結果意謂，由於這些公司比較可能作出傷害股東利益的投資決策，因此更需要獨立董事從客觀的角度，評估與監督公司的投資決策，如果公司沒有獨立董事扮演此一把關的角色，投資人將不信任公司的大陸投資可提升公司的價值，因此其宣告效果較差，但在獨立董事聘任之後，由於投資人的這層疑慮已大幅降低，因而公司的大陸投資宣告效果也因此顯著的提升。最後，我們也發現公司是否會因獨立董事的聘任而提升其大陸投資的宣告效果與公司的代理問題息息相關，亦即，代理問題較為嚴重的公司，比較可能因為獨立董事的聘任而提升其大陸投資的宣告效果。

本文與過去研究的比較

相對於過去海外投資宣告效果的研究，本文與 Gupta et al. (1991) 與 Hu et al. (1992) 雖然都是探討公司的中國大陸投資宣告效果，然而他們的研究顯示美國 MNCs 到中國大陸的投資宣告對於公司價值具有顯著正向的影響，然而我們卻發現台灣上市公司的大陸投資宣告效果並不顯著。為什麼會有這樣的差異呢？我們認為這與公司治理環境的差異有關，亦即前述所提之獨立董事制度的差異。實證結果亦支持這樣的論點，亦即，獨立董事的確對海外投資具有重要的影響。雖然，過去的研究曾經討論了部分公司特性對於海外投資宣告具有影響，包括公司過去是否有海外投資的經驗 (Waheed & Mathur, 1995; Gupta & Misra, 2000)、海外投資的地區 (Waheed & Mathur, 1995)、海外投資的進入方式 (Entry mode) (Pan & Chi, 1999) 以及公司的所屬產業 (Ding, 1997) 等。然而，尚未有文獻討論過獨立董事對海外投資宣告效果的影響，這是本文首先提出的觀點。而且，台灣由於獨立董事制度才剛起步，這樣的環境正好提供我們一個合適的機會，可以直接比較獨立董事聘任前後的大陸投資宣告效果，這樣的驗證方法，也是以美國上市公司作為驗證對象所無法探討的，因為美國的獨立董事聘任規定早有數十年的歷史，因此，不容易比較獨立董事聘任前後的大陸投資宣告效果的差異。最後，我們的研究還進一步發現了獨立董事對海外投資宣告效果的提升，會因公司代理問題的差異而有所不同，這也是過去文獻未曾討論過的概念。

貳、文獻回顧

一、海外投資對公司價值的影響

現有的文獻大多指出 MNCs 相對於其海外的競爭者而言具有技術的優勢 (technological advantages) (Caves, 1971; Hymer, 1976; Errunza & Senbet, 1984; Morck & Yeung, 1991)，且 MNCs 的價值比國內公司 (domestic firms) 的價值高，因為 MNCs 可以創造國際多角化的好處，這樣的好處對於海外證券投資有限制的國家而言將更為顯著 (Hughs et al., 1975; Agmon & Lessard, 1977; Errunza & Senbet, 1984)，因此股價會隨 FDI 的宣告而上漲 (Doukas & Travlos, 1988; Chen et al., 1991; Morck & Yeung, 1992; Ding, 1997; Kiyamaz & Mukherjee, 2001; Kim, 2003; Kiyamaz, 2003)。以上的研究，有些是探討已開發國家 MNCs

的 FDI，有些則是探討開發中國家 MNCs 的 FDI，但都支持 FDI 的宣告對公司價值有正向的影響。另外，Gupta et al. (1991)、Hu et al. (1992) 針對大陸投資研究，發現外國企業到中國大陸的投資宣告，對股東財富具有顯著正向的影響。不過，Lee & Wyatt (1990)、Lummer & McConnell (1990)、Chung et al. (1993) 等人的研究，則未發現海外投資宣告對公司價值具有顯著的影響。綜合上述，現有的研究傾向支持海外直接投資的宣告可能提升公司價值或沒有顯著影響，但應不至於造成公司價值的下跌。

除了海外投資宣告對公司價值的影響之外，現有的文獻也作了部份更進一步的探討，希望能了解什麼樣的公司進行海外投資宣告會有較佳的股東財富 (shareholder wealth) 效果。例如，Gupta & Misra (2000) 指出，國際合資宣告的超額報酬，與公司過去的經驗有關，如果公司有國際合資的經驗，則合資的宣告效果較佳，意謂投資人認為經驗對於公司而言是有價值的，因為它能降低 FDI 面臨的風險。Waheed & Mathur (1995) 也指出，海外投資宣告對股價的影響與經驗、投資區域及投資的方式有關，對於具有海外投資經驗的公司而言，此項宣告伴隨較大的財富效果；開發中國家的投資比已開發國家的投資有更大的財富效果；而涉入程度較深的投資方式，如成立子公司或合資往往帶來較為不利的財富效果。Pan & Chi (1999) 也指出，到中國大陸的投資，合資比獨資享有更高的獲利。Ding (1997) 發現新加坡的公司進行海外投資宣告時，其宣告效果與公司所屬產業及海外投資的進入方式 (entry mode) 有關。

二、股權結構與代理問題

Berle & Means (1932) 認為股權結構會對公司價值造成影響，他們認為在股權分散的企業，由於經營權掌握在管理者手上，管理者可能因本身持有股權比例不高，無需承擔經營失敗的全部後果，因而濫用公司資源，導致代理問題。而 Jensen & Meckling (1976) 進一步將這個觀念延伸，認為當企業經營權與所有權逐漸分離時，管理者會因為自利行為，而造成公司價值降低。Berle & Means (1932) 及 Jensen & Meckling (1976)，均認為當內部人士持股比率愈高時，管理者的利益將與外部股東的利益愈趨於一致，這也就是所謂的利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)。相關的實證研究也發現經理人或內部人的持股比率增加對於公司的經營績效與公司價值具有顯著正向的影響，例如，Mueller & Spitz-Oener (2006) 發現內部人持股比率愈高，公司經營績效愈好，Hanson & Song (2003) 發現經理人持股較高的公司，其資產出售後的經營

績效優於經理人持股較低的公司。Chen et al. (2003) 則發現經理人持股較高其公司價值也較大。

Pound (1988) 指出，機構投資人在監督功能上較一般投資人擁有完整的專業知識及監督技巧，因此可用較少的成本及較有效率的方式監督經理人，使經理人善盡職守，因而有效的減低代理問題，現有的研究也大都支持機構法人能發揮監督的機制 (Brickley et al., 1988; Agrawal & Mandelker, 1990; McConnell & Servaes, 1990)。此外，機構法人的監督機制也對公司的經營績效具有影響，Cornett et al. (2007) 的研究指出，法人股東的數目愈多或持股比率愈多均對公司的經營績效具有正向的影響，Velury & Jenkins (2006) 則指出法人持股比率與公司的盈餘品質具有正向的關係。Sias & Starks (2006) 發現機構法人持股比率增加對股價具有正向的影響。Sharma (2004) 則發現機構法人持股比率增加有助於降低公司作假帳的機率。上述的研究均指出法人持股有助於公司治理的提升，因此，我們認為如果某一公司的法人持股比率較低，則其來自於法人的監督機制較為薄弱，對於獨立董事的需求會較殷切，亦即獨立董事對於法人持股比率較低的公司將顯得更為重要。

三、董事會結構與代理問題

Jensen & Meckling (1976) 指出，當所有權與經營權分離時，便會有代理問題出現，亦即經理人的決策與行為可能在追求其個人利益極大化而非追求股東財富極大化。不過，經由適當的監督機制將有助於代理問題的降低。為了解決經理人與股東之間潛在的利益衝突，良好的公司治理機制是公司不斷思考與企圖改善的重要議題。Fama & Jensen (1983) 認為董事會是影響公司治理的重要因素，而董事會的主要職責為核准管理者決策和監督管理者的績效，並擁有法定職權可以雇用和解雇經理人，另外 Fama (1980) 以及 Williamson (1983) 都認為董事會負有保護公司利益與監督管理階層的責任，有助於降低代理問題。

Jensen (1993) 則進一步強調，以獨立董事為主的董事會比較能發揮有效的監督機制。Fama (1980)、Connors (1989) 及 Baysinger & Hoskisson (1990) 也認為，獨立董事具有專業能力且地位獨立，決策時可以較客觀地衡量企業全面性的發展，並可發揮監督的功能。Weisbach (1988) 也指出，內部董事可能是較不具監督效率性的，因為對於兼具員工身份的內部董事而言，挑戰 CEO 必須付出相當大的成本。是以，相較於內部董事，若獨立董事比率愈高，則對公司績效愈有正面的效益 (Huson et al., 2001; Krivogorsky, 2006; Choi et al.,

