

會計與公司治理

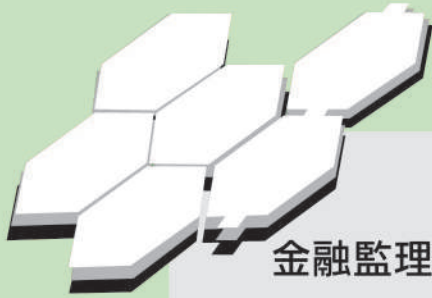
Journal of Accounting and Corporate Governance

ISSN 1810-5149

第十五卷第二期

Vol. 15, No. 2

Dec. 2020



金融監理沙盒市場反應及其影響因素之研究

高麗萍 李婷芳 戴湘綺 蔡春菊

內部治理與外部監督機制對公司價值之影響

鄭儒鈺 楊雪蘭

獨立董事與關鍵查核事項之關聯性-以臺灣本國銀行為例

黃劭彥 王惠津

財團法人逢甲會計教育基金會 出版

財團法人雄和教育基金會 贊助

網址：<http://www.acct.fcu.edu.tw>

會計與公司治理

發行人	李滿春	
發行所	財團法人逢甲會計教育基金會	
地址	台中市 40724 西屯區文華路 100 號逢甲大學會計學系	
總編輯	黃娟娟(逢甲大學)	
執行編輯	吳東憲(逢甲大學)	
編輯委員	王漢民(逢甲大學)	王光華(逢甲大學)
	江向才(逢甲大學)	吳清在(亞洲大學)
	吳壽山(台灣師範大學)	李元棟(逢甲大學)
	沈維民(台中科技大學)	林世銘(臺灣大學)
	林廷機(逢甲大學)	林維珩(台北商業大學)
	林宜勉(中興大學)	林嬌能(逢甲大學)
	林嬋娟(臺灣大學)	柯承恩(臺灣大學)
	施念恕(逢甲大學)	張森河(逢甲大學)
	馬嘉應(東吳大學)	許崇源(政治大學)
	張瑞當(中興大學)	陳貴端(逢甲大學)
	陳育成(中興大學)	黃瓊慧(台北大學)
	陳光政(逢甲大學)	盧鈺欣(逢甲大學)
	詹乾隆(東吳大學)	薛富井(台北大學)
	蕭子誼(逢甲大學)	賴志仁(美國華盛頓州立大學)
	(按姓氏筆劃排序)	
編輯行政	林柏豪、甘欣樺	
工本費	新臺幣貳佰元整	
帳戶名	財團法人逢甲會計教育基金會	
郵政劃撥	21922525	
電話	(04)2451-7250 轉 4207	
傳真	(04)2451-6885	
出版日期	2020 年 12 月	

本刊圖文非經同意不得轉載

Journal of Accounting and Corporate Governance

Publisher: Man-Chun Li (Feng Chia Accounting Education
Foundation)

Editor: Chuan-Chuan Huang (Feng Chia University)

Executive Editor: Tung-Hsien Wu (Feng Chia University)

Editorial Board: Han-Min Wang(Feng Chia University)
Kuang-Hua Wang(Feng Chia University)
Hsiang-Tsai Chiang(Feng Chia University)
Tsing-Zai Wu(Asia University)
Sou-Shan Wu(National Taiwan Normal University)
Yuan-Tong Lee(Feng Chia University)
William Wei-Min Sheng(National Taichung University of Science
and Technology)
Su-Ming Lin(National Taiwan University)
Tin-Gji Lin(Feng Chia University)
Yi-Mien Lin(National Chung Hsing University)
Wei-Heng Lin(National Taipei University of Bussiness)
Chan-Jane Lin(National Taiwan University)
Jiao-Neng Lin(Feng Chia University)
Nien-Su Shih(Feng Chia University)
Chen-En Ko(National Taiwan University)
Chia-Ying Ma(Soochow University)
Shen-Ho Chang(Feng Chia University)
Ruey-Dang Chang(National Chung Hsing University)
Chung-Yuan Hsu(National Chengchi University)
Yu-Cheng Chen(National Chung Hsing University)
Kuei-Tuan Chen(Feng Chia University)
Guang-Zheng Chen(Feng Chia University)
Chunghuey Huang(National Taipei University)
Chyan-Long Jan(Soochow University)
Yu-Hsin Lu(Feng Chia University)
Tzy-Yih Hsiao(Feng Chia University)
Gene C. Lai(Washington State University)
Fujiing N. Shiue(National Taipei University)

會計與公司治理

目 錄

第十五卷 第二期

2020 年 12 月

金融監理沙盒市場反應及其影響因素之研究	高麗萍 戴湘綺	李婷芳 蔡春菊	1
內部治理與外部監督機制對公司價值之影響	鄭儒鈺	楊雪蘭	19
獨立董事與關鍵查核事項之關聯性-以臺灣本國銀行為例	黃劭彥	王惠津	43

金融監理沙盒市場反應及其影響因素之研究

高麗萍*

致理科技大學

李婷芳

致理科技大學

戴湘綺

致理科技大學

蔡春菊

致理科技大學

摘要

金融科技開啟全球金融產業重要里程碑，衝擊傳統金融監理的理論與實踐，監理法規應能讓金融科技創新及彈性發展，又需幫助監理機關掌握金融科技業的發展，適當法律將是金融科技發展成功的重要拼圖 (Douglas 2016)。我國於 2017 年 12 月 29 日三讀通過金融科技發展與創新實驗條例 (Regulatory Sandbox，以下簡稱監理沙盒)，本條例為全球首部監理沙盒專法，對台灣金融科技發展及金融業競爭力的影響甚鉅。本研究以事件研究法探討監理沙盒市場反應及複迴歸模型探討公司特性對股價反應的調節效果。本研究實證結果顯示監理沙盒宣告具有正向顯著增額資訊內涵；相較於金融科技業而言，金融監理沙盒對傳統金融業股價反應較高。實證結果應可幫助政府制定後續監理沙盒發展策略與相關投資者進行決策時的重要參考依據。

關鍵字：金融科技、監理沙盒、資訊內涵

*通訊作者：

聯絡地址：22050 新北市板橋區文化路一段 313 號 致理科技大學會資系副教授

電話：(02)2257-6167 轉 1463

電子信箱：liping.kao@mail.chihlee.edu.tw

The Study of Market Reaction and its influencing factors for Regulatory Sandbox

Li-Ping Kao

Chihlee University of Technology

Ting-Fang Lee

Chihlee University of Technology

Hsiang-Chi Tai

Chihlee University of Technology

Chun-Ju Cai

Chihlee University of Technology

Abstract

The rise of FinTech marks a crucial milestone in the global financial industry that has affected theories and practices of conventional financial supervision. Laws and regulations for financial supervision should be flexible enough to help FinTech innovate and develop but should also assist supervisory agencies in controlling the development of FinTech businesses. Taiwan's Act on Financial Technology Innovations and Experiments was approved on December 29, 2017. This act is the first "regulatory sandbox" act worldwide and has had a great influence on the development of FinTech in Taiwan and the competitiveness of its financial businesses. This study explores the market response to the "regulatory sandbox" by employing a multiple regression model to investigate the moderating effects of company characteristics on share price. The empirical results of this study showed that announcing regulatory sandbox bills had a significant and positive effect on enhancing incremental information content. Regulatory sandbox bills had a higher influence on the stock prices of financial industries than on those of financial technology industries. These results can serve as references to governments for formulating subsequent regulatory sandbox development strategies and to related investors for decision making.

KeyWords : Regulatory sandbox, FinTech, Market reaction

壹、緒論

金融科技（Financial technology，以下簡稱 FinTech）在全球快速的興起，金融科技一詞，成為最近熱議的詞彙，而其相關產業，也有著迅速的成長。隨著政府及企業積極投入「金融科技」產業的發展，再加上網際網路早已成為全球溝通媒介，「金融科技」將成為未來金融永續發展的必然趨勢。新穎的商業模式，進入受到高度管制的傳統金融業，對傳統金融業的監理易造成相當大的衝擊與影響，全球金融監理之主管機關無不嚴正以待（尤彥傑 2017）。反觀金融科技業者，因其需面對高度創新下之不確定性，且在次貸危機後，各國極度重視系統性風險與消費者保護措施，須兼顧有效監理法遵與促進金融科技之產業發展，如何設計法規與監理措施成為一道難題。在主管機關監理之下創造一個實驗場所，針對金融相關業務或遊走在法規模糊地帶的新創業者於風險規模可控的情況，盡情測試創新的產品、服務乃至於商業模式，並暫時享有法規的豁免與指導，基於上述背景：金融「監理沙盒」（Regulatory Sandbox）應運而生。在此熱潮下台灣政府也推動金融監理沙盒，使台灣金融服務科技得以發揮創新能力與規模經濟效益，間接帶動金融產業服務輸出的能量與國際化程度，以科技創新解決以往台灣傳統金融業者過度重視內需市場，而忽略新興海外市場崛起的現象，使台灣金融科技運作更融入國際社會（王儷容 2017）。

