

第五章 研究結論與建議

公司治理(corporate governance)概念一般泛指公司管理與監控的方法。其實公司治理的概念自有公司制度建立以來就已經存在，直至美國的恩隆案使投資人損失慘重，與1997年亞洲金融危機發生後，公司治理才受到社會的重視。公司治理的基本精神是將經營權和管理權分離，避免董事會成為經營團隊的橡皮圖章，讓具有專業能力、獨立於經營團隊之外的董事可以發揮監督和顧問的功能。雖然銀行在放款時可透過財務報表來檢視企業的營運狀況，但仍有很多報表外交易或是非會計交易無法由財務報表得知，因為會計終究只是工具而已，負責公司管理運作的人的道德與操守才是公司治理的重要關鍵，故本研究欲以實證研究的分析結果，提供銀行在放款與企業時，可從企業董事會相關特性來決定其利率的依據。以下則針對實證研究之結論做歸納說明，繼而簡述研究限制，最後則提出對後續研究者的建議。

第一節 研究結論

本研究主要的目的是在探討我國上市(櫃)公司獨立董監事的設置與企業債務資金成本的關聯性，即探討有無聘任獨立董監事及董事會特性控制變數，如董監事會的持股比率、董監事會的持股質押成數、企業與董事長與總經理是否為同一人，對債權人所要求的必要報酬率兩者間的影響。本研究以企業付息負債設算債務資金成本，研究期間為2000年至2005年，研究樣本為5972筆與5722筆¹³，相關的實證結果彙總如下。

一、上市(櫃)公司債務資金成本之概況

本研究所設算的債務資金成本乃以企業之有息負債的利率，即銀行所要求的必要報酬率為衡量基準，不同於先前國內外相關的研究多以公司債殖利率為債務資金成本的代理變數。從本研究第四章第一節的敘述統計量可得知，我國上市(櫃)公司的債務資金成本平均值約為4%左右，與銀行基準放款利率在2000年至2005年的平均值5.49%有些微的差距，可能的原因是在樣本的篩選過程中，剔除極端值的緣故。

¹³ 研究樣本分為二類，應變數一為5972筆，應變數二為5722筆，詳細內容請參閱第四章第一節樣本篩選過程。

二、上市(櫃)公司獨立董監事與董事會控制變數之概況

上市(櫃)公司獨立董監事的聘任，在2000年僅有一家上櫃公司聘任獨立董監事，大多數的公司多在2002年以後才設置，可能是因證期會在2002年間規定新上市公司必須聘任獨立董監事，此一現象也或多或少反映了公司治理的趨勢，即獨立董監事的影響日益重要。董事會特性控制變數方面，董監事會成員平均持股比率約為26%，較美國企業的董監事持股比率高出許多，符合La Porta et al.(1999)的研究結論，即除了英美等國外，其餘的國家普遍存有最終控制者，股權並未完全分散。董監事會成員平均持股質押成數約為10%~11%，多數公司之董監事持股質押比率大都不高，各年度間董監事持股質押比亦有所不同。至於董事長與總經理為同一人的情形，不論是在兩類樣本的比率，抑或是各樣本中每一年中所佔的比率，大都維持在30%左右，顯示企業中董事長兼任總經理的情況不在少數。

三、企業是否聘任獨立董監事與債務資金成本之關係

本研究預期企業聘任獨立董監事將使其債務資金成本下降，相關實證結果顯示，企業是否聘任獨立董監事與舉債的資金成本的確存在負向關係，且達1%的顯著水準，也證實本研究所建立的假說。此在加入額外的檢測之後，其實證結果亦達1%的顯著水準且為負向關係。即若以下期的債務資金成本或是以當期的債務資金成本、僅以長期債務資金成本做變數衡量指標或以債務資金成本的變動差額作衡量指標及Panel Data分析，獨立董監事的設置的確是金融機構在決定放款利率水準的重要考量因素。雖然在2000年及2001年，大多數的企業仍未設置獨立董監事，直至2002年，我國證券交易法規定於當年度2月後，新上市上櫃公司均需採行獨立董監事的制度，才有多家企業設置獨立董監事，然而從實證研究結果觀之，不影響本研究所建立的假說。

四、董監事持股比率與債務資金成本之關係

本研究預期企業的債務資金成本與董監事持股比率呈反向關係，相關的實證結果顯示，在以下期債務資金成本做應變數時，以損益表利息費用計算之債務資金成本及以現金流量表利息支出計算之債務資金成本，董事會持股比率此一董事會特性控制變數皆與其成預期的負向關係，惟前者達1%的顯著水準。若以當期的債務資金成本為應變數，則實證結果皆不如預期，同樣的情況也顯現於以變動