2007)。Sharma (2004) 的實證發現獨立董事比率較高的公司，其財務報表造假的可能性將會較低，再次肯定獨立董事能發揮較佳的監督機制。Huang et al. (2008) 則發現聘任獨立董事的宣告，對公司價值具有顯著正向的影響。

Bacon (1973) 調查發現，有 41% 的獨立董事具律師、銀行家、投資專家或顧問身份，顯示這些公司聘任他們，目的是希望他們能扮演專家及提供建議的角色。Eisenberg (1975) 認為，由於獨立董事扮演客觀與專家的角色，若要使董事會成為一個有效的監控機制，應讓獨立董事佔有董事會大多數的席次。

Jensen (1993)、Rechner & Dalton (1989) 指出，董事長兼任 CEO 將影響董事會的獨立性，尤其在以內部董事主導的董事會中，此種情形將更加嚴重；Dayton (1984) 也認為若董事長兼任 CEO，則容易因董事長自身的利益，妨礙董事會功能的發揮，因而妨礙了董事會監督的功能。Sharma (2004) 的實證研究發現，董事長兼任 CEO 的公司發生作假帳的機率也較高。Muniandy (2007) 指出外部審計人員對於董事長兼任 CEO 的公司，會認為審計風險較高，因而會要求較高的審計費用。Huang et al. (2008) 則認為事長兼任 CEO 的公司其公司治理機制較為薄弱，因此，獨立董事聘任的宣告效果也較佳。

Kesner & Dalton (1986) 指出，當董事會組成中具有關係人存在時，董事會的獨立性將受到傷害，因關係人之間存有一定的血緣或商業關係時，基於彼此互惠的動機，由關係人擔任董事將難以客觀評估高階經理人的經營績效；另外，Lausten (2002) 以丹麥公司為例，發現在家族控制的公司中，CEO 比較不容易因為績效不佳而被更換。Ali et al. (2007) 指出家族企業中，控制股東與非控制股東之間存在較為嚴重的代理問題，Santiago-Castro & Brown (2007) 則發現，家族持股比率的增加會導致小股東被剝削的可能性也增加。這些說法認為家族企業可能會導致公司治理機制的降低。

參、樣本與資料來源

本文的研究對象為進行中國大陸投資宣告的台灣上市公司，研究期間為 1997 至 2006 年。為了比較獨立董事聘任前後的中國大陸投資宣告是否有所差異，本文樣本的篩選過程如下所述：首先，樣本公司必須是在台灣證券交易所公開上市的公司。其次，樣本公司必須在研究期間內有聘任獨立董事且在獨立董事聘任前後均有進行中國大陸的投資宣告，而且該投資宣告的訊息有在台灣證券交易所之公開資訊觀測站公告者。再者，本文針對每一樣本公司，在獨立

董事聘任之前與之後分別選擇一個大陸投資宣告的樣本作為本文的研究樣本，若是在獨立董事聘任之前或聘任之後的大陸投資宣告事件不只一件，則選擇比較接近獨立董事聘任時點的投資宣告作為本文的樣本。最後，本文研究所需要的股價資料、財務資料、股權結構資料、董事會結構資料均需完整才可納入本文的樣本。

經由以上的篩選標準，本文共有 54 個樣本公司、108 個中國大陸投資宣告的樣本。樣本數目偏低的主要原因在於本文要求樣本公司在研究期間內必須有聘任獨立董事，且在獨立董事聘任前後都必須有進行中國大陸投資宣告所致。由於在本文的研究期間內，台灣尚未強制規範上市公司需聘任獨立董事，因此台灣半數以上的上市公司均未聘任獨立董事，其次，對於有聘任獨立董事的公司而言，有些公司在本文的研究期間內並未進行大陸投資，有些公司雖有進行大陸投資，但卻只在獨立董事聘任之前或聘任之後進行投資，而並未在獨立董事聘任前後均有中國大陸投資的宣告，因此，造成本文的研究樣本數目偏低，但是，即使如此，本文的實證結果仍然具有統計的顯著性。樣本的產業和年度分佈如表 1 所列，由表中我們可看出，樣本公司多數集中在電子資訊產業，造成這個結果的主要原因有二，一方面是因為電子資訊產業本來就是台灣上市公司中公司數目最多的一個產業，另一方面則是因為電子資訊產業中聘任獨立董事的情況比較普遍所致。

本文所需的資料來源主要有二，首先，確認樣本公司宣告中國大陸投資的日期係來自於台灣證券交易所之公開資訊觀測站，針對某一投資事件，本文以首次公告日期作為中國大陸投資的宣告日。其次，股價與財務資料、股權結構資料、董事會結構資料均來自台灣經濟新報資料庫。

表 1 樣本產業年度分佈

產業	年度										合計
	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	
水泥產業	1								1		2
機電產業					1	2	2		3		8
化學產業							2	2			4
橡膠產業				1			1				2
資訊電子產業		3	2		4	17	20	22	19	1	88
其他							3	1			4
合計	1	3	2	1	5	19	28	25	23	1	108

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

表 2 是本文研究樣本的變數敘述性統計，選擇這些變數作為本文主要研究變數的原因在於這些變數都與代理問題有密切關係，而本文除了希望了解獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響之外，也希望進一步探討獨立董事對於公司投資宣告效果的影響是否會因公司代理問題的不同而有所差別，至於這些變數與代理問題的關係，已於前面的文獻回顧和即將於本文稍後的實證分析有更清楚的說明。

由表 2 中我們可看出董事會成員的平均持股比率僅為 21.8%，最少的董事會持股更僅有 1.6%，由於公司的重要決策，包括中國大陸投資的決策，均須經過董事會的核可，如果董事會的持股比率過低，可能會有較大的代理問題，因此更需要透過獨立董事的監督機制，來降低可能的代理問題。其次，樣本公司的法人平均持股比率為 36.5%，相對於美國平均法人持股過半的股權結構而言，台灣的公司，來自於法人的監督力量顯得相對較低。再者，樣本中，符合本文家族企業定義的公司佔 44.4%，由於本文的家族企業是指家族董事佔董事會人數一半以上的公司，亦即家族在董事會具有主導力量的公司，此一數據顯示家族控制在台灣的上市公司中仍是一個相當普遍的現象。最後，樣本中，董事長身兼總經理的公司為 32.4%。

表 2 樣本敘述性統計

	平均數	中間值	標準差	最小值	最大值
成長機會	1.912	1.589	1.515	0.415	10.087
設立時間（月）	261.324	259.817	119.122	37.100	605.833
研發費用比率	0.030	0.021	0.030	0	0.164
董事會持股比率	0.218	0.177	0.158	0.016	0.798
法人持股比率	0.365	0.324	0.225	0	0.897
家族企業	0.444	0	0.499	0	1
董事長身兼總經理	0.324	0	0.470	0	1

肆、研究方法與變數定義

1. 事件研究法

本研究主要目的是在探討台灣上市公司的大陸直接投資宣告對公司價值的影響，並比較獨立董事聘任前後的大陸投資宣告效果是否有所差異，因此我們觀察當公司在公開資訊觀測站宣告大陸投資之際，其股價是否會有超額報酬產生。本文以事件研究法 (Event Study) 作為探討的基礎，其中超額報酬的計算係以 Fama & French (1993) 的三因子模式估計，而事件日係以公司在公開資訊觀測站的首次宣告日為準，並將事件日前後 20 個交易日設定為事件觀察期，為了估計觀察期間的股價超額報酬，我們以宣告日前 31 個交易日至宣告日前 150 個交易日，作為估計三因子模式的估計期。觀察期內股價的超額報酬是本文的研究重點，透過事件研究法，我們可了解大陸投資宣告是否會影響公司價值？獨立董事的聘任是否可提升大陸投資的宣告效果？以及瞭解不同的公司特性、股權結構和董事會結構在獨立董事聘任前後的宣告效果是否有所差異？其中，本文所探討的公司特性主要包括公司的成長機會與資訊不對稱；股權結構則主要探討董事與法人持股比率；至於董事會結構，我們主要關注董事長是否身兼總經理以及公司是否為家族企業。

上述三因子模式及超額報酬的計算方式如下所示：

$$R_{it} - R_{ft} = \beta_0 + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \varepsilon_{it}$$