金融科技發展迅速，監理法規必須能讓金融科技創新能彈性發展，又能協助監理機關了解掌握金融科技業的發展，並建立與金融科技業的夥伴關係，英國傳統金融業務監理局率先提出監理沙盒制度。所謂監理沙盒，是指創建一個「安全空間」（safe space）使金融科技新創事業可以測試它們的新創產品、商業模式及產品散布模式，而不會立即受到現存法規的制約，並因其活動引發觸法的疑慮而遭受法規上的不利益結果。我國為了因應世界潮流，立法院在 2017 年 12 月 29 日三讀通過金融科技發展與創新實驗條例（Financial Technology Innovation and Experiment Act）（又簡稱監理沙盒），本條例的三讀通過是全球首部監理沙盒專法，也成為繼英國、新加坡、澳洲及香港之後，全球第五個實施實施監理沙盒國家¹。不僅將營造適合業務發展的友善法規環境，對台灣金融科技發展及傳統金融業競爭力的提升也將助益良多，期望透過條例的施行搭配「金融科技創新園區」的運作，可加速傳統金融業與非傳統金融業的協力合作、掌握金融科技商機。

本研究主要探討三項層面議題：首先介紹台灣監理沙盒法案內容；其次探討金融科技業崛起對傳統金融業造成許多的衝擊，資本市場面對監理沙盒如此重要金融政策是否會改變其投資決策？最後探討公司的產業別、獲利能力與規模

¹目前開放監理沙盒國家並不多，僅英國、新加坡、香港與澳洲等國正式實施，因其它國家是採取不成文法，而台灣是在 2017 年底三讀通過〈金融科技發展與創新實驗條例〉成為「全球第一部監理沙盒專法」。 <https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2782719>

因素是否會影響股價反應的方向與強度？本研究主要貢獻為以市場觀點分析台灣監理沙盒資訊效果，並進一步分析不同公司特性對監理沙盒市場反應的調節效果。本研究希望藉由實證研究結果，了解投資人對於政府宣告金融監理沙盒的市場反應；倘若實證結果真能如本文所預期，金融監理沙盒具有增額資訊內涵，那麼對於尚未決定是否投入金融監理沙盒的傳統金融業而言，應可根據本研究實證結果更能完整評估投入金融監理沙盒對公司價值的影響，研究結果亦能輔助政府相關機關制定其相關金融科技決策提供重要參考依據。

貳、文獻探討與假說建構

一、金融科技與監理沙盒發展概述

「金融科技」是促進科技開發、成果轉化和高新技術產業發展的金融工具、金融制度、金融政策與金融服務的系統性規劃，企業運用科技手段使得金融服務變得更有效率，因而形成的一種經濟產業²。隨著國際金融科技的發展，金融機構不再是重要的分配者，客戶對金融單位的忠誠度也越來越低，小額融資需求未被滿足，加上各國政府主管單位的心態，已經轉向支持金融科技的發展³。KPMG⁴調查發現市場對於金融監理創新實驗的需求提高，因其需面對高度創新下之不確定性，且次貸危機後，各國極度重視系統性風險與消費者保護措施，法遵規範與風險管理皆是相當重要之課題；對監理單位而言，因需有效監理法遵與促進金融科技之產業發展。金融業務經營伴隨著金融風險，如何有效控管金融風險以維持金融市場穩定與安全即金融監理。金融監理包含金融監督及金融管理，金融監督為金融監理機關為促使金融機構能依法穩健經營而對金融機構所進行之檢查；金融管理則指一個國家依據相關法律，授權有關部門管理金融業務之組織與營業活動，簡而言之，金融監理即係指金融主管機關依相關法律執行監督與管理金融機構之權（陳錦毓 2011）。

金融監理主要目的在健全銀行業務之經營、保障存款人權益、適應產業發展之需以及確保金融之公平交易。金融機構提供金融服務、從事商業交易並以追求利潤為主要目的，與其它營利機構並無不同，惟因其經營之業務，涉及存款大眾之利益與整體經濟發展，一旦經營不善，將嚴重影響國家經濟穩定，基於此，為防止金融弊端之發生對經濟帶來不良的影響，各國政府機關對於金融機構之管理皆採取較嚴密之管理制度，以確保金融秩序之安定（胡鐸清 2003）。基於上述背景，金融「監理沙盒」應運而生。

「監理沙盒」指的是在一個風險規模已辨識可控的模擬環境下，讓業者盡情測試創新的產品、服務乃至於商業模式，並與監理者高度互動、密切協作，

²參考 MBA 智庫百科

³DIGITIMES 企劃，2016 年台灣金融科技發展關鍵，2016(<https://reurl.cc/DGNKE>)

⁴2016 年金融科技 100 金融科技創新者報告

共同解決在測試過程中所發現或產生的監理與法制面議題。透過金融監理沙盒機制的設計，建構一個可以受到控制並改正的監理環境，以實驗測試方式解決創新金融服務所帶來的法規與市場衝擊，並發展出消費者權益保障的機制。監理沙盒的精神在於鼓勵創新應用，在可控制的框架內完成創新服務的應用測試，多年來臺灣面臨投資低迷、人才外流的困境，若要積極發展則不確定性大、前瞻創新之數位經濟，以監理沙盒鼓勵創新事業，絕對是必須走的一條路；更重要的是利用沙盒機制可突破防弊重於興利的社會心態（王儷容 2017）。

臺灣於 2017 年 12 月 29 日順利三讀「金融科技發展與創新實驗條例」成為繼英國、新加坡、澳洲及香港之後，第五個實施金融實驗沙盒的國家，其它國家採取不成文法⁵，此條例也成為「全球第一部金融監理專法」。實驗期間以一年為限，並得申請延長一次、期間六個月；若涉及修法，延長次數不以一次為限，最長可延長至三年。金管會表示，金融科技發展與創新實驗條例預計 2018 年 4 月 30 日正式生效，業者 5 月即可向金管會提出申請，申請者最快 2018 年度第 3 季就可開始進行實驗。申請者可為自然人、獨資、合夥事業或法人，且不限任何產業。業者在備妥申請相關文件與創新實驗計畫後，即可向主管機關金管會提出申請，而金管會將召開審查會議，並於 60 日內完成審查作業，做出核准或駁回創新實驗的決定⁶。我國金融科技發展與創新實驗條例的內容經過多方的調整修正後，有許多亮點值得注意：首先條例名稱加上「發展」二個字，原來的條例版本重點在於實驗本身，加上發展兩字又新增第 18 條第 2 項，規定主管機關應定期檢討金融科技發展政策，並積極提供金融科技業者必要協助、輔導以及諮詢與跨部會協調，還明定子法來落實，給予金管會明確的任務，這對維持常態性的金融科技創新發展，具有積極正面的意義；其次條例第 8 條第 3 項最後一款，規定主管機關於實驗期間內，得以排除特定法規命令或行政規則之適用，這一點讓原本不打算進監理沙盒的金融業者，可能要重新評估；最後新條例讓金管會同時扮演「監督者」與「被監督者」雙重角色，可能使得鼓勵金融創新成為金融監理的常態工作⁷。

金管會在 2018 年 4 月 26 日宣布金融監理沙盒起跑，相關子法已完成，金融監理沙盒相關子法規定重點如下：實驗期間交易或曝險總金額上限新台幣 1 億元或等值外幣；有但書規定，可視個別業務性質，予以限縮或放寬限制，並明訂放寬後總曝險金額不得逾 2 億元或等值外幣；單一參與的消費者限額，包括消費信貸金額以 50 萬元為限；保險商品保費 10 萬元，或保額 100 萬元為限；其餘金融商品或服務以 25 萬元為限；在外幣方面，上述除了消費信貸外，其

⁵達標了！「監理沙盒」申請踴躍 金管會首年受理 10 件，2019(<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2782719>)

⁶金融監理沙盒預計 5 月開放申請，業者最快第 3 季可開始實驗，2018(<https://www.ithome.com.tw/news/121617>)

⁷經濟日報，金融監理沙盒的三亮點，2018(<https://money.udn.com/money/story/5629/2925629>)

餘都可以承作等值的外幣。金管會表示消費信貸只開放新台幣，主要是因申請信貸者只在國內消費，相關子法規定重點如表一所示⁸。

表一 台灣金融監理沙盒規模

項目	內容
實驗期間總限額	實驗期間交易或曝險總金額上限新台幣 1 億元或等值外幣 消費信貸金額 50 萬元
單一參與者上限	保險商品保費 10 萬元或等值外幣，或保額 100 萬元或等值外幣 其餘金融商品或服務 25 萬元或等值外幣

註：表中均可視個別業務性質，予以限縮或放寬限制，但總曝險金額不得逾 2 億元或等值外幣

資料來源：金管會 邱金蘭/製表

二、監理沙盒資訊效果及其影響因素文獻與假說

台灣監理沙盒於 2017 年 12 月 29 日才三讀通過，金管會自 2018 年開放受理外界申請監理沙盒實驗申請，截至 2019 年 10 月為止才達到原設定 10 件申請案的目標。學術界有關監理沙盒資訊效果之文獻尚付之闕如，因此本研究彙整國內外有關政府政策宣告與金融科技對股價影響之相關文獻。

