

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

本研究主要係探討獨立董監事的設置與企業的債務資金成本間之關聯性研究分析。自從美國Enron、Global Crossing與WorldCom等知名公司陸續爆發醜聞與國內發生的財務危機案件，如廣三集團、東隆五金、國產汽車、國揚實業、尖美建設等之後，如何透過各種機制加強公司治理，降低公司經營者道德危險問題，便成為公司利害關係人注重的重要議題。而相關的改革提議中，強化獨立董監事的功能則是首要之務。目前國內外針對獨立董監事議題的相關研究，多為其與公司的經營績效、盈餘管理或財務報表舞弊等之間的關聯性分析。就獨立董監事的設置與公司經營績效的關聯性研究而言，Pearce and Zahra(1992)針對500大企業中的119家公司進行研究，發現外部董事比率與企業未來的經營績效有正相關；李春安、吳欽杉與葉麗玉(2003)針對台灣的上市公司加以驗證，也發現外部董事席次的增加，有利公司價值的創造。因此公司價值的創造與內部股東及大股東持股比率存在正向關係。而就獨立董監事的設置與財務報表舞弊的關聯性研究而言，Beasley(1996)研究發現，董事會中外部董事席次比率、獨立董事比率及灰色董事比率均與公司財務報表發生舞弊的機率呈負向關係。而且公司設置審計小組並無助於減少財務報表發生舞弊的機率，因此就降低財務報表舞弊的角度而言，外部董事在整個董事會功用比在審計小組來得重要。至於獨立董監事的設置與盈餘管理的關聯性研究而言，如Klein(2002)研究指出，董事會的獨立性及審計委員會的獨立性與異常應計項目間存在負向關係，且Callahan, Miller and Schulman(2003)及Xie, Davidson and DaDalt(2003)研究亦發現，董事會的獨立程度愈高、外部董事所佔的比率愈大，則經理人操縱盈餘的情形會愈低。Anderson, Mansi and Reeb(2003)研究亦發現，董事會與審計委員會的規模大小及獨立性的程度，與企業在舉債的資金成本呈顯著的負向關係，因為董事會與審計委員會的獨立性或規模愈大，其對財務報導的監督能力也會愈高，債權人的確會考量董事會的特性來決定放款利率。是故，獨立董監事的確對財務報表的可靠性有積極把關的功用，對財務報表的使用者的影響尤其重大，且為面前我國政府積極推行公司治理制度的重要一環。然而，多數研究所探究的面向為公司股東權益面，同樣身為公司永續經營的重要資金提供者與財務報表使用者的金融機構(債權人)，尚

無不探究之理。

企業舉債的方式主要有公開舉債與私下募集，公開舉債的方式主要為發行公司債，私下募集的方式主要係向金融機構借款。當企業在遭遇困難時，銀行比其他的債權人容易協商、較具彈性，所以儘管近年來資本市場隨著國際化、自由化的趨勢，使得直接金融迅速成長，但間接金融的金融機構借款仍因有無法取代的特性而在企業舉債融資中佔有一定的比重。依據會計研究月刊的調查顯示，企業目前最愛用的籌資方式竟然是向銀行貸款，比例高達37.2%，其次為發行公司債，比例為33%，至於過去熱門的印股票換鈔票(即公開辦理現金增資)，只佔了15.38%，顯示企業目前的籌資方式大都是以舉債為主，成為企業進行籌資時關鍵的角色。而檢視金融機構放款予企業時，其最直接的考量因素則是放款利率水準，也即是企業在舉債時所需負擔的債務資金成本。目前針對資金成本議題的相關研究而言，多數的研究係針對權益資金成本探討，只有少部分是針對企業發行公司債的資金成本作分析，更少是與企業向金融機構借款債務資金成本有關。影響資金成本的因素也多強調資訊揭露、資訊不對稱、會計保守原則與會計師事務所的選擇等的探究。如Sengupta(1998)以1987年至1991年間曾發行公司債進行融資的公司為樣本，研究發現揭露水準的提高可以降低負債資金成本，且當企業具有高度市場不確定性時，揭露水準與公司債資金成本間的反向關係會更為強烈；郭敏華(1996)研究資訊不對稱對負債資金成本的影響，發現資訊不對稱本身與衍生的代理問題，會影響貸款人蒐集資訊的成本與對借款人違約風險的評估，而最後中將反映在借款人的負債資金成本上；Ahmed et al.(2000)針對會計保守原則與企業債務資金成本做分析，研究發現採用較為保守會計準則的企業，有助於減輕投資人與債權人對股利政策的衝突，而且其所舉債的資金成本也會顯著地較低；Pittman and Fortin(2003)針對新上市公司之會計師的選擇與其債務資金成本間關係做研究，發現新上市公司藉由聘任六大會計師事務所(Big Six)查核，因為會計師事務所的聲譽會加強財務報導的可靠性，所以會降低其成立時向金融機構舉債的資金成本。