式中 R_{it} 代表 i 公司在第 t 天的報酬率； R_{mt} 代表市場投資組合在第 t 天的報酬率， R_{ft} 為無風險利率在第 t 天的報酬率，本文以 10 天期的商業本票作為無風險利率的替代指標。SMB 為小公司投資組合的報酬率減大公司投資組合的報酬率，本文以上市公司中規模最小以及規模最大的 30 家公司，分別建立小公司投資組合以及大公司投資組合。HML 為高 B/M 公司投資組合報酬率減低 B/M 公司投資組合報酬率，本文以上市公司中 B/M 值最大以及 B/M 值最小的 30 家公司，分別建立高 B/M 公司投資組合以及低 B/M 公司投資組合，此處的 B/M 係指權益的帳面價值除以權益的市值。利用估計期間的上述報酬率資料進行迴歸分析後，可以分別求得上述迴歸係數的參數估計值，再以這些估計出之參數值求出事件觀察期間的預期報酬率 \hat{R}_{it} 。超額報酬率 (AR_{it}) 的計

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

算是利用事件觀察期間實際的股票日報酬率扣除估計出的預期報酬率而得，其計算方式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

上式中 AR_{it} 代表事件期間內 i 股票第 t 日的超額報酬。在求出每一個別股票超額報酬之後，本研究再按照以宣告日為基準的相對時間順序將同為第 t 天的每個樣本之超額報酬予以加總，然後除以樣本數，而求出平均超額報酬 (\overline{AR}_t)。為瞭解大陸直接投資宣告的累積效果，本研究亦將事件觀察期間內某一特定時段的平均超額報酬率累加起來以求得累積平均超額報酬率 (CAR)，其計算方式如下：

$$CAR = \sum_{t=b}^e \overline{AR}_t$$

其中， b 表示 CAR 的開始日， e 表示 CAR 的終止日。

2. 變數定義

獨立董事：本文所定義的獨立董事為該董事及其親屬未在公司任職，且亦非關係企業的代表。

成長機會：由於成長機會為不可觀測的變數，故在作實證分析時必須選取替代變數予以衡量，過去實證文獻使用的替代變數包括權益市場價值和帳面價值的比率 (Lewellen et al., 1987; Chung & Charoenwong, 1991; Kallapur & Trombley, 1999; Adam & Goyal, 2008)、資產市場價值和帳面價值的比率 (Kallapur & Trombley, 1999; Ho et al., 2006; Billett et al., 2007; Adam & Goyal, 2008)、Tobin's Q (Lang et al., 1996)、資產報酬率的變異數 (Smith & Watts, 1992)、盈餘價格比 (Chung & Charoenwong, 1991) 以及營收成長率 (Lang et al., 1996) 等。雖然前述成長機會的替代變數，在概念上均可衡量公司的成長機會，但基於以下二個原因，本文分別以權益市場價值和帳面價值的比率、以及資產市場價值和帳面價值的比率作為成長機會的替代變數。首先，這二個變數是最常被使用的成長機會替代變數 (Adam & Goyal, 2008)，其次，根據 Kallapur & Trombley (1999) 以及 Adam & Goyal (2008) 的研究發現，在不同的

代理變數中，這二個變數與公司未來的成長機會相關性最大，且都能有效的衡量公司未來的成長機會。

資訊不對稱：由於公司的資訊不對稱無法直接觀察，因此必須選取替代變數衡量公司的資訊不對稱程度，本文依循 Datta et al. (2000) 以及 Aboody & Lev (2000)的方法分別以公司的成立時間、上市時間以及研發費用的支出作為資訊不對稱的代理變數。Datta et al. (2000) 認為公司公開發行的時間愈長，投資人對公司的了解程度愈高，因此，資訊不對稱程度會較低，依循這樣的概念，我們分別以成立時間和上市時間作為資訊不對稱的代理變數。此外，研究發展的投入與成果對於外界的投資人而言，並不容易了解，因此，研發費用愈高的公司，其資訊不對稱的程度也愈大 (Aboody & Lev, 2000)。公司成立時間與上市時間係以公司的設立日或上市日距離事件日的時間衡量，時間係以月為衡量單位，其中成立時間或上市時間愈長，市場與投資人對其認識愈多，故其資訊不對稱程度較小。研發費用比率係以樣本公司在大陸投資宣告日前一年的研發費用除以營業淨額衡量，研發費用的比率愈高表示公司的資訊不對稱程度愈大。

股權結構：本文探討的股權結構包括董事會持股比率與法人持股比率，衡量的時間基礎為大陸投資宣告日前一個月月底的持股資料。

董事會結構：本文探討的董事會結構包括董事長是否身兼總經理以及公司是否為家族企業。本文所定義的家族企業為家族董事人數超過董事會人數的一半以上。

伍、實證結果分析

一、大陸投資宣告對公司價值的影響

多國籍企業 (MNCs) 的海外直接投資 (FDI) 宣告是否能提升公司價值，過去的文獻並未得出一致性的結論。有些研究發現海外投資對於公司價值具有顯著正向的影響 (Gupta et al., 1991; Hu et al., 1992; Ding, 1997; Kim, 2003)，但也有研究指出海外投資對於公司價值並沒有顯著的影響 (Lee & Wyatt, 1990; Lummer & McConnell, 1990; Chung et al., 1993)。不過，針對中國大陸投資的研究 (Gupta et al., 1991; Hu et al., 1992)，均發現企業宣告前往中國大陸投資對於股東財富具有顯著正向的影響。

在快速經濟成長的帶動下，中國大陸 13 億人口的市場以及廉價的勞工使

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

其成為所有開發中國家吸引最多外資的地區 (Tsang, 1998)。由於台灣與中國大陸使用相同的語言及擁有相似的文化,使得台灣的公司相對於其他國家的公司更容易了解與接近中國大陸的市場,因此,半數以上的台灣上市公司都有至大陸進行直接投資。此外,自 1995 年李登輝總統訪問美國以來,台灣與中國大陸的政治緊張與衝突就未曾間斷,而且,中國大陸也分別在 1995 與 1996 年對台灣海峽試射飛彈,甚至,不時強調不排除以武力攻打台灣,這樣的緊張關係也為台灣公司的大陸投資帶來了額外的政治風險,以本文的研究期間而言,台灣與中國大陸的關係正好處於緊張對立的高峰期,因為在這期間不管是前總統李登輝所提出的二國論或由傾向獨立的民進黨當選總統,海峽兩岸間的政府關係始終存在一定程度的緊張和對立。

以上的說明,讓我們理解台灣的公司相對於歐、美或日本的公司而言,在大陸投資具有文化和語言的優勢,但也同時承受了其他國家 MNCs 所沒有的政治風險,處於這樣的環境之下,台灣的公司到大陸直接投資對於公司價值究竟會有何影響?仍有待實證來解答。

表 3 中,我們分別以不同的窗口來觀察大陸投資宣告對於公司價值的影響,不同窗口的實證結果均顯示大陸投資宣告對於台灣公司的價值並沒有顯著的影響,此一結果和 Gupta et al. (1991) 與 Hu et al. (1992) 研究美國公司的中國投資宣告能提升美國公司的價值有顯著不同,我們認為影響此一結果的二個可能原因包括:二岸間緊張關係帶來的政治風險導致投資宣告效果的不顯著。此外,台灣的公司治理機制相對於美國公司而言顯得薄弱,例如,台灣目前尚未規定所有的上市公司均須聘任獨立董事,亦導致投資人不確信公司的中國大陸投資決策,是為了提升公司價值亦或是為了提升經理人個人的私利所進行,因而導致投資宣告未如前述的研究能提升公司的股價。

表 3 中國大陸投資宣告對股東財富的影響

事件窗口	CAR	t 值
(-1~1)	0.189	0.441
(-5~5)	-0.657	-0.799
(-10~10)	-0.288	-0.254
(-20~20)	0.130	0.082
(0~5)	0.473	0.779
(0~10)	0.616	-0.933
(0~15)	0.599	-0.752
(0~20)	0.914	0.804

說明：CAR 係不同窗口的累積超額報酬；

*表示顯著水準達 0.10 **表示顯著水準達 0.05 ***表示顯著水準達 0.01。

二、獨立董事對大陸投資宣告效果的影響

前述的文獻顯示美國公司的中國大陸投資宣告對公司價值具有顯著正向的影響，然而本文卻未發現此一現象，我們認為造成此一結果的重要原因之一，在於美國的上市公司均有聘任獨立董事，而台灣的上市公司則尚未有聘任獨立董事的強制規定所致。