差額的迴歸分析模型中。而若僅考量長期債務資金成本的因素時，董監持持股比率與其關係，不論是以損益表利息費用計算之債務資金成本或以現金流量表利息支出計算之債務資金成本，在以下期或當期作分析時，其實證結果與預期方向一致，且達1%或5%顯著水準。加入前期債務資金成本做控制變數的討論，惟以損益表利息費用計算之債務資金成本之結果較為顯著。而若以Panel Data分析，董監事持股比率的實證結果不如預期。

五、董監事持股質押比率與債務資金成本之關係

本研究預期董監事持股質押比率與債務資金成本成正向關係，相關的實證研究結果也驗證此正向關係且多數結果顯著。在以下期債務資金成本或當期債務資金成本做應變數時，以損益表利息費用計算之債務資金成本及以現金流量表利息支出計算之債務資金成本，董事會持股質押比率此一控制變數皆與其成預期的正向關係，且均達1%的顯著水準。而在僅考量長期債務資金成本因素及加入前期債務資金成本為控制變數時，其結果亦與預期方向相同，且達1%的顯著水準。若以變動差額的回歸模型分析而言，董監事持股質押比率的效果較不顯著。

六、董事長與總經理是否為同一人與債務資金成本之關係

本研究提出企業的董事長與總經理若為同一人，則其舉債的資金成本會來的比較高，亦即兩者間的關係為正相關。然而，本研究相關的實證研究結果在以損益表上利息費用為有息負債比率之代理變數較為顯著，即企業的董事長若兼任總經理，其所面臨金融機構放款的資金成本會較高，且亦達1%或5%的顯著水準。然若以現金流量表上的利息支出為付息負債之比率衡量，其實證結果較不理想。而在額外的檢測分析，如排除短期借款的因素，其實證結果亦不大理想；若納入前期債務資金成本的考量，則變動方向與預期相同，為不顯著；若以Panel Data分析，則在以下期或當期債務資金成本為應變數時，結果與預期方向一致，仍不顯著，而變動差額的債務資金成本為應變數衡量指標時，結果亦不顯著。

第二節 研究限制

- 1、本研究僅以有息負債利率為公司負債資金成本的代理變數，尚未能代表公司整體的債務資金成本。因公司舉債的來源並非只有內部負債，尚包含發行公司債或可轉換公司債等外部負債，亦應將之納入考量，把所得的結果加以分析比較，較能客觀地判斷董事會特性與企業債務資金成本的全貌。
- 2、獨立董事的設置與債務資金成本間的關係，有可能因內生性的問題，諸如營運績效佳、償債能力強或被列為成分股等的企業，其債務資金成本就較低，非全來自於設置獨立董監的緣故，或許需納入其他的工具變數加以控制，為本研究之限制。
- 3、本研究所採用之資料，均來自次級資料庫，資料庫之資料是否完全正確無誤，非本研究所能控制。

第三節 未來研究方向建議

本研究的目的主要在檢視董事會特性與企業債務資金成本間的關聯性，期能有完備且精確的架構設計，然而根據實證結果的分析，發現仍有未逮之處。以下則列出本研究對於此議題的拙見，提供未來有興趣研究相關議題者之參考。

- 1、有許多的因素會影響企業的債務資金成本，後續研究者可思索其他與企業債務資金成本相關的議題，亦或是在何種的情境下，企業間的債務資金成本會有所差異。
- 2、尚有其他衡量企業債務資金成本的方法，如採用公司債殖利率作為衡量指標等，惟本研究係以企業內部的付息負債比率估算債務資金成本。後續研究者可採用不同的衡量方法，並進一步分析比較其中之差異，以能客觀地檢視企業債務資金成本的全貌。
- 3、本研究針對獨立董監之設置係採一虛擬變數，後續研究者可針對此變數探討企業聘任獨立董監的人數，非僅以是否設置，探究其與債務資金成本間的關聯性。
- 4、董事會特性尚包括外部董事席次比率、董事會的規模、董事長職務雙重性、董監事專業性、法人董事等諸多特性，本研究並未全部加以探討。另外，公司治理的替代變數眾多，La Porta et al.所提及控制權與現金流量權的偏離程度亦是一熱門因子，或許後續研究者可進一步深入公司治理

主題，並探討其與企業債務資金成本之關係。

- 5、本研究之研究期間為2000年至2005年，後續研究者可延長研究期間，加強研究分析結果的代表性。
- 6、本研究之研究樣本係針對上市(櫃)公司，後續研究者或可測試興櫃公司與公開發行公司，以瞭解其間的關係是否仍獲支持。