Wang (2010) 探討中國政府政策施行對於中國上市上櫃公司股價之影響，利用迴歸分析、因果關係檢定和 VAR 模型之研究方法。實證結果顯示政府政策對於股價具正向顯著影響。Raynaud (2017) 利用事件研究法探討美國復甦與再投資法案對能源、電信股票前後之影響。實證結果顯示皆對股價具有正向顯著影響。李國綸 (2001) 研究 2000 年政府決議調降金融業營業稅稅率事件對市場造成之影響，作者採取事件研究法並以市場模型與二因子模型配合 GARCH 模型進行實證，研究結果顯示 2000 年 10 月 14 日行政院擴大財經會議作成免除金融營業稅之結論後，銀行相關個股在事件期間確實如預期產生正向的異常報酬及正的異常交易量，研究亦發現累積異常報酬大小與逾放比、市場對公司成長性的預期有正向關係。王一中 (2002) 探討金融控股公司法制定之訊息對金融保險上市公司股價異常報酬之影響，研究結果顯示當立法院達成共識並將通過金融控股法之訊息發佈時，上市公司金融股股票累積異常報酬率，在統計檢定上顯著大於零。吳家祥 (2003) 以行政院大陸委員會 1991 年至 2002 年所公告之兩岸大事紀作為研究對象，利用事件研究法及市場報酬模型研究事件日前後異常報酬的變化，實證結果顯示無法驗證臺灣股票市場對兩岸重大政治、軍事事件具有短期過度反應現象。陳錦毓 (2011) 利用事件研究法探討兩岸金融 MOU 相關宣告事件對臺灣金融業股價報酬率之影響，實證結果顯示兩岸金融 MOU 之相關簽訂訊息，確實會對上市櫃金融保險業股價產生影響；

⁸經濟日報，監理沙盒起跑 14 家業者探路，2018(<https://money.udn.com/money/story/5613/3110122>)

股票異常報酬率會因不同金融產業類別而異。

Putri, Nurwiyanta, Sungkono and Wahyuningsih (2019) 認為金融科技是增進公司獲利能力的策略性決策之一，實證結果顯示金融科技產品或服務導入前後會對公司資產報酬 (ROA) 產生正面顯著影響。台灣第一個沙盒實驗是凱基銀行跟中華電信「手機門號辦貸款或信用卡」也已經上線。這是讓民眾可以用手機門號，做身分驗證依據，平均只需要三分鐘的時間便能申辦個人信貸或信用卡。2019年7月才剛剛核准的「即時基金互換」監理沙盒實驗，透過機器學習提供客製化的智慧決策及即時監控服務，來降低民眾理財門檻，這是一個全球首例的創新試驗，也被外界視為「年底最大亮點」。凱基銀行創新科技金融處資深副總周郭傑 (2019) 指出「銀行擁有整段的客戶價值鏈，這個觀念可能要改變。」未來金融服務將邁向碎片化，也就是說，以後服務客戶的方式，是當客戶還不是銀行的客人時就有機會使用金融服務⁹。本研究亦認為「金融科技」將成為未來全世界金融永續發展的必然趨勢，政府為因應世界潮流，希望能兼顧有效監理法遵與金融科技產業發展，在主管機關監理下創造一個實驗場所，針對遊走於金融法規模糊地帶的新創業者在風險規模可控的情況，創新產品服務乃至於商業模式，並暫時享有法規的豁免與指導，業界普遍持正面看法，台灣政府宣告金融監理沙盒吸引企業投入金融科技是希望台灣傳統金融業能與國際接軌，應可有助於提升投資人對金融業與科技業之信心，創造競爭優勢從而產生正向顯著股價異常報酬率，因此本研究提出假說一：

H1：金融監理沙盒宣告對股價有正面顯著影響

H1a：金融監理沙盒對傳統金融業股價有正向顯著關係

H1b：金融監理沙盒對金融科技業股價有正向顯著關係

過去研究亦指出政府政策法案宣告效果常因公司特性而受到影響。首先，Hayes, Hunton and Jacqueline (2001) 研究指出即使整體市場對企業資訊宣告給予正面反應，但基於資訊不對稱的現象，企業宣告效果還是會因公司規模產生差異，相較於大規模公司而言，小規模公司宣告消息應該會有較佳的資訊內涵。Kotabe, Masaaki, Srinivasan and Aulakh (2002) 認為公司規模愈大，其可支配和擁有的資源相對較多，對於進行投資佈局，容易達到規模經濟，故可以有效提高績效。Hawawini, Subramanian and Verdin (2003) 建議一個重要的研究方向，企業規模可以作為一個解釋在獲利上差異的因素。規模是競爭優勢的來源，因為大規模企業相對比小規模企業會有較大的效能。曾秋梅 (2004) 發現不同規模公司會影響資訊科技投資宣告的效果，小規模公司之標準化累積異常報酬率高於中及大規模公司兩個組群。林皇君 (2011) 研究發現相較於大規

⁹台灣搶全球第一！基金即時互換金融監理沙盒實驗將推出
(<https://www.bnnext.com.tw/article/55016/taiwan-regulatory-sandbox-highlight>)

模公司而言，小規模公司的資訊透明度較差，相對風險較大，因此投資人會要求較高報酬，股價報酬的波動高。學者提出公司規模有可能因為資訊不對稱影響股價反應。台灣監理沙盒是屬於實驗性質，目前的條例規範中有明文設定期限、風險可控及參與實驗者的保護措施是各國監管共性，台灣也不例外，依實驗辦法規定，實驗規模則最多 1 億元新台幣或等值外幣但可申請至 2 億元；單項金融產品有個別限額；期限為 6 個月，可延長至 1 年，涉及法令修改可延至 3 年。另外，賦予實驗者諸多建立風控機制以及設立信託及保證機制、爭議處理機制等保護參與者的措施。本研究亦認為台灣監理沙盒實驗期間相對其他國家較長需要更多資源投入，而大規模公司其可支配和擁有的資源相對較多，投資人會對大規模公司較具信心，因此本研究提出假說二：

H2：相較於小規模公司而言，金融監理沙盒對大規模公司股價反應較高

其次，產業因素也會影響市場反應 (Flannery 1986)。劉昱廷 (2016) 探討資本支出對股價報酬率之影響，研究指出在多數產業中，股價報酬率和資本支出確實呈現負相關，然而仍有少數產業呈現不顯著或不相關的結果，顯示產業別對於資本支出對股價報酬率仍存在一定程度影響。目前參與監理沙盒申請多為金融業與科技業攜手的實驗，如：凱基銀行跟中華電信「手機門號辦貸款或信用卡」所上線的第一個沙盒實驗用手機門號，做身分驗證依據便能申辦個人信貸或信用卡；數位銀行 Bankee 與新創公司好好投資「即時基金互換」為全球首例的基金互換創新試驗¹⁰。因此金融監理沙盒不單單只是對金融業造成衝擊，對於科技業是否能因此創造競爭優勢亦會產生影響。金融監理沙盒建構一個友善法規環境，讓科技業可以更快進入市場。企業能夠在低成本低風險的情境下從事金融科技創新。本研究亦認為監理沙盒對傳統金融業衝擊較大，有助於金融業轉型能與國際潮流接軌，投資者會對於金融產業導入金融科技有較高的期待與信心，監理沙盒市場反應會因產業別不同而產生差異，因此本研究提出假說三：

H3：相較於金融科技業而言，監理沙盒對傳統金融業股價反應較高

最後，過去研究常利用財務報表中之營收、稅後淨利等項目做為公司獲利能力的指標，實證結果也顯示出較好獲利能力的公司對股價之解釋能力也較好。宋書勤 (2009) 將公司區分為正常公司與財務危機公司，藉以驗證正常公司及財務危機公司之財務對股價之影響。實證結果顯示正常公司之稅後淨利對股價之解釋力高於營業現金流量，正常公司之稅後淨利比財務危機公司對股價有較高增額解釋力，而正常公司之稅後淨利對股價之影響力高於帳面價值。吳欣儒 (2012) 探討盈餘管理對現金增資後股價報酬率影響之研究，以市場調整

¹⁰台灣搶全球第一！基金即時互換金融監理沙盒實驗將推出
(<https://www.bnnext.com.tw/article/55016/taiwan-regulatory-sandbox-highlight>)

模型來看，營業利益、稅後淨利、或營業現金流量都與增資後買進並持有報酬率呈正向的關係。盧其君（2016）探討 Fama-French 三因子模型、市場及財務資訊對個股報酬之影響，分析結果顯示稅後淨利、營收成長率和稅後淨利成長率均對報酬率有正向顯著影響。本研究亦認為公司獲利能力越好代表公司有能力的因應未來營運發展所需之資金需求，而金融科技的投入需要相當的技術與資訊到位，因此投資人會對財務狀況穩健的公司較有信心，從而產生較高股價反應。因此本研究提出假說四：

H4：相較於獲利能力較差的公司而言，金融監理沙盒對獲利能力較好的公司股價反應較高

參、研究設計

一、研究期間及樣本資料來源

本研究以事件研究法探討金融監理沙盒對傳統金融業與金融科技業股價之影響，並進一步以複迴歸分析公司特性對監理沙盒市場反應的調節效果。事件研究法是以 2017 年為研究期間，複迴歸分析則以 2016 年與 2017 年為研究期間。本研究有關樣本資料取自「台灣物聯網產業技術協會-會員名單資料庫」及「台灣股市資訊網」等資料庫進行搜索，其中傳統金融業部分由台灣股市資訊網輸入金控業、保險業、證券業、銀行業等關鍵字；金融科技產業則由台灣物聯網產業技術協會-會員名單資料庫及台灣股市資訊網中輸入 FinTech、無人商店、電子商務、比特幣等關鍵詞，共整理出 148 家樣本公司，扣除 2 家未查詢到股票代號的非上市公司（台灣金控、凱基銀行），在扣除 2 家缺少稅後淨利的上市公司（矽力-KY、訊芯-KY），最後整理出 144 家台灣上市公司做為樣本公司，其中金融科技業為 101 家，約佔全部樣本的 70%，傳統金融業為 43 家，約佔全部樣本的 30%。相關股價及財務資訊取自於台灣經濟新報社資料庫（Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ）。