Fama & Jensen (1983) 認為董事會是影響公司治理的重要因素，而董事會的主要職責為核准管理者決策和監督管理者的績效，並且擁有法定職權可以雇用和解雇經理人，另外 Fama (1980) 以及 Williamson (1983) 都認為透過董事會對經理人的監督，可降低公司的代理問題。Jensen (1993) 則進一步強調，以獨立董事為主的董事會比較能發揮有效的監督機制。基於上述的說法，我們認為有聘任獨立董事的公司，其董事會比較能獨立客觀的審核公司的中國大陸投資決策，並且能降低公司過度投資的可能性，亦即有聘任獨立董事的公司其大陸投資的宣告效果會優於沒有聘任獨立董事的公司。

由於美國上市公司聘任獨立董事的規定已行之有年，前述美國公司對大陸投資宣告效果的研究，其樣本公司均早已有聘任獨立董事，因此很難直接觀察美國公司在聘任獨立董事之前，與聘任獨立董事之後的中國大陸投資宣告效果是否有所差異。然而，對於獨立董事制度才剛要起步的台灣而言，卻讓我們有很好的機會可以直接比較聘任獨立董事之後的中國大陸投資宣告效果，是否優於聘任獨立董事之前的宣告效果。由於我們的樣本包含 54 個樣本公司，而且

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

每一樣本公司在獨立董事聘任之前與聘任之後均有一個大陸投資宣告的樣本，因此，我們將樣本區分為二組，分別是獨立董事聘任之前的 54 個投資宣告樣本與獨立董事聘任之後的 54 個樣本，實證結果如表 4 所列。

由表 4 中，我們發現在獨立董事聘任之前，台灣上市公司的大陸投資宣告效果顯著為負，然而聘任獨立董事之後，宣告效果卻轉為顯著為正，以投資宣告日前後 10 天的累積超額報酬而言，二者的差距超過 5%，這樣的結果支持本文的論點，亦即獨立董事的聘任有助於降低過度投資的代理問題，因而提升大陸投資的宣告效果。且此一結果也能提供部份的解釋，為何台灣上市公司的大陸投資宣告效果比美國的公司差，因為許多台灣的上市公司均未聘任獨立董事，且這些公司的大陸投資宣告效果顯著為負，因而拉低了台灣上市公司大陸投資宣告效果的平均值。

表 4 獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

事件窗口	獨立董事聘任前		獨立董事聘任後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	0.303	0.454	0.076	0.147	
(-5~5)	-2.456	-1.925	* 1.142	1.157	
(-10~10)	-2.893	-1.641	* 2.316	1.699	*
(-20~20)	-1.665	-0.676	1.925	1.011	
(0~5)	-0.535	-0.567	1.480	2.032	**
(0~10)	-0.487	-0.382	1.720	1.743	*
(0~15)	-1.101	-0.716	2.300	1.933	*
(0~20)	0.080	0.046	1.747	1.281	

說明：CAR 係不同窗口的累積超額報酬；

*表示顯著水準達 0.10 **表示顯著水準達 0.05 ***表示顯著水準達 0.01。

如果獨立董事的監督機制，有助於降低過度投資的代理問題，那麼，什麼樣的公司比較可能因獨立董事的聘任而受益呢？我們認為潛在代理問題較為嚴重的公司或監督機制較為薄弱的公司，比較需要獨立董事從獨立、客觀的角度審核公司的重大決策，當然這也包括公司的大陸投資決策，以避免經理人為了追求其個人的私利而傷害了股東的利益。因此，本文以下將針對這些公司，探討其獨立董事聘任前與聘任後的大陸投資宣告效果，我們認為這些公司由於其潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱，因此，在獨立董事聘任之前，

投資人因為不信任經理人的大陸投資決策是為了提升公司價值而制訂，所以其投資宣告效果較差。然而，這些公司在聘任獨立董事之後，由於投資人相信獨立董事可發揮一定程度的監督機制，大大降低了經理人作出錯誤投資決策（亦即投資於淨現值小於零的投資方案）的機會，因而其大陸投資的宣告效果將顯著提升。本文所稱的潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司，包括成長機會較低、資訊不對稱程度較大、董事會持股比率較低、法人持股比率較低以及董事長身兼總經理的公司和家族企業。以下我們將依序檢驗這些公司的中國大陸投資宣告效果，是否會因獨立董事的聘任而有顯著的提升。

從財務的觀點來看，公司的投資決策能否提升公司價值，完全取決於該投資方案的淨現值是否大於零。Miller & Modigliani (1961) 指出，公司的價值係由兩部份所構成，分別是現有資產的價值和未來成長機會的價值。我們認為成長機會較高的公司，意謂該公司在目前的事業經營範圍內，擁有比較多具獲利性的投資機會，亦即淨現值大於零的投資機會，因此，高成長的公司，其過度投資的潛在代理問題較小，相反地，低成長的公司，由於其所擁有淨現值大於零的投資方案較少，因此發生過度投資的可能性也較大。根據這樣的觀點，我們認為低成長的公司由於其過度投資的潛在代理問題較大，如果公司沒有聘任獨立董事，則其大陸投資的宣告效果將因投資人擔心過度投資的問題而呈現較為負面的反應。

為了探討低成長公司的大陸投資宣告效果是否會因獨立董事的聘任而有所差異，首先，我們將樣本公司依照其權益市場價值和帳面價值的比率、以及資產市場價值和帳面價值的比率排序，並以中位數將樣本二分為高成長與低成長的公司，然後針對低成長的公司探討其大陸投資的宣告效果，是否會因獨立董事的聘任而有顯著的提升。實證結果如表 5 所列。表 5 的上半部，係以權益市場價值和帳面價值的比率作為成長機會的代理變數，由表中的數字，我們發現低成長的公司，在獨立董事聘任前，其大陸投資的宣告效果，都呈現負向的反應，且在事件日前後 10 天的累積超額報酬顯著為負，然而在聘任獨立董事之後，宣告效果卻呈現顯著為正。我們認為造成此一結果的可能原因，一方面是因為獨立董事的監督機制減少了經理人作出錯誤投資決策的機會，因而提升了其投資宣告效果。另一方面，則是因為低成長公司由於在現有的事業經營範圍內缺少淨現值大於零的投資機會，因此到中國大陸投資對於成長機會較低的公司而言，由於可利用大陸廣大的市場或低廉的生產成本創造新的成長動力，在獨立董事監督而降低過度投資的疑慮下，低成長公司的大陸投資宣告顯著地提升了公司價值。表 5 的下半部，係以資產市場價值和帳面價值的比率作為成長機會的代理變數，實證結果也與前述大致相同。

表 5 低成長公司的中國大陸投資宣告效果

以權益市場價值和帳面價值的比率作為成長機會的代理變數					
事件窗口	獨立董事聘任前		獨立董事聘任後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	-0.367	-0.402	1.204	1.606	
(-5~5)	-2.834	-1.621	4.587	3.193	***
(-10~10)	-3.992	-1.653	* 6.208	3.128	***
(-20~20)	0.119	0.035	7.056	2.544	***
(0~5)	-0.642	-0.498	4.368	4.117	***
(0~10)	-0.907	-0.519	4.602	3.204	***
(0~15)	-0.823	-0.390	6.359	3.670	***
(0~20)	-0.185	-0.077	6.130	3.088	***
以資產市場價值和帳面價值的比率作為成長機會的代理變數					
事件窗口	獨立董事聘任前		獨立董事聘任後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	-0.821	-0.920	1.202	1.598	
(-5~5)	-1.358	-0.795	4.556	3.162	***
(-10~10)	-1.624	-0.688	6.152	3.090	***
(-20~20)	1.952	0.592	6.945	2.497	**
(0~5)	0.489	0.387	4.321	4.060	***
(0~10)	0.778	0.455	4.653	3.229	***
(0~15)	0.058	0.028	6.041	3.476	***
(0~20)	0.464	0.197	5.886	2.956	***

說明：CAR 係不同窗口的累積超額報酬；

*表示顯著水準達 0.10 **表示顯著水準達 0.05 ***表示顯著水準達 0.01。

整體而言，實證結果支持我們的論點，亦即獨立董事的聘任可減少低成長公司過度投資的可能性，因而大陸投資的宣告效果獲得改善，且此一宣告效果的改善不僅具有統計的顯著性同時也達到經濟上的顯著性，以投資宣告日前後 10 天的累積超額報酬而言，不管是以權益市場價值和帳面價值的比率、或資產市場價值和帳面價值的比率作為成長機會的代理變數，二者的差距至少都有 8%，顯見獨立董事對低成長公司在大陸投資決策上扮演監督角色的重要性。