綜合上述的相關研究可發現，目前針對獨立董監事的研究較少提及對債權人面向的影響，多為其與公司股東權益相關的議題，然而，就以債權人的角度而言，其不僅依賴財務報表的數據為放款利率水準的依據，更會關切影響財務報表正確性與可靠性的董事會特性，其中，有無獨立董事的設置，更是其所著重的焦點。

債務資金成本方面的研究，多著重在公司債殖利率為債務資金成本的分析，且亦偏重其與資訊揭露、資訊不對稱或會計保守原則等財務報表面的分析。而針對債權人在決定放款利率水準時與企業有無設置獨立董監事之間的關係，是目前相關研究所未探究分析，亦是本研究所感興趣的議題。基於上述的背景與動機，本研究主要以獨立董事或監察人作為董事會特性的主要解釋變數，以董監事持股比率、董監事持股質押比率與董事長兼任總經理作為董事會特性的控制變數，以有息負債比率作為企業債務資金成本的代理變數，探討其間之關聯性，以期能提供一些實證分析結果予金融機構作參考。倘若有設置獨立董監事的企業可以獲得較低的債務資金成本，則能吸引較多的企業自發性地致力於公司治理的落實，除了能提供給利害關係人更多的資訊與保障，也能進而促進資本市場的效率，以及提高資金的流動性。

第二節 研究問題

Shleifer and Vishny(1997)認為公司監理可以從代理觀點出發，即所有權與控制權分離，並定義公司治理為一套「確保資金提供者的投資能夠獲得其應有的報酬」之機制，而所謂的報酬，可用資金成本的概念來思考。La Porta et al.(1999)認為當控制股東的控制權和現金流量權偏離時，控制股東將有誘因剝奪少數股東，所產生的核心代理問題會降低公司價值。然而，在我國企業的控制權常掌握在家族手中，家族成員藉高持股入主董事會，主導公司的營運，所有權與經營權分離在家族企業中已不是問題的焦點，大股東與小股東間的利益衝突才是問題的徵結所在。而針對我國的控制股東，有相關的研究探討控制股東與董監事因素對企業價值與績效的影響，包括有無獨立董監事的設置、董監事持股比率、董監事持股質押比率及董事長是否兼任總經理等。

企業面對微利時代的來臨與股票市場的表現不佳，在資金的籌措方式也有所調整。原則上短期性的資金需求(如進貨)，應以短期資金支付，而長期性的資金需求(如增添設備)，則應以長期資金支付。但有些企業貪圖短期資金的低資金成本，而未對資金的來源與用途作適當的配置，用短期貸款來擴建廠房。但是當短期貸款的期限到期，廠房的擴建可能尚未完成，營業量也還沒有增加，企業根本沒有多餘的資金來償還貸款，故常發生資金調度不足的情形，也可能會因而違反

相關的借款契約規定，面臨被銀行抽銀根的窘境。而這以短支長¹的操作方式，不僅使得公司的經營與資金調度面臨困難，更會把企業推向危機叢生，甚至倒閉之路，且在我國審計準則公報第十六號「繼續經營之評估」第三條第1項第3款也指出，當企業過分依賴短期借款做長期運用，可能會導致財務報表所依據的繼續經營假設無法成立。相關的資訊與證據都顯示，企業以短期借款支應長期的資金運用，其實都是公司財務狀況出現問題的徵兆，故企業向金融機構借款的資金成本所透露的訊息，是本研究所要探討的議題。

隨著董事會逐漸成為公司治理改革的核心，及考量董事會為我國公司之最高業務執行機關，且獨立董監事則是目前我國大力推動的公司治理重點，願意設置獨立董監事的公司，金融機構是否視其為公司治理的替代訊號，主要是本研究欲探討的議題。而本研究亦探究檢視董事會其他的特性，如董監事持股比率、董監事持股質押比率、董事長是否兼任總經理等，對金融機構而言是否為訊號因子。

第三節 研究架構

本研究共分為五章，各章的內容說明如下：

第一章 緒論

說明本研究動機與目的、預期的研究貢獻及分析的研究架構。

第二章 文獻探討

首先針對代理理論與公司治理的簡介，引導出董事會所扮演的重要角色。第二節彙總本研究所欲探討的董事會特性的相關文獻，最後一節則回顧本研究之重要議題，權益資金成本與債務資金成本的相關文獻。

第三章 研究方法

說明研究理論之基礎、研究假說之建立、相關變數之衡量與定義說明、資料之來源與選取及資料分析的方法。

第四章 實證研究結果與分析

針對本研究所建立之研究假說進行驗證，並對實證結果加以分析與探

¹ 如東帝士集團企業(2000)因負債比率過高、以短支長的資金運用、採用股票質押借款，而導致規模擴充太快，在亞洲金融風暴、房地產與一般產業景氣跌落到谷底之後，本業營收銳減，難以支撐沈重的利息負擔，致使集團陷入資金緊縮的困境。台灣汎生製藥公司(2000)因興建「現行優良藥品製造規範」藥廠，耗資上億元，資金以短支長且營收不彰，負債4億元而傳出財務危機。

討。

第五章 研究結論與建議

總結本研究之結論、研究限制，並對未來研究方向提供建議。