二、研究方法

本研究採用事件研究法（Event Study）探討台灣監理沙盒宣告對股價之影響。事件研究法是以「資本市場是有效率的」為基本假設，即當市場揭露新訊息時，投資者會根據所接收到的最新訊息，改變投資決策，並直接反應於公司股價上，因此，若預期新訊息將會影響到公司未來的股價和交易量變化，則將導致公司股價有異常報酬，即稱該資訊具有內涵（沈中華與李建然 2000）。本研究是以 2017 年 12 月 29 日立法院三讀通過金融監理沙盒的日期作為事件日，並以 $t=0$ 表示。其次是估計期間的起迄日定義與事件期方法相同，假設估計期間為 $[S_1, S_2]$ ，則估計期起日期距離事件日為 S_1 期，估計期迄日距離事件為 S_2 期。事件期與估計期的長短並無客觀標準，但研究者須衡量估計期太短可能影

響模式的預期能力，估計期太長有可能因其他外在因素發生結構性改變，產生模式不穩定的現象。依過去研究，若以日報酬率建立估計模式，通常設定為 100 至 300 日，本研究以 200 天作為估計期，另外為求研究結果之嚴謹性，本研究同時探討 3 天、7 天、9 天、15 天、19 天、65 天與 69 天共計七組事件期¹¹，同時觀察金融監理沙盒短期、中期與長期資訊效果。

本研究採用目前廣泛使用的市場模式來預估預期報酬。所謂市場模式是假設股票的報酬與市場報酬存在某種線型關係，並且以市場報酬建立股票報酬的一種簡單迴歸方程式，藉由統計上的普通最小平方法（Ordinary Least Square，簡稱 OLS）來估計參數，求預期報酬市場模式之線型函數如下所示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{it} ：表示 i 公司於事件期第 t 期日報酬

R_{mt} ：表示第 t 期市場加權平均指數股票之報酬

α_i 及 β_i ：表示 i 公司的模型參數

ε_{it} ：表示誤差項，正常假設 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma)$

事件發生對股價的影響透過日報酬率計算其預期報酬，並以實際報酬與預期報酬的差額，觀察事件發生時是否有異常報酬產生，相關異常報酬計算如下：

1. 異常報酬（Abnormal Returns, AR_i ）：是以 i 公司第 t 期實際報酬減預期實際報酬

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

AR_{it} ：為 i 公司於事件期第 t 期之異常報酬

R_{it} ：為 i 公司於事件期第 t 期之實際報酬

$\alpha_i + \beta_i R_{mt}$ ：為 i 公司於第 t 期之預期報酬

2. 標準化異常報酬率（Standardizing Abnormal Returns, SAR_i ）：指以個股異常報酬率除以個股標準差，其計算方式如下：

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{S_{it}} \quad (3)$$

SAR_{it} ：表示 i 公司事件期第 t 天標準化異常報酬率

AR_{it} ：表示 i 公司事件期第 t 天異常報酬率

S_{it} ：表示公司於事件期第 t 天標準差

¹¹事件期長短，目前並無客觀的標準，事件期太短可能導致無法充分反應事件對股價的影響；事件期越長但也容易遭受其他因素的干擾。主要還是因研究目的而異，通常事件期使用日報酬率時，多採用 2 天至 120 天（沈中華與李建然 2000）。

3. 標準化累積異常報酬率 (Standardizing Cumulative Abnormal Returns, $SCAR_i$): 將 i 公司於事件期每日的標準化異常報酬率累加所得

$$SCAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} SAR_{it} \quad (4)$$

$SCAR_i$: i 公司於事件期標準化累積異常報酬率

SAR_{it} : i 公司於事件期第 t 天標準化異常報酬率

4. 標準化平均累積異常報酬率($SCAR$)，將個股事件期之 $SCAR_i$ 累加計算並以樣本數平均得之

$$SCAR = \frac{\sum_{i=1}^n SCAR_i}{n} \quad (5)$$

$SCAR_i$: i 公司於事件期標準化累積異常報酬率

n : 表示樣本數

本研究採用 Boechmer, Musumeci and Poulsen (1991) 所提出的標準化橫剖面法 (Standardized Cross-Sectional Method)¹² 的檢定統計量，來檢定標準化平均累積異常報酬是否具有正面顯著效果。

三、複迴歸分析法

本研究進一步以複迴歸分析探討影響金融監理沙盒股價反應因素。本研究以 69 天事件期 $SCAR_i$ 為因變數，以產業別、公司規模與獲利能力作為解釋變數，標準化累積異常報酬 ($SCAR_i$) 與產業別、公司規模與獲利能力之關聯性進行分析。建立多元迴歸模式如下：

$$SCAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 IND_{it} + \alpha_2 SIZE_{it-1} + \alpha_3 NI_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$SCAR_i$: 為 i 公司事件期標準化累積異常報酬率。

IND_{it} : 為 i 公司之產業別，以公開資訊觀測站產業別為基準分為金融科技業與傳統金融業，傳統金融業設虛擬變數為 1；反之為 0。

$SIZE_{it-1}$: 為 i 公司之公司規模，以金融監理沙盒宣告日前年年底(即 2016 年年底)樣本公司 $\log(\text{資產總額})$ 後，再由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為大規模公司設虛擬變數為 1；反之為 0。

NI_{it-1} : 為 i 公司之獲利能力，以監理沙盒宣告日前年度的稅後淨利，由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為獲利能力佳設虛擬變數為 1；反之為 0。

¹²由於本研究屬「單一事件」研究，個別公司股價的異常報酬率可能有明顯的相依性。Boechmer et. al. (1991) 模擬實驗中發現，採用標準化橫剖面法，即使在事件集中的情況下，其統計檢定力及型 I 錯誤表現幾乎不受影響。

ε_{it} ：為殘值。

$\alpha_1 \dots \alpha_3$ 為各自變數之係數

肆、實證結果

一、敘述性統計分析

本研究首先針對全體樣本進行敘述性統計分析，以瞭解樣本特性與結構，相關敘述分析結果如表二所示。本研究共選取七組事件期計算 SCAR，本研究發現七組事件期 SCAR 的最小值落在-25.1886 到-8.2529 之間，最大值落在+9.732 到+35.1746 間，事件期 SCAR 的平均數表現多為正值，顯示投資人大都看好金融監理沙盒資訊效果，其中長期 69 天 SCAR (-34,+34) 平均數 1.5655 為最高，SCAR (-1,+1) 的平均數-0.0105 為最小；公司規模 (SIZE) 平均數為 0.42、變異數為 0.246；獲利能力 (NI) 平均數為 0.188、變異數為 0.153；產業別 (IND) 平均數為 0.299、變異數為 0.211。由上述敘述統計結果發現，樣本公司間可能存在相當程度的差異性，此差異可能會對研究結果造成影響，本研究進一步進行後續統計檢定分析。

表二 全體樣本敘述性統計

	個數	最小值	最大值	平均數	標準差	變異數
SIZE	144	0	1	0.42	0.496	0.246
NI	144	0	1	0.188	0.3917	0.153
IND	144	0	1	0.299	0.4592	0.211
SCAR(-1,+1)	144	-3.9601	6.2267	-0.0105	1.6081	2.586
SCAR(-3,+3)	144	-7.9138	9.4994	0.1946	2.5945	6.731
SCAR(-4,+4)	144	-8.2529	9.732	0.3562	2.8475	8.108
SCAR(-7,+7)	144	-10.7717	12.2917	0.4689	3.6867	13.592
SCAR(-9,+9)	144	-9.0276	13.4673	0.5175	4.028	16.225
SCAR(-32,+32)	144	-22.4738	28.7821	1.3423	8.7819	77.122
SCAR(-34,+34)	144	-25.1886	35.1746	1.5655	9.762	95.296

註：SCAR(-1,+1)：3 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SCAR(-3,+3)：7 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SCAR(-4,+4)：9 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SCAR(-7,+7)：15 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SCAR(-9,+9)：19 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SCAR(-32,+32)：65 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SCAR(-34,+34)：69 天事件期標準化累積平均異常報酬率；SIZE：公司規模以金融監理沙盒宣告日前一年年底(即 2016 年底)樣本公司 $\log(\text{資產總額})$ 後，再由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為大規模公司設虛擬變數為 1，反之為 0；NI：獲利能力以金融監理沙盒宣告日前一年度(即 2016 年底)的稅後淨利作為公司獲利能力的代理變數，並由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為獲利能力佳設虛擬變數為 1，反之為 0；IND：產業別以公開資訊觀測站產業別為基準分為金融科技業與傳統金融業，傳統金融業設虛擬變數為 1，反之為 0。

二、金融監理沙盒宣告股價反應實證結果

本研究採用事件研究法探討金融監理沙盒宣告對股價的反應，本研究共選取 3 天、7 天、9 天、15 天、19 天、65 天及 69 天共七組事件期，實證分析金融監理沙盒宣告對股價的影響。實證結果顯示全部樣本在七組事件期 SCAR 多呈現正值，且呈現上升趨勢，其中 65 天 SCAR 1.3423 ($t=1.8341$) 與 69 天 SCAR