Jensen & Meckling (1976) 指出，在所有權與經營權分離的體制下，經理

人與股東的利益是不完全一致的，因此，經理人有可能為了追求其個人的私利而傷害股東的利益，這就是所謂的代理問題。然而，代理問題產生的根源，除了所有權與經營權的分離之外，經理人與股東之間的資訊不對稱，也是另一個必備條件，因為，經理人之所以有空間可以追求其個人的私利而傷害股東的利益，是因為有資訊不對稱存在。根據這樣的概念，我們認為資訊不對稱比較嚴重的公司，外界的投資人對於公司的營運狀況比較不了解，也比較不容易監督經理人的決策，因此，其潛在代理問題比較嚴重，在這種情況下，經理人有比較大的空間進行有利於他自己但不利於股東的大陸投資決策。亦即，我們認為資訊不對稱比較嚴重的公司比較需要獨立董事發揮其對經理人的監督機制，如果公司的資訊不對稱程度較大而且又未聘任獨立董事，我們認為其大陸投資的宣告，將因投資人擔心此一代理問題而有較差的宣告效果。

為了驗證獨立董事是否可顯著提升資訊不對稱程度較大公司的中國大陸投資宣告效果，本文分別以公司的設立時間、上市時間以及研發費用比率作為資訊不對稱程度的代理變數，並將樣本公司分別以公司的設立時間、上市時間以及研發費用比率排序，然後二分為資訊不對稱程度較大（公司設立時間、上市時間較短或研發費用較多的公司）與資訊不對稱程度較小的公司（公司設立時間、上市時間較長或研發費用較少的公司），之後，針對資訊不對稱程度較大的公司，探討其大陸投資的宣告效果是否在獨立董事聘任之後有顯著的提升。

實證結果如表 6 所列，表 6 的第一部分與第二部份分別以公司的設立時間與上市時間作為資訊不對稱的代理變數，由表中，我們發現這些資訊不對稱程度較大的公司，在聘任獨立董事之前，其大陸投資的宣告效果顯著為負，但在聘任獨立董事之後，其大陸投資的宣告效果卻顯著為正，以投資宣告日前後 10 天的累積超額報酬而言，二者的差距大約 10%，顯見資訊不對稱較大的公司，透過獨立董事的監督機制，可降低投資人擔心經理人作出錯誤的大陸投資決策，因此，聘任獨立董事之後，其大陸投資的宣告效果顯著地提升。表 6 的第三部份，我們以公司的研發費用比率作為資訊不對稱的代理變數，驗證資訊不對稱程度較大的公司，在獨立董事聘任前、後的宣告效果是否有所差異。實證結果也同樣發現，在聘任獨立董事之前，其大陸投資的宣告效果呈現負向反應，但在聘任獨立董事之後，其大陸投資的宣告效果卻顯著為正，再一次驗證，獨立董事的存在，有助於降低因資訊不對稱增加所導致潛在代理問題增加的不利影響。

表 6 高資訊不對稱公司的中國大陸投資宣告效果

以設立時間作為資訊不對稱的代理變數					
事件窗口	獨立董事前		獨立董事後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	-0.095	-0.100	1.188	1.701	*
(-5~5)	-3.258	-1.788	3.096	2.316	***
(-10~10)	-4.099	-1.629	5.806	3.143	***
(-20~20)	-2.877	-0.818	5.453	2.112	**
(0~5)	-0.440	-0.327	3.348	3.391	***
(0~10)	-0.763	-0.419	3.831	2.865	***
(0~15)	-0.816	-0.371	4.197	2.603	**
(0~20)	0.568	0.226	4.927	2.667	***
以上市時間作為資訊不對稱的代理變數					
事件窗口	獨立董事前		獨立董事後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	-1.071	-1.204	0.664	0.917	
(-5~5)	-5.611	-3.292	2.125	1.532	***
(-10~10)	-6.320	-2.684	4.344	2.267	**
(-20~20)	-6.649	-2.021	2.522	0.942	
(0~5)	-2.162	-1.718	1.850	1.807	*
(0~10)	-2.079	-1.220	2.031	1.465	
(0~15)	-1.932	-0.940	1.979	1.183	
(0~20)	-1.452	-0.617	1.470	0.767	
以研發費用比率作為資訊不對稱的代理變數					
事件窗口	獨立董事前		獨立董事後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	-0.119	-0.132	-1.026	-1.370	
(-5~5)	-1.352	-0.783	1.150	0.802	
(-10~10)	-2.426	-1.017	4.959	2.502	***
(-20~20)	-0.840	-0.252	4.849	1.751	*
(0~5)	0.450	0.353	1.059	0.999	
(0~10)	1.085	0.629	2.403	1.676	*
(0~15)	-0.167	-0.080	3.732	2.157	**
(0~20)	1.408	0.590	3.120	1.574	

說明：CAR 係不同窗口的累積超額報酬；

*表示顯著水準達 0.10 **表示顯著水準達 0.05 ***表示顯著水準達 0.01。

股權結構與代理問題之間的關係，一直是財務學界重視的議題之一。Jensen & Meckling (1976) 除了認為所有權與經營權的分離會導致代理問題之外，他們也進一步指出，此種分離的現象愈明顯，則代理問題就愈嚴重，相反地，如果內部人的持股比率愈高，則其與外部股東的利益就愈趨於一致，因此可降低代理問題。由於公司的重要決策均須經過董事會的核准，因此，我們認為董事會的持股比率將會影響公司的大陸投資決策，亦即，董事會的持股比率愈低，則其海外投資決策所隱涵的代理問題也愈大，這種情況下的大陸投資，對於公司價值愈可能造成不利的影響。

表 7 獨立董事與股權結構對中國大陸投資宣告效果的影響

董事持股低的公司						
事件窗口	獨立董事前		獨立董事後			
	CAR	t 值	CAR	t 值		
(-1~1)	-0.415	-0.489	0.405	0.582		
(-5~5)	0.732	0.450	2.431	1.824	*	
(-10~10)	-0.228	-0.101	4.215	2.289	**	
(-20~20)	5.118	1.629	5.089	1.978	**	
(0~5)	-0.001	-0.001	2.514	2.554	***	
(0~10)	-0.349	-0.215	2.928	2.197	**	
(0~15)	0.260	0.133	3.581	2.228	**	
(0~20)	2.145	0.954	3.791	2.059	**	
法人持股低的公司						
事件窗口	獨立董事前		獨立董事後			
	CAR	t 值	CAR	t 值		
(-1~1)	0.067	0.076	-0.257	-0.349		
(-5~5)	-3.426	-2.033	**	2.466	1.749	*
(-10~10)	-3.978	-1.708	*	4.075	2.092	**
(-20~20)	-1.740	-0.535		1.710	0.628	
(0~5)	-1.225	-0.985		2.424	2.328	**
(0~10)	-1.099	-0.652		2.835	2.011	**
(0~15)	-2.433	-1.197		3.187	1.874	*
(0~20)	0.653	0.280		1.541	0.791	

說明：CAR 係不同窗口的累積超額報酬；

*表示顯著水準達 0.10 **表示顯著水準達 0.05 ***表示顯著水準達 0.01。

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

以下我們將樣本公司依照其董事會持股比率由高至低排序，將公司區分為董事會持股比率較高或較低的二群公司，並針對董事會持股較低的公司，探討其大陸投資的宣告效果是否在獨立董事聘任之後會有顯著的提升。實證結果如表 7 的上半部所列，由表中，我們可看出在獨立董事聘任之前，大陸投資宣告對公司價值的影響並不顯著，但是在獨立董事聘任之後，大陸投資的宣告效果卻呈現顯著為正，顯示董事持股比率較低的公司，可以透過獨立董事的聘任，取得外部投資人對於公司重大投資決策的信心，因而提升其大陸投資的宣告效果。

此外，Pound (1988) 指出，機構投資人相對於個人投資人而言，可用較少的成本及較有效率的方式監督經理人，使經理人善盡職守，因而有效的減低代理問題。據此，我們認為機構投資人持股較低的公司，由於其外部監督機制較為薄弱，故其大陸投資決策也可能伴隨比較大的代理問題。