(34,-34) 1.5655 ($t=1.9244$) 表現最佳，達正向顯著。實證結果顯示投資者會視金融監理沙盒宣告為好消息，代表企業會因為此項法案創造金融科技的友善法規環境而使公司未來更具有競爭優勢，從而改變對公司原先的預期，產生正向顯著股價異常報酬率，亦即金融監理沙盒宣告具有正向增額資訊內涵，證實金融監理沙盒宣告與股價間具有正面顯著關係，實證結果支持假說H1：金融監理沙盒宣告對股價會有正向顯著影響，相關實證結果整理如表三所示。

表三 監理沙盒宣告股價反應之實證結果

Panel A：全部樣本(n=144)			
事件期	SCAR	t值	p值
3天 (1,-1)	-0.0105	-0.0782	0.9377
7天 (3,-3)	0.1946	0.9002	0.368
9天 (4,-4)	0.3561	1.5009	0.1334
15天 (7,-7)	0.4689	1.5209	0.1283
19天 (9,-9)	0.5175	1.5418	0.1231
65天 (32,-32)	1.3423	1.8341	0.0666*
69天 (34,-34)	1.5655	1.9244	0.0543*
Panel B：傳統金融業樣本(n=43)			
3天 (1,-1)	-0.8662	-4.6118	0***
7天 (3,-3)	-0.8444	-2.5733	0.0101**
9天 (4,-4)	-0.4461	-1.1596	0.2462
15天 (7,-7)	1.1844	2.3867	0.017**
19天 (9,-9)	0.9491	1.678	0.0933*
65天 (32,-32)	4.9582	4.1667	0***
69天 (34,-34)	7.4268	5.9581	0***
Panel C：金融科技業樣本(n=101)			
3天 (1,-1)	0.3538	2.2003	0.0278**
7天 (3,-3)	0.6496	2.4425	0.0146**
9天 (4,-4)	0.6977	2.4013	0.0163**
15天 (7,-7)	0.1643	0.4289	0.668
19天 (9,-9)	0.3338	0.8063	0.4201
65天 (32,-32)	-0.1972	-0.2263	0.821
69天 (34,-34)	-0.9299	-1.0011	0.3168

註：*表示達到10%顯著，**表示達到5%顯著，***表示達到1%顯著。

SCAR：標準化累積平均異常報酬率。

本研究進一步將樣本區分為傳統金融業與金融科技業，分別計算七組事件期的 SCAR。實證結果顯示傳統金融業 3 天為-0.8662 ($t=-4.6118$) 與 7 天為-0.8444 ($t=-2.5733$) SCAR 達負向顯著，傳統金融業在短天期的 SCAR 表現不佳，但是隨著事件期拉長，SCAR 表現愈來愈好，呈現上升的趨勢，15 天為 1.1844 ($t=2.3867$)、19 天為 0.9491 ($t=1.678$)、65 天 4.9582 ($t=4.1667$) 及 69 天 ($t=7.4268$) 共四組 SCAR 達正向顯著；顯示投資人在短期內對於傳統金融業創生新的金融科技工具存有疑慮，惟長期而言投資人對於傳統金融業還是具有一定程度的信心，從而產生正向顯著股價反應，實證結果支持假說 H1a：

金融監理沙盒對傳統金融業股價會有正面顯著影響。反觀金融科技業在 3 天為 0.3538 ($t=2.2003$)、7 天為 0.6496 ($t=2.4425$)、9 天為 SCAR 0.6977 ($t=2.4013$) 達正向顯著。此結果代表資本市場普遍認為金融監理沙盒對金融科技業是一項新的利多訊息，投資者認為監理沙盒會使得金融科技業在友善法規環境中會有更多發展空間從而搶得先機，股價會立即做出反應產生正向顯著股價異常報酬率，惟相關增額資訊效果並不會維持太久。實證結果支持假說 H1b：金融監理沙盒對金融科技業股價有正向顯著影響。本研究也發現一個有趣的現象，傳統金融業監理沙盒資訊效果似乎需要較長的時間反應，金融科技業監理沙盒資訊效果則會在較短期間內反應完畢。

三、影響金融監理沙盒股價反應因素之探討

根據 Pearson 相關係數矩陣顯示，IND 與 SCAR 之 Pearson 相關係數為 0.393；SIZE 與 SCAR 之 Pearson 相關係數為 0.254；NI 與 SCAR 之 Pearson 相關係數為 0.077。各解釋變數相關係數值皆小於 0.8，且由線性相關係數影響因子檢定 (Variance Inflation Factor Test, VIF test) 測試解釋變數間共線性程度，結果亦顯示所有變數之 VIF 值小於 10，解釋變數間並無嚴重共線性，相關實證結果如表四所示。

表四 解釋變數間相關係數矩陣

	SCAR	IND	SIZE	NI	VIF
SCAR	1	0.392 (0.000***)	0.254 (0.002***)	0.077 (0.362)	
IND	0.393 (0.000***)	1	0.515 (0.000***)	0.192 (0.021**)	1.388
SIZE	0.254 (0.002***)	0.515 (0.000***)	1	0.560 (0.000***)	1.948
NI	0.077 (0.362)	0.192 (0.021**)	0.560 (0.000***)	1	1.485

註：()=P 值；*表示達到 10%顯著，**表示達到 5%顯著，***表示達到 1%顯著；SCAR：69 天事件期標準化平均異常報酬率；SIZE：公司規模以金融監理沙盒宣告日前一年年底(即 2016 年底)樣本公司 log(資產總額)後，再由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為大規模公司設虛擬變數為 1；反之為 0；NI：獲利能力以金融監理沙盒宣告日前一年度(即 2016 年底)的稅後淨利作為公司獲利能力的代理變數，並由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為獲利能力佳設虛擬變數為 1；反之為 0；IND：產業別以公開資訊觀測站產業別為基準分為金融科技業與傳統金融業，傳統金融業設虛擬變數為 1；反之為 0。

本研究以 69 天期 $SCAR_i$ 作為因變數¹³，以產業別(IND)、公司規模(SIZE)與獲利能力(NI)等三項自變數對金融監理沙盒股價反應進行多元迴歸分析，

¹³本文亦同時採用七組事件期的 $SCAR_i$ 為因變數，實證結果發現當 69 天 $SCAR_i$ 為因變數時，判定係數(0.141)解釋能力較高，其次是 3 天 $SCAR_i$ 為因變數時迴歸模式判定係數為(0.103)解釋能力次之，再次是 7 天 $SCAR_i$ 為因變數時迴歸模式判定係數為(0.093)解釋能力更低，因此採用 69 天期的 $SCAR_i$ 為因變數。

相關實證結果如表五所示。實證結果顯示同時考慮產業別、公司規模、獲利能力等三項變數時，對 SCAR 的解釋能力 $R^2=0.160$ ， $\text{adj } R^2=0.141$ ， $F(3,140)=8.856$ ， $P<0.01$ 達統計上顯著，顯示產業別、公司規模、獲利能力等三項變數能顯著解釋 SCAR 的變動，相關實證結果如表五所示。

表五 監理沙盒對傳統金融業及金融科技業股價關聯性實證結果

$SCAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \varepsilon_i$				
	標準化係數值	t 值	p 值	VIF
常數項		-1.256	0.211	
IND	+0.351	3.849	0.000***	1.388
SIZE	+0.098	0.908	0.365	1.948
NI	-0.046	-0.486	0.628	1.485
R^2		0.160		
$\text{adj } R^2$		0.141		
F		8.856		
Df		(3,140)		
p		0.000***		

註：*表示達到 10%顯著，**表示達到 5%顯著，***表示達到 1%顯著；SCAR：69 天事件期標準化平均異常報酬率；SIZE：公司規模以金融監理沙盒宣告日前一年年底(即 2016 年底) 樣本公司 $\log(\text{資產總額})$ 後，再由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為大規模公司設虛擬變數為 1；反之為 0；NI：獲利能力以金融監理沙盒宣告日前一年度(即 2016 年底)的稅後淨利作為公司獲利能力的代理變數，並由小排序到大取其平均數為基準，大於平均數者為獲利能力佳設虛擬變數為 1；反之為 0；IND：產業別以公開資訊觀測站產業別為基準分為金融科技業與傳統金融業，傳統金融業設虛擬變數為 1；反之為 0。

首先產業別 (IND) 之標準化係數值為 +0.351 ($t=3.849$)，實證結果表示產業別 (IND) 與 SCAR 有顯著正向關係，與本研究預期方向一致，實證結果支持假說二：相較於金融科技業而言，金融監理沙盒對傳統金融業股價反應較高。亦即表示金融監理沙盒宣告時，投資者對於傳統金融業有較高期待使得 SCAR 表現較佳。本研究推估可能是投資者還是對傳統金融業提供相關金融科技工具較具信心，若能因為監理沙盒法提高企業的危機意識，進行企業再造投入更多的金融科技轉型，對於公司未來前景看好，以致股價異常報酬率表現較高。其次，公司規模 (SIZE) 之標準化係數值為 +0.098 ($t=0.908$)，實證結果表示公司規模 (SIZE) 與 SCAR 有正向關係，與本研究預期方向一致但未達顯著，實證結果不支持假說三：相較於小規模公司而言，金融監理沙盒對大規模公司股價反應較高。本研究推估可能原因，雖然公司規模愈大，其可支配和擁有的資源相對較多，對於公司未來發展也有較多選擇，然本次監理沙盒交易金額上限門檻不高，因此規模優勢因素表現不如預期，不必受到金融監理沙盒的金額限制，導致大規模公司參與意願受限致股價變化未如預期。最後，獲利能力 (NI) 之標準化係數值為 -0.046 ($t=-0.486$)，實證結果表示獲利能力 (NI) 與 SCAR 有負向關係，實證結果不支持假說四：相較於獲利能力較差的公司而言，金融監理沙盒對獲利能力較好的公司股價反應較高。本研究推論可能是因為金融監理沙盒在交易金額設定嚴格上限，專業投資機構一億元，對於單一參與者也只