為了探討獨立董事是否可提升機構投資人持股較少公司的大陸投資宣告效果，我們將樣本公司依照其機構投資人持股比率由高至低排序，並將公司區分為機構投資人持股比率較高或較低的二群公司，然後針對機構投資人持股較低的公司，探討其大陸投資的宣告效果是否在獨立董事聘任之後會有顯著的提升。實證結果如表 7 的下半部所列，由表中我們可看出機構投資人持股較低的公司，在聘任獨立董事之前其大陸投資的宣告效果顯著為負，顯示機構投資人持股較低而且又未聘任獨立董事的公司，由於其外部與內部的監督機制都相對薄弱，因而導致投資人擔心公司所作的大陸投資決策可能係一錯誤的決策，故投資宣告效果顯著為負。此外，我們也由表中看出，聘任獨立董事之後，大陸投資的宣告效果顯著為正，顯示獨立董事可提升董事會的監督機制，因而提升投資人對於公司大陸投資決策的信心，以投資宣告日前後 10 天的累積超額報酬而言，聘任獨立董事之後的累積超額報酬比起聘任之前增加了 8% 以上，顯見當公司來自於機構投資人的監督力量較薄弱時，的確需要提升其內部的監督機制，而獨立董事正好可以扮演這樣的角色。

La Porta et al. (1999) 指出，家族企業經常將家族的利益放在其他股東的利益之上，因而做出有利於家族但不利於公司的決策。Morck et al. (2000) 認為，由於家族企業通常由家族成員中選任公司的高階經理人，因此，可能導致家族企業相對於非家族企業而言具有競爭劣勢，並導致公司的經營績效較差。Lausten (2002) 也發現在家族控制的公司中，CEO 比較不容易因為績效不佳而被更換，以上的說法大致顯示家族企業的公司治理機制較差，因而對於公司價值具有負面的影響。如果家族企業可能將家族的利益放在股東的利益之上，我們認為家族企業更需要獨立董事的監督機制，以保障家族以外股東的利益不會

受到傷害。根據這樣的觀點，我們認為家族企業在聘任獨立董事之前的大陸投資決策會有較差的宣告效果，因為家族企業的董事會幾乎由家族成員掌控，如果沒有獨立董事扮演客觀監督的角色，投資人會擔心其大陸投資決策係為了追求家族的利益而並非提升股東的利益，因此，大陸投資的宣告效果較差。

表 8 獨立董事與董事會結構對中國大陸投資宣告效果的影響

家族企業					
事件窗口	獨立董事前		獨立董事後		
	CAR	t 值	CAR	t 值	
(-1~1)	-0.419	-0.424	0.059	0.089	
(-5~5)	-2.748	-1.453	0.648	0.504	
(-10~10)	-4.325	-1.655	* 2.591	1.460	
(-20~20)	-1.865	-0.511	1.661	0.670	
(0~5)	-0.855	-0.612	1.329	1.401	
(0~10)	-1.607	-0.850	2.127	1.656	*
(0~15)	-1.895	-0.831	3.027	1.954	*
(0~20)	0.680	0.260	1.991	1.121	

董事長兼任總經理				
獨立董事前後	獨立董事前		獨立董事後	
	CAR	t 值	CAR	t 值
(-1~1)	0.907	0.723	-0.248	-0.402
(-5~5)	-5.371	-2.237	** 0.055	0.047
(-10~10)	-5.426	-1.636	0.400	0.245
(-20~20)	-5.724	-1.235	-0.605	-0.265
(0~5)	-2.341	-1.320	* 0.497	0.569
(0~10)	-1.706	-0.711	0.485	0.411
(0~15)	-3.116	-1.076	0.986	0.692
(0~20)	1.138	0.343	0.077	0.047

說明：CAR 係不同窗口的累積超額報酬；

*表示顯著水準達 0.10 **表示顯著水準達 0.05 ***表示顯著水準達 0.01。

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

本所稱的家族企業係指家族董事佔董事會人數一半以上的公司，表 8 的上半部即是針對樣本公司中的家族企業，探討其獨立董事聘任前後的大陸投資宣告效果是否有所差異，由表中，我們可看出，家族企業在聘任獨立董事以前，其大陸投資的宣告效果顯著為負，顯示在缺乏獨立董事的監督下，投資人並不相信公司的大陸投資決策有助於公司價值的提升，因而造成股價的下跌。然而在聘任獨立董事之後，此一宣告效果則有明顯的改善，以投資宣告日前後 10 天的累積超額報酬而言，聘任獨立董事之前為-4.325%，獨立董事聘任之後則提升至 2.591%，顯示獨立董事可改善家族企業的監督機制，因此其大陸投資的宣告效果也因獨立董事的聘任而顯著提升。

Jensen (1993)、Rechner & Dalton (1989) 認為董事長兼任總經理將導致董事會的獨立性降低，代理問題增加。Dayton (1984) 也認為若董事長兼任總經理，則其便容易支配董事會及掌控議程，因而妨礙了董事會監督的功能。另外，Goyal & Park (2002) 的研究發現，當 CEO 和董事長的職責被賦予同一人時，CEO 可能比較不用因為績效不佳而負責。上述的文獻大致對董事長兼任總經理抱持較為負面的看法，亦即，這樣的安排會增加公司的代理問題、降低公司價值。如果董事長兼任總經理會導致董事會對總經理監督機制的降低，我們認為這樣的公司其大陸投資宣告將會有較差的宣告效果，但在獨立董事聘任之後，由於監督機制的改善，此一宣告效果也將顯著的增加。

表 8 的下半部即是針對董事長兼任總經理的公司，探討其大陸投資的宣告效果是否會因獨立董事的聘任而有顯著的提升。由表中，我們發現在獨立董事聘任之前，其大陸投資的宣告效果顯著為負，但獨立董事聘任之後，此一宣告效果則有顯著的提升，以投資宣告日前後 10 天的累積超額報酬而言，聘任獨立董事之前為-5.426%，獨立董事聘任之後則提升至 0.40%，顯示獨立董事可改善董事長兼任總經理的不利影響，因此其大陸投資的宣告效果也在獨立董事聘任之後顯著增加。

經由前述的實證，我們發現獨立董事聘任後的大陸投資宣告效果優於獨立董事聘任前的宣告效果，此外，我們也發現代理問題較為嚴重的公司，其大陸投資的宣告效果，會因獨立董事的聘任而有顯著的提升。接下來，我們想要進一步探討什麼樣的公司比較會因獨立董事的聘任而提升其中國大陸投資的宣告效果？我們以 Logistic Regression 作為驗證的方法，迴歸的應變數為虛擬變數，我們以獨立董事聘任後的投資宣告效果減獨立董事聘任前的宣告效果作為衡量的基礎，若前述的值大於 0，表示公司會因獨立董事的聘任而提升大陸投資的宣告效果，我們將該公司的虛擬變數設為 1，否則為 0。

實證結果如表 9 所列，由表中我們發現成長機會與董事會持股比率的迴歸

係數顯著為負，顯示成長機會愈低或董事會持股比率愈低的公司，其大陸投資的宣告效果愈有可能因為獨立董事的聘任而提升，這樣的結果與我們前面的論點具有一致性，亦即成長機會較低或董事會持股較低的公司，其大陸投資所隱涵的代理問題較為嚴重，因此其大陸投資的宣告效果較差，不過，一旦公司聘任獨立董事，則獨立董事的監督機制將使投資人對於公司投資決策的信心提升，因此其投資的宣告效果也比較可能提升。此外，我們也發現研發費用與家族企業的迴歸係數顯著為正，顯示資訊不對稱程度較高（研發費用較高的公司其資訊不對稱程度亦較高）或家族企業比較可能因獨立董事的聘任而提升其大陸投資的宣告效果，此一結果同樣符合我們的推測，亦即代理問題愈嚴重的公司愈有可能因獨立董事的聘任而提升其大陸投資的宣告效果。

表 9 獨立董事與代理問題對中國大陸投資投資宣告效果的影響

Logistic Regression 的應變數(大陸投資的宣告效果)為虛擬變數，若獨立董事聘任後的大陸投資宣告效果優於獨立董事聘任之前的宣告效果，我們將其設為 1，否則為 0。成長機會以權益市值除以帳面價值衡量。研發費用與上市時間係作為資訊不對稱的代理變數，若公司的研發費用較大或上市時間較短，表示該公司的資訊不對稱程度較大。家族企業為虛擬變數，若公司的家族董事佔董事會成員的一半以上，我們將其設為 1，否則為 0。董事長身兼總經理亦是虛擬變數，若公司的董事長與總經理為同一人，我們將其設為 1，否則為 0。