能提供最多 50 萬元的服務，這樣的金額限制反而對獲利能力不佳的企業產生誘因，諸多的金額限制，對於原本財務狀況較好的公司股價反應不如預期。

伍、結論與建議

本研究利用事件研究法探討金融監理沙盒對傳統金融業與金融科技業股價之影響，實證結果證實金融監理沙盒法案具有正向增額資訊內涵，亦即資本市場會因為金融監理沙盒而改變其投資決策。本研究也發現金融科技業會有短期性正向股價反應，傳統金融業則會有較長期的股價反應。另一方面本研究亦採用多元迴歸分析實證結果顯示產業因素會對股價造成顯著影響，相較於金融科技業而言，金融監理沙盒對傳統金融業股價反應較高。亦即金融監理沙盒宣告時投資者對於傳統金融業有較高的期待，而使得股價反應較佳。本研究實證結果顯示金融監理沙盒宣告對公司股價具有顯著影響，建議主管機關在研討相關監理政策與法規修正時，應即時地向投資大眾宣告相關資訊，讓投資者能充分了解金融監理沙盒運行機制，以因應市場需求，有助於降低資訊不對稱的現象。相較於金融科技業而言，金融監理沙盒對傳統金融業股價反應較高，代表投資人更看重傳統金融業的競爭優勢，建議傳統金融業應了解自身所擁有的優勢，以聯合參與的形式進入監理沙盒，例如：台灣第一個沙盒實驗是凱基銀行跟中華電信「手機門號辦貸款或信用卡」。傳統金融業能善用金融監理沙盒給予金融科技的友善法規環境，與科技新創團隊合作，利用科技業所擁有的強大科技技術，以聯合參與的形式進入監理沙盒，或許能創造雙贏局面。

本研究以事件研究法及多元迴歸分析法探討金融監理沙盒宣告對股價的影響，惟本文僅針對台灣金融監理沙盒三讀通過日進行實證分析，由於相關金融監理沙盒尚未實行，實際參與企業或是後續條例細則影響與具體成效尚付之闕如，建議後續研究者可以進一步追蹤探討金融監理沙盒後續發展事件日的市場反應，例如：金融監理沙盒開放申請日等，或許更能完整地評估金融監理沙盒資訊效果。

參考文獻

- 尤彥傑，2017，金融科技對我國金融管制之衝擊與挑戰，國立成功大學法律學系研究所碩士論文。
- 王一中，2002，制定金融控股公司法對股市之影響，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 王儷容，2016，金融科技創新跨部會監理之必要，工商時報。
- 王儷容，2017，金融監理沙盒之美麗與哀愁，經濟前瞻，第 170 期:72-77。
- 吳欣儒，2012，盈餘管理對現金增資後股價報酬率影響之研究，開南大學財務金融學系碩士論文。
- 吳家祥，2003，兩岸重大政治、軍事事件與台灣股價過度反應關係之研究，國防管理學院國防決策科學研究所碩士論文。
- 宋書勤，2009，正常公司與財務危機公司之稅後淨利及營業現金流量與股價之攸關性，南台科技大學會計資訊研究所碩士論文。
- 李國綸，2001，調降金融業營業稅率市場反應之研究，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 沈中華與李建然，2000，事件研究法——財務與會計實證研究必備，台灣：華泰出版有限公司。
- 林皇君，2011，影響股價報酬波動性及相關因素之研究，國立虎尾科技大學經營管理研究所碩士論文。
- 胡鐸清，2003，金融監理與金融檢查實務，台北：台灣金融研訓院。
- 陳錦毓，2011，兩岸金融 MOU 相關宣告事件對台灣金融業股價報酬率之影響，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 曾秋梅，2004，資訊科技投資宣告之市場反應，逢甲大學會計與財稅所碩士論文。
- 劉昱廷，2016，資本支出對股價報酬率之影響：產業別分析，國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。
- 盧其君，2016，以 Fama-French 三因子建構股價預測模型 - 金融海嘯前後之比較分析，國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班碩士論文。
- Boechmer, E., J. Musumeci, and A. B. Poulsen. 1991. Event-study methodology under conditions of event-Induced variance. *Journal of Financial Economics* 30: 253-272.
- Douglas, J. L. 2016. New wine into old bottles: Fintech meets the bank regulatory world.

Banking Institute Journal 20: 18-65.

Flannery, M. J. 1986. Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance* 41(1): 19-37.

Hayes, D. C., J. E. Hunton, and L. R. Jacqueline. 2001. Market reaction to ERP implementation announcements. *Journal of Information Systems*: 3-18.

Hawawini, G., V. Subramanian, and P. Verdin. 2003. Is performance driven by industry-or firm-specific factors? A new look at the evidence. *Strategic Management Journal* 24: 1-16.

Kotabe, M., S. Srinivasan, and P. Aulakh. 2002. Multinationality and firm performance: The moderating role of r&d and marketing capabilities. *Journal of International Business Studies* 33(1): 79-97

Putri, W. H., N. Nurwiyanta, S. Sungkono, and T. Wahyuningsih. 2019. The emerging fintech and financial slack on corporate financial performance. *Investment Management and Financial Innovations* 16(2): 348-354.

Raynaud, L. 2017. Evaluating industrial policies using event-studies: evidence from stock market reactions to obama ' s stimulus package. Skidmore College.

Wang, L. 2010. The effect of government policy on china's stock market. University of St. Gallen. Graduate School of Business Administration.

內部治理與外部監督機制對公司價值之影響

鄭儒鈺

南臺科技大學

楊雪蘭*

南臺科技大學

摘要

金管會於 2018 年再度發布 3 年期新版公司治理藍圖，盼透過完備法制、企業自省及市場監督三者之共同力量，增加投資市場的信心、提升整體經營環境與競爭力，再次顯示公司治理議題之重要性。本研究以 2014 年到 2018 年之國內上市櫃公司為樣本，排除金融保險業及國營事業，探討內部治理與外部監督機制對公司價值之影響，以迴歸分析四種模型為研究方法，實證結果顯示，在董事會規模、獨立董事比率、董事會持股、機構法人持股與前四大會計師事務所簽證等機制對公司價值皆呈現顯著正向影響；而董事長兼任總經理，容易產生代理問題，對公司價值有顯著負向影響，但是在外部監督機制的調節作用之下，讓董事長兼任總經理對公司價值之影響由負轉正，充分呼應國內證券交易所發布之機構投資人盡職治理守則，盼能運用市場機制，持續提升我國公司治理品質，維護利害關係人之權益。

關鍵字：內部治理機制、外部監督機制、公司價值

*通訊作者：

聯絡地址：71005 台南市永康區南台街 1 號 南臺科技大學 企業管理系教授
電話：0952-212-784

Email：lan53120@stust.edu.tw

The Effect of Internal Governance and External Monitoring Mechanism on Firm Value

Ju-Yu Cheng

Southern Taiwan University of Science and Technology

Hsueh-Lan Yang*

Southern Taiwan University of Science and Technology

Abstract

In 2018, the Financial Supervisory Commission (FSC) of Taiwan announced a further 3-year company governance roadmap. Through legal regulations, corporate self-governance and market supervision, the FSC aims to boost investor confidence, improve the overall operating environment as well as enhance market competitiveness, once again emphasizing the importance of company governance. This study takes companies listed in Taiwan from 2014 to 2018 as research samples, with the exception of finance and insurance companies and government-owned enterprises, in order to explore the effects of internal governance and external supervisory mechanisms on company value. Using four regression models, results show that the scale of the board of directors, the proportion of independent directors, the percentage of shares held by directors and institutional investors and the agreements entered into with the Big Four all have a significant positive impact on company value. Furthermore, boards with chairman holding the position of the general manager are susceptible to agency problems, representing a significant negative impact on company value. However, external supervisory mechanisms can help mediate and turn the negative impact of boards with chairman holding the position of the general manager on company value into a positive one, thereby adequately improving the quality of company governance.