	模式一	模式二	模式三	模式四	模式五
常數	2.051 (0.039) **	1.636 (0.104)	2.277 (0.057) *	1.891 (0.075) *	3.233 (0.043) **
成長機會	-1.263 (0.024) **	-1.562 (0.021) **	-0.909 (0.065) *	-1.515 (0.029) **	-1.789 (0.023) **
研發費用	8.118 (0.020) **	8.531 (0.017) **		8.413 (0.022) **	8.693 (0.020) **
上市時間			-0.006 (0.277)		-0.010 (0.183)
董事會持股比率	-8.886 (0.016) **	-9.810 (0.007) ***	-7.844 (0.015) **	-9.834 (0.011) **	-12.262 (0.009) ***
法人持股比率		1.898 (0.296)	1.897 (0.286)	1.721 (0.356)	2.034 (0.303)
家族企業	3.535 (0.002) ***	3.274 (0.002) ***	2.371 (0.005) ***	3.595 (0.002) ***	3.975 (0.001) ***
董事長身兼總經理	-1.087 (0.169)			-1.012 (0.197)	-1.196 (0.146)

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

Omnibus χ^2	20.368***	19.504***	14.226**	21.264***	22.971
概要百分比	79.6	77.8	66.7	77.8	81.5
Nagelkerke-R Square	0.426	0.411	0.314	0.442	0.470

說明：1.表中數字為各變數之迴歸係數；()中數字為各個迴歸係數的 P 值，其中 * 表示達到 0.1 的顯著水準；** 表示達到 0.05 的顯著水準；*** 表示達到 0.01 的顯著水準。

2. Omnibus χ^2 為 LOGISTIC 迴歸預測模型之卡方值，其中 * 表示達到 0.1 的顯著水準；** 表示達到 0.05 的顯著水準；*** 表示達到 0.01 的顯著水準。

表 9 的成長機會係以權益市場價值和帳面價值的比率作為代理變數，此外，本文也曾以資產市場價值和帳面價值的比率作為代理變數進行相同的迴歸模式，實證結果與表 9 相同，亦即成長機會較低的公司，比較可能因為獨立董事的聘任而提升其中國大陸投資的宣告效果。

不同模式的驗證結果

前述宣告效果的超額報酬係以 Fama & French (1993) 的三因子模式作為估計的基礎，為了驗證本文的結果是否在不同的模式下均具有一致性，本文也曾以市場模式 (Market Model) 估計投資的宣告效果，不過，基於文章篇幅的限制，並未將實證結果列出。市場模式的結果與前述相同，二種模式所估計的超額報酬都顯示，全體樣本的大陸投資宣告效果並不顯著，但將樣本依獨立董事聘任前後進行區分後，均發現獨立董事聘任前的宣告效果顯著為負，獨立董事聘任後的宣告效果顯著為正，顯示獨立董事對於大陸投資扮演重要的角色。此外，市場模式的驗證結果也顯示代理問題較為嚴重的公司，會在獨立董事聘任後顯著提升其大陸投資的宣告效果，且不管是在統計上或經濟上均具有顯著的意義。

陸、結論

由於中國大陸擁有廉價的勞工與包含 13 億人口的廣大市場，以及快速的經濟成長，使得中國大陸成為所有開發中國家吸引最多外資的地區 Tsang

(1998)、Gupta et al. (1991) 與 Hu et al. (1992) 的研究，均顯示美國 MNCs 到中國大陸的投資宣告對於公司價值具有顯著正向的影響，然而本文的研究卻發現台灣上市公司的大陸投資宣告效果並不顯著。

為什麼同樣到中國大陸投資，台灣與美國公司的股價反應卻不相同？我們認為其中有二個重要的因素影響此一結果，首先，台灣與中國大陸雖然語言與文化相同，似乎有利於台灣企業在中國大陸的投資，但自 1995 年李登輝總統表達了相對於過去較為傾向獨立的主張，以及中國大陸對台灣海峽試射飛彈後，兩岸之間的緊張與不信任就未曾間斷，此種緊張的關係，將會增加台灣上市公司到大陸投資的政治風險，因而部份降低了大陸投資的宣告效果，由於本文的研究期間正好處於此一時期，因而造成台灣公司到大陸投資的宣告效果，不如美國公司的宣告效果。

除了政治風險的影響，我們認為另一個可能的影響因素在於台灣與美國的獨立董事制度不同所致，由於美國獨立董事強制聘任的規定已行之有年，所有上市公司的董事會都有一定比率以上的獨立董事，然而，台灣截至 2006 年為止，卻尚未要求上市公司須聘任獨立董事。由於台灣的許多上市公司均完全未聘任獨立董事，因此，投資人在缺乏獨立董事的監督機制下，會擔心公司的大陸投資決策係一錯誤的決策，此一疑慮也降低了台灣公司到大陸投資的宣告效果。

為了探討獨立董事對大陸投資宣告效果的影響，我們針對有聘任獨立董事、且在獨立董事聘任前後均有進行大陸投資的公司，探討其在獨立董事聘任前後的大陸投資宣告效果是否有所差異，結果發現公司的大陸投資宣告效果，的確會因獨立董事的聘任而有顯著的改善。此外，我們認為獨立董事的聘任，對於潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司將顯得更為重要，因而針對這些公司作探討，觀察這些公司的大陸投資宣告效果，是否在獨立董事聘任之後有顯著的提升，結果再一次支持獨立董事有助於提升董事會的監督機制，因而提升其大陸投資的宣告效果。本文所稱的潛在代理問題較為嚴重或監督機制較為薄弱的公司，包括成長機會較低、資訊不對稱程度較大、董事會持股比率較低、法人持股比率較低以及董事長身兼總經理的公司和家族企業。最後，我們也發現代理問題較為嚴重的公司，比較可能因為獨立董事的聘任而提升其大陸投資的宣告效果。這些結果說明了獨立董事在大陸投資決策上扮演了重要的角色，而且，代理問題較大的公司，獨立董事所能發揮的功能也較大。

參考文獻

- Aboody, D. and Lev, B., 2000, "Information asymmetry, R&D, and insider gains," **Journal of Finance**, Vol. 55, No. 6, 2747-2769.
- Adam, T. and Goyal, V. K., 2008, "The investment opportunity set and its proxy variables," **Journal of Financial Research**, Vol. 31, No. 1, 41-63.
- Agmon, T. and Lessard, D., 1977, "Investor recognition of corporate international diversification," **Journal of Finance**, Vol. 32, No. 4, 1049-55.
- Agrawal, A. and Mandelker G. N., 1990, "Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 25, No. 2, 143-161.
- Ali, A., Chen, T., and Radhakrishnan, S., 2007, "Corporate disclosures by family firms," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 44, No. 1, 238-286.
- Bacon, J., 1973, **Corporate directorship practices: membership and committees of the board**, New York: The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries.
- Baysinger, B. and Hoskisson, R. E., 1990, "The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy," **Academy of Management Review**, Vol. 15, No. 1, 72-87.
- Berle, A. and Means, G., 1932, **The modern corporation and private property**, New York: McMillian.
- Billett, M. T., King, T. D., and Mauer, D. C., 2007, "Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants," **Journal of Finance**, Vol. 62, No. 2, 697-730.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., and Smith, C. W., 1988, "Ownership structure and voting on antitakeover amendments," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1, 267-291.
- Caves, R., 1971, "International corporations: the industrial economies of foreign investment," **Economica**, Vol. 38, No. 1, 1-27.
- Chen, C. R., Guo, W., and Mande, V., 2003, "Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms," **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 11, No. 3, 267-283.
- Chen, H., Hu, M., and Shieh, J., 1991, "The wealth effect of international joint ventures: The case of U.S. investment in China," **Financial Management**, Vol. 20, No. 4, 31-41.
- Choi, J., Park, S., and Yoo, S., 2007, "The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea," **Journal of Financial and Quantitative**

- Analysis**, Vol. 42, No. 4, 941-962.
- Chung, I. Y., Koford, K. J., and Lee, I., 1993, "Stock market views of corporate multinationalism: Some evidence from announcements of international joint ventures," **Quarterly Reviews of Economics and Finance**, Vol. 33, No. 3, 275-293.
- Chung, K. and Charoenwong, C., 1991, "Investment options, assets in place, and the risk of stocks," **Financial Management**, Vol. 20, No. 3, 21-33.
- Ciscell, D. and Carroll, T., 1980, "The determinants of executive salaries: An economic survey," **Review of Economics and Statistics**, Vol. 62, No. 1, 7-13.
- Connors, N., 1989, "Outside board members: A breath of fresh air CFO," **The Magazine for Chief Financial Officers**, Vol. 5, No. 7, 48-52.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., and Tehranian, H., 2007, "The impact of institutional ownership on corporate operating performance," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 31, No. 6, 1771-1794.
- Datta, S., Datta, M. I., and Patel, A., 2000, "Some evidence on the uniqueness of initial public debt offerings," **Journal of Finance**, Vol. 55, No. 2, 715-743.
- Dayton, K., 1984, "Corporate governance: The other side of the coin," **Harvard Business Review**, Vol. 62, No. 1, 34-37.
- Ding, D., 1997, "The information content of FDI announcement: Evidence from an emerging market," **International Review of Financial Analysis**, Vol. 6, No. 1, 63-76.
- Doukas, J. and Travlos, N., 1988, "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions," **Journal of Finance**, Vol. 43, No. 5, 1161-1175.
- Eisenberg, M. A., 1975, "Legal models of management structure in modern corporations: Officers, directors, and accountants," **California Law Review**, Vol. 63, No. 2, 375-439.
- Errunza, V. and Senbet, L., 1984, "International corporate diversification, market valuation, and size-adjusted evidence," **Journal of Finance**, Vol. 39, No. 3, 727-743.
- Fama, E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm," **Journal of Political Economy**, Vol. 88, No. 2, 288-307.
- Fama, E. and French, K. R., 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," **Journal of Financial Economics**, Vol. 33, No. 1, 3-56.
- Fama, E. and Jensen, M. C., 1983, "Separation of ownership and control," **Journal of Law and Economics**, Vol. 26, No. 2, 301-325.
- Goyal, V. K. and Park, C. W., 2002, "Board leadership structure and CEO turnovers," **Journal of Corporation Finance**, Vol. 8, No. 1, 49-66.
- Gupta, A. and Misra, L., 2000, "The value of experiential learning by organizations:

獨立董事對中國大陸投資宣告效果的影響

- Evidence from international joint ventures,” **Journal of Financial Research**, Vol. 23, No. 1, 77-102.
- Gupta, A., McGowan, C., Misra, L., and Missirian, A., 1991, “Gains from corporate multinationalism: Evidence from the China experience,” **Financial Review**, Vol. 26, No. 3, 387-407.
- Hanson, R. C. and Song, M. H., 2003, “Long-term performance of divesting firms and the effect of managerial ownership,” **Journal of Economics and Finance**, Vol. 27, No. 3, 321-336.
- Ho, Y. K., Tjahjapranata, M., and Yap, C. M., 2006, “Size, leverage, concentration, and R&D investment in generating growth opportunities,” **Journal of Business**, Vol. 79, No. 2, 851-875.
- Hu, M., Chen, H., and Shieh, J., 1992, “Impact of US-China joint ventures on stockholders’ wealth by degree of international involvement,” **Management International Review**, Vol. 32, No. 2, 135-148.
- Huang, H., Hsu, P., Khan, H. A., and Yu, Y., 2008, “Does the appointment of an outside director increase firm value? Evidence from Taiwan,” **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 44, No. 3, 66-80.
- Hughs, J., Logue, D., and Sweeney, R., 1975, “Corporate international diversification and market assigned measure of risk and diversification,” **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 10, No. 4, 628-37.
- Huson, M. R., Parrino, R., and Starks, L. T., 2001, “Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective,” **Journal of Finance**, Vol. 56, No. 6, 2265-2297.
- Hymer, S., 1976, **The international operations of national firms: a study of direct foreign investment**, Cambridge, MA: MIT press.
- Jensen, M. C., 1993, “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems,” **Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, 831-880.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Kallapur, S. and Trombley, M. A., 1999, “The association between investment opportunity set proxies and realized growth,” **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 26, No. 3, 505-519.
- Kesner, I. F. and Dalton, D. R., 1986, “Board of directors and the checks and balance of corporate governance,” **Business Horizon**, Vol. 29, No. 5, 17-23.
- Kim, W. S., 2003, “Wealth effect of international investments and agency problems for Korean multinational firms,” **Journal of International Financial Management and Accounting**, Vol. 14, No. 3, 194-217.

- Kiyamaz, H., 2003, "Wealth effect for U.S. acquirers from foreign direct investments," **Journal of Business Strategies**, Vol. 20, No. 1, 7-22.
- Kiyamaz, H. and Mukherjee, T., 2001, "Parameter shifts when measuring wealth effects in cross-border mergers," **Global Finance Journal**, Vol. 12, No. 2, 249-266.
- Krivogorsky, V., 2006, "Ownership, board structure, and performance in continental Europe," **International Journal of Accounting**, Vol. 41, No. 2, 176-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1999, "The quality of government," **Journal of Law, Economics and Organization**, Vol. 15, No. 1, 222-279.
- Lang, L., Ofek, E., and Stulz, R. M., 1996, "Leverage, investment, and firm growth," **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, No. 1, 3-29.
- Lausten, M., 2002, "CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms," **International Journal of Industrial Organization**, Vol. 20, No. 3, 391-405.
- Lee, I. and Wyatt, S., 1990, "The effects of international ventures on shareholder wealth," **Financial Review**, Vol. 25, No. 4, 641-649.
- Lewellen, W., Loderer, C., and Martin, K., 1987, "Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 9, No. 3, 287-310.
- Lummer, S. and McConnell, J. J., 1990, "Stock valuation effects of international joint ventures" in Rhee, S. G. and Chang, R. P. (eds.), **Pacific-Basin Capital Markets Research**, New York: Elsevier Science Publishers, 531-546.
- McConnell, J. J. and Servaes, H., 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value," **Journal of Financial Economics**, Vol. 27, No. 2, 595-612.
- Miller, M. H. and Modigliani, F., 1961, "Dividend policy, growth, and the value of shares," **Journal of Business**, Vol. 34, No. 4, 411-433.
- Morck, R., David, S., and Yeung, B., 2000, "Inherited wealth, corporate control, and economic growth: the Canadian disease" in Randall, K. and Morck, R. (eds.), **Concentrated Corporate Ownership**, Chicago: University of Chicago Press, 319-369.
- Morck, R. and Yeung, B., 1991, "Why investors value multinationality," **Journal of Business**, Vol. 64, No. 2, 165-187.
- Morck, R. and Yeung, B., 1992, "Internationalization: An event study test," **Journal of International Economics**, Vol. 33, No. 1, 41-56.
- Mueller, E. and Spitz-Oener, A., 2006, "Managerial ownership and company performance in German small and medium-sized private enterprises," **German Economic Review**, Vol. 7, No. 2, 233-247.
- Muniandy, B., 2007, "CEO duality, audit committee effectiveness and audit risks: A study

- of the Malaysian market,” **Managerial Auditing Journal**, Vol. 22, No. 7, 716-728.
- Pan, Y., and Chi, P., 1999, “Financial performance and survival of multinational corporations in China,” **Strategic Management Journal**, Vol. 20, No. 4, 359-374.
- Pound, J., 1988, “Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1, 237-265.
- Rechner, P. L. and Dalton, D. R., 1989, “The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric,” **The Academy of Management Executive**, Vol. 3, No. 2, 141-143.
- Santiago-Castro, M. and Brown, C. J., 2007, “Ownership structure and minority rights: A Latin American view,” **Journal of Economics and Business**, Vol. 59, No. 5, 430-442.
- Sharma, V. D., 2004, “Board of director characteristics, institutional ownership, and fraud: Evidence from Australia,” **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, Vol. 23, No. 2, 107-119.
- Sias, R. W. and Starks, L. T., 2006, “Changes in institutional ownership and stock returns: assessment and methodology,” **Journal of Business**, Vol. 79, No. 6, 2869-2910.
- Smith, C. and Watts, R., 1992, “The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 32, No. 3, 263-292.
- Tsang, E., 1998, “Foreign direct investment in China: A consideration of some strategic options,” **Journal of General Management**, Vol. 24, No. 1, 15-34.
- Velury, U. and Jenkins, D., 2006, “Institutional ownership and the quality of earnings,” **Journal of Business Research**, Vol. 59, No. 9, 1043-1051.
- Waheed, A. and Mathur, I., 1995, “Wealth effects of foreign expansion by U.S. banks,” **Journal of Banking and Finance**, Vol. 19, No. 5, 823-842.
- Weisbach, M. S., 1988, “Outside directors and CEO turnover,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 2, 431-460.
- Williamson, O. E., 1983, “Organization form, residual claimants and corporate control,” **Journal of Law and Economics**, Vol. 26, No. 2, 431-460.

作者簡介

黃旭輝

國立政治大學企業管理（財務組）博士，目前為國立高雄大學金融管理學系副教授，主要的研究興趣為公司治理與公司理財，學術論文曾發表於 Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Emerging Markets Finance and Trade, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, International Journal of Business Performance Management, 證券市場發展季刊、管理評論、中山管理評論、管理與系統、輔仁管理評論等期刊。

E-mail: hhuang@nuk.edu.tw