Keywords: Internal Governance Mechanism, External Monitoring Mechanism, Firm Value

壹、緒論

行政院金融監督管理委員會(簡稱金管會)於 2018 年再度發布三年期新版公司治理藍圖，其五大計畫項目包含：深化公司治理及企業社會責任文化、有效發揮董事職能、促進股東行動主義、提升資訊揭露品質以及強化相關法令規章之遵循等。其中，在有效發揮董事會職能計畫項目包含：強化董事會之監督功能、促進董監薪酬合理訂定、增加對董事之支援與強化內部稽核之獨立性等四項策略目標。現行國內上市櫃公司常有董事長兼任總經理，掌握公司大部分資源與控制相關事宜，導致其他董事無法及時獲得與企業經營有關之訊息。董事會為公司內部治理中最高決策單位，其能否發揮功能健全運作，關係企業經營之成敗。因此，金管會期盼透過推動設置獨立董事、擴大設置審計委員會及訂定公司董事長與總經理為同一人時之相關配套措施等方式，以進一步強化董事會之監督功能，此為本文研究動機與探討主題之一。

再則，在促進股東行動主義之計畫策略目標中包括強化機構投資人對公司治理之影響，經濟合作暨發展組織(OECD)於 2015 年公布之公司治理原則，強調市場投資者有促進上市櫃公司重視公司治理的功能。據統計，我國集中市場法人成交金額比例近五成，外資持股市值也占近四成，機構投資人更需發揮影響力，透過其專業知識與技術對被投資公司持續關注與溝通，並主動要求被投資公司重視並落實公司治理，將可大幅提升國內公司治理水平與企業之長期價值。有些學者也關注機構投資人之監督功能，Pound (1988)認為機構投資人持股對公司價值具有顯著影響，且相對非機構投資人，機構投資人因持有被投資公司較多股權，更能藉由參與股東會或公司經營決策(Brickley, Lease and Smith 1988)，維護股東長期利益(Holderness and Sheehan 1988)。此外，公司委託會計師提供財務報告審計服務，以取信利害關係人，降低資訊不對稱性所衍生之代理成本(Wallace 1980)，係資本市場順利運作之重要基礎，亦為資本市場最重要的外部監督機制，其對公司價值之影響亦為本文探討主題之一。

董事會除監督角色外，也同時具有緩和各方利害關係人利益衝突的機制，並協助管理者因應複雜不確定性的外部環境、擬定公司的重大策略，據以提升公司價值。本研究試圖以機構投資人與前四大會計師簽證代表的外部監督機制與董事會結構代表的內部治理機制，上述兩大面向探討不同監督機制是否對公司價值造成影響，並以董事會規模、獨立董事比率、董事會持股與董事長是否兼任總經理等作為董事會內部治理之代理變數，以找出健全的董事會架構關鍵因子，謀取公司與利害關係人之最大利益，並達企業永續經營之目的，藉此呼應目前國內公司內部治理、外部監督機制併行之趨勢。

本研究結果顯示，在內部治理機制方面，董事會規模愈大、獨立董事比率愈高及董事會持股愈高，對公司價值具有正面影響力，進而推升公司價值。外部監督機制方面，機構法人持股愈高，愈能發揮其專業與影響力，關注與要求

被投資公司落實公司治理，並對經營者帶來壓力，可降低代理問題，對公司價值具有正面影響，與 Pound (1988)所提出的效率監督假說一致。再則，藉由前四大會計師事務所較高審計品質(李建然與林秀鳳 2013)，減緩代理關係間資訊不對稱或利益衝突之問題(Wallace 1980)，亦能正向影響公司價值。當董事長兼任總經理時，董事會獨立性會受到影響，且會降低董事會執行監督角色的能力(Jensen 1993)，容易產生代理問題，對公司價值有不利的影響，唯在敏感性測試中發現，透過外部監督機制之調節作用，董事長兼任總經理對公司價值之影響由負轉正，且前四大會計師事務所簽證之調節作用達顯著水準。

本研究潛在貢獻如下：首先，本文實證結果可知，董事會之獨立性對於企業價值具有正面影響力，呼應我國自 2006 年引進獨立董事制度，是有其必要性。再則，董事長兼任總經理之職務特性破壞公司執行與監督的制衡機制，主管機關可參酌本文實證結果，要求董事長兼任總經理之公司需為前四大會計師事務所簽證客戶，以外部監督機制強化內部治理成效。

貳、文獻回顧與假說發展

一、公司價值相關文獻

金融經濟學家認為公司價值是該公司預期自由現金流量以其加權平均資金成本為貼現率折現之現值，因此公司價值與企業的財務決策具有相關性。傳統評價指標以會計盈餘作為基礎用以衡量公司經營績效，如資產報酬率(ROA)與權益報酬率(ROE)等，這些指標主要反應公司過去之經營績效，但難以推估公司未來的成長機會，因而影響公司價值之精確性。針對公司價值之評價，國內外學者大多以 Brainard and Tobin (1968)所提出之 Tobin's Q 作為衡量指標(Chung and Pruitt 1994；Chan and Li 2008；Eberhart 2012)。Lindenberg and Ross (1981)認為 Tobin's Q 值較高的公司，在其資產結構中具有企業特定因素而能獲得獨佔或壟斷之利益。Tobin's Q 為市值與重置成本的比率，用以衡量公司資產的價值與未來成長機會，Tobin's Q 值愈高，代表市場對公司價值的評價愈好。

國內學者李建然、廖秀梅與張卉諭 (2016)以 Tobin's Q 作為公司價值之代理變數，探討公司設置審計委員會與公司價值之關聯性，指出審計委員會的品質愈好愈能發揮監督功能，進而提升公司價值。而周碧珍 (2012)則認為在企業經營變數中，企業年齡及負債比率與 Tobin's Q 呈現負向顯著關係；而高獲利穩定性與營收成長率愈高者，則有利公司之市場評價。另，董監事持股比率愈高，可能產生無效率及怠惰行為之情況趨於嚴重，因而降低公司績效，進而影響市場之評價，故董監事持股與 Tobin's Q 呈現負向顯著關係，符合利益掠奪假說；而經理人持股則與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係，顯示經理人與股東利益趨向一致，可降低代理問題，進而提高公司市場之評價，符合利益收斂假說。

二、董事會內部治理相關文獻

董事會之角色依公司法第 202 條：「依公司業務的執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」意即董事會為代表全體股東之業務執行機關。參照廖大穎 (1999)證券市場與股份制度論指出，國內股份有限公司之權力與結構組成為二元模式或雙層模式。換言之，董事會主要職責在於監督公司營運目標之達成及經營績效之提升、提供經營團隊策略指導並督導公司遵循各項法令，以確保股東最大權益。在企業追求成長之過程，董事會於公司經營策略中扮演領航者之重要角色(Baysinger and Hoskisson 1990)，為企業策略發展方向的最終決定組織。

公司治理內部機制為董事會，證期會於 1998 年因國內發生一連串企業掏空舞弊案，開始向管理當局宣導公司治理的重要性，除要求公司設置獨立董事以增加董事會獨立性外，分階段強化董事會功能性委員會，例如薪酬委員會、審計委員會等，且金管會除在 2013 年提出 5 年期之強化公司治理藍圖，促使企業更重視公司治理，引導我國上市櫃公司良性競爭，強化公司治理水平，進一步形塑企業主動改善公司治理文化外，於 2018 年再度發布 3 年期新版公司治理藍圖，盼透過完備法制、企業自省及市場監督三者之共同力量，增加投資市場的信心、提升整體經營環境與競爭力，促進我國企業機制永續發展。

董事會在企業扮演舉足輕重的角色，提供企業管理建議與諮詢(Mintzberg 1983; Lorsch and MacIver 1989)、專業知識與資源(Baysinger and Hoskisson 1990)、獲取資金管道(Mizruchi and Stearns 1988)以及散播創新與外部網絡之角色(Burt 1980; Hillman, Keim and Luce 2001)。董事會成員因具有關係資本與人力資本等董事會資本可提升公司績效(Hillman and Dalziel 2003)。因此，即使董事會結構中具有內部董事任職於企業，而使得其獨立性與監督效能受到質疑，但內部董事仍可透過資源提供所產生之效益，降低企業對外部環境的依賴及不確定性的消除(Pfeffer 1972)，進而減少交易成本並協助企業得以永續發展(Singh, House and Tucker 1986)。而董事會成員持股超過一定比例時，個人財富與公司價值連結程度較高，將強化董事會監督之動機(Morck, Shleifer and Vishny 1988)，但另一派利益掠奪假說學者則認為，若股權過於集中在少數董事手中，反而可能產生較高的代理成本。因此本研究預期董事會組成結構與公司價值存在相關性，因而提出以下假說：

H1:董事會結構對公司價值具有顯著影響。

董事會規模大小即代表董事會中董事人數多寡，對於何謂最適董事會規模，學者看法不一。Zahra and Pearce (1989)研究指出，董事會規模愈大，能容納更多不同專業領域之專家學者，對公司經營決策給予更多意見與建議，進而做出更高品質決策，且因為董事會人數較多，其所涉及之利益層面較廣，較不易受到公司管理者之控制，如此一來董事會規模愈大反而更能保持其監督經營之成

效。國內學者陳錦村與葉雅薰 (2002)在公司改組、監督機制與盈餘管理之研究中證實，當上市櫃公司的監督人數愈多時，愈能發揮正面的監督效果；而徐玉惠 (2008)研究顯示國內上市公司中電子資訊業之董事會規模與公司價值呈顯著正向關係，但非電子資訊業則呈現不顯著。林坤裕 (2015)以台灣通訊網路業為研究對象，顯示董事會規模與公司績效呈正相關。因此，本文提出假說如下：

H1-1:董事會規模對公司價值具有顯著正向影響。

國內董事會成員一般而言區分為內部董事與獨立董事，依金管會解釋令可知¹，獨立董事大都由具專業知識學者、產業界專業人員或擁有豐富資源之人所擔任，且與公司無利益關係，能以客觀的角度及專業之見解對公司提出建議，甚至部分獨立董事能透過其在業界之影響力或資源，為公司謀取最大利益，進而發揮董事會監督機制，因此獨立董事對於公司監督功能會較內部董事更高。

Fama (1980)指出獨立董事具備獨立性及專業性，雖不任職於公司，但能針對公司所擬定之經營方針給予多方面的評估與建議，協助公司達成目標，並不會因為自身利益而做出損害公司之決策，進而發揮監督之功能；陳宜伶與林宛瑩 (2013)探討公司設置獨立董監事之決定因素及其設置前後對公司績效之影響研究顯示，當企業外部大股東持股率高、內部人持股比率高、電子產業、競爭程度高與公司規模大等因素皆可能提高獨立董監之設置與董監事席次，且設置獨立董事前之經營績效較差的公司，其獨立董監設置有助企業績效之提升；李建然等人 (2016)探討審計委員會運作品質之良窳是否會影響公司價值實證結果顯示，在設有獨立董事制度公司中，相對採用監察人制度之公司，採用審計委員會之公司價值較高；徐玉惠 (2008)則認為董事會中引進獨立董監事可增加董事會之客觀性與獨立性，並提高董事會之策略品質及效率，進而提高公司價值。也有學者並不認同獨立董事能夠真的有效發揮其本身之監督功能，因其只能從公司所出具之財務報表做出財務決策或以其專業背景來剖析公司所提出營運方針是否有利，對於所能掌握之公司營運資訊相對匱乏，是故獨立董事所作之決策可能無法深入了解整體策略與評估(Mangel and Singh 1993)。

綜上所述，獨立董事制度有助提高董事會之監督功能，維護公司長期價值，Dou, Sahgal and Zhang (2015)認為有經驗的獨立董事於公司決策時能提供更優質的策略建議與監督能力，提升公司內部治理效能。本研究預期獨立董事比率與公司價值存在相關性，因而提出以下假說：

H1-2:獨立董事比率對公司價值具有顯著正向影響。

我國證券交易法第 26 條規定，國內上市公司全體董監事持股不得少於公司已發行股份總額一定之成數，其立法用意乃基於利益收斂假說，使所有權和經營權有一定程度的結合，降低代理問題。Berle and Means (1932)指出，當董

¹92 年 4 月 8 日台財證一字第 0920001468 號

事持股比率愈高時，個人財富與公司利益黏著程度高，為了自身利益會更有效率監督管理者，降低代理問題，進而增加公司價值。王元章與張椿柏 (2011)認為董監事持股率愈高，愈能有效監督管理者而降低經理人與股東間之代理問題，進而增加公司價值。林建宏 (2013)則以國內上市櫃光電產業為研究對象，實證結果是董監事持股比率與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係，亦即董監事持股愈高，其利益與股東趨向一致，有助於提升公司價值，符合利益收斂假說。McConnell and Servaes (1990)則認為董事會持股比率與公司經營績效先呈現正相關再為負相關，即不同階段分別適用利益收斂假說和鞏固利益假說。綜合上述，本研究預期董事會持股比率與公司價值存在相關性，因而提出以下假說：

H1-3:董事會持股比率對公司價值具有顯著正向影響。

學者從代理理論(agency theory)及管家理論(stewardship theory)兩個角度分別論述董事長兼任總經理對公司價值之影響。傳統代理理論指出，企業主理人(股東)雇用代理人(管理者)為企業服務，代理人為了追求本身利益最大化，當主理人與代理人利益不一致有衝突時，就會產生代理問題(Jensen and Meckling 1976)，經理人追求自我利益則會損害股東利益(Fama and Jensen 1983)。董事會主要功能為監督管理階層以確保其追求股東利益(Zahra and Pearce 1989)，而其獨立性則是有效監督的關鍵(Baysinger and Butler 1985)，Jensen (1993)認為董事長兼任總經理，董事會獨立性會受到影響，且會降低董事會執行監督角色的能力。劉若蘭、許永聲與劉力維 (2014)則認為公司在成長期階段需要較強勢的領導，而董事長兼任總經理之領導特性有助公司績效之提升；當公司發展至成熟期或衰退期時，則經理人自我裁量權伴隨更多代理問題，董事長兼任總經理之強勢領導特性將削減董事會監督效果，與公司經營績效呈現負向關係；王元章與張椿柏 (2011)也認為董事長兼任總經理，董事會獨立會受到影響，降低董事會監督功能，使公司價值下降。

然而在管家理論的觀念下，Davis, Schoorman and Donaldson (1997)主張公司治理機制是否能適當授權是影響經營績效的主因，在董事長兼任總經理治理結構下，公司制定決策與執行方向一致，總經理可藉由強大的領導權力提高經營績效。Heracleous (2001)指出董事長兼任總經理，對公司內部經營狀況與資源分配較了解，可消除資訊不對稱的情況，進而強化其領導能力。林玟廷、陳律睿與姚芮安 (2016)研究發現公司在成長過程中會為了掌握更具有價值的訊息而調整董事會結構，董事長兼任總經理則能具備一致性的管理權力，完善管理與資訊處理的能力，因此與企業成長呈正向關係。

綜合上述，代理理論的觀點認為，董事長必須領導董事會做好監督及決策控管，而總經理則負責執行，當董事長兼任總經理時，同時扮演執行者與監督者的角色，將削弱董事會緩和代理問題的功能。從管家理論的觀點，董事長兼任總經理所引起的自利行為，會被其責任感與對自身尊嚴的看重所抵銷，將自

己的未來與企業、股東緊密聯繫在一起，更有動機提升公司價值。因此，本文提出假說如下：

H1-4: 董事長兼任總經理對公司價值具有顯著負向影響。

三、外部監督機制與相關文獻

Pound (1988) 針對機構投資者對公司價值之關聯性，提出三大假說：(1) 效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis)：由於機構投資者具備更多的專業知識、資訊及監督技巧，可用比個人投資者較少的監督成本來監督公司管理者，因而使監督活動更有效率，有助公司價值之提升。(2) 利益衝突假說 (conflict of interest hypothesis)：機構投資者本身也存有代理問題，因為機構投資者可能同時投資多家被投資公司，當機構投資者利益與公司利益相衝突時，機構投資者會基於本身利益最大化考量，可能會投票給配合自身利益之管理者，因此機構投資者與公司價值為負向關係。(3) 策略合作假說 (strategic alignment hypothesis)：機構投資者與管理者存在合作關係，可能與經營者達成某種程度之妥協，以維持雙方利益，因此機構投資者與公司價值存在負向關係。

McConnell and Servaes (1990) 研究指出機構法人持股比率與企業經營績效為顯著正向關係，顯示機構投資者對公司具有監督效果，Leech and Leahy (1991) 發現外部機構投資持股與公司價值呈正相關，尤其是外國機構投資人持股比率更為重要。國內學者徐玉惠 (2008) 認為外部機構法人持股愈高，愈有動機監督管理當局，進而提高公司價值；林建宏 (2013) 指出機構法人持股比率與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係，顯示公司在機構法人監督下，能對經營者帶來壓力，可降低代理問題，對公司價值有正面影響；而林穎芬、馮軒綾與洪鈺浩 (2018) 則探討治理機制對關係人交易之影響，認為在外部監督機制方面，主動型機構投資人持股愈高，對於公司管理當局愈具有監督效果，降低關係人交易，而被動型機構投資人因受制與公司有業務往來之需求，且不願挑戰公司高階之決策而給予相當程度之妥協，削減其監督能力，導致關係人交易增加。綜合上述，本文提出假說如下：

H2-1: 機構法人持股對公司價值具有顯著正向影響。

企業對於審計自願性的需求理論包含監督假說 (monitoring hypothesis)、資訊假說 (information hypothesis) 與保險假說 (insurance hypothesis) (Wallace 1980; Chow 1982)。其中 Wallace (1980) 監督假說論點基於代理關係間資訊不對稱或利益衝突之問題，代理人權衡成本效益之後，有誘因進行自我約束或建立監督機制以取信主理人 (Jensen and Meckling 1976)，管理當局將委託外界會計師對其所編制之財務報表進行查核簽證，以取信利害關係人，降低資訊不對稱性所衍生之代理成本，因而產生審計之需求。財務報表經查核簽證，重大財務資訊錯誤或舞弊發生可能性可望減緩，更能允當反應企業風險與公司價值。

Klein and Leffler (1981) 認為會計師事務所為維持較高的審計品質，會投入

更多的資源在品牌與知名度的建立，藉以提升市場占有率，賺取更多的利潤；DeFond (1992)研究發現當公司代理成本增加，公司對審計需求將會提高，傾向更換至審計品質高的會計師；Fan and Wong (2001)認為前五大會計師事務所簽證之公司，其代理問題較不嚴重，且會計師事務所可作為外部獨立之監督機制。而國內學者李建然與林秀鳳 (2013)實證結果指出，國內前四大會計師事務所簽證相較於非四大較能限制審計客戶盈餘管理的空間，即前四大會計師事務所簽證之審計品質優於非四大。綜合上述，本研究提出假說如下：

H2-2:前四大會計師事務所簽證對公司價值具有顯著正向影響。

參、研究方法

一、研究對象與資料來源

本研究以國內上市櫃公司為研究對象，分析其內部治理與外部監督機制對公司價值之影響，樣本取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal)資料庫，彙整 2014 年到 2018 年之國內上市櫃公司年度資料，共計五年。考量金融保險業之營業性質與財務結構異於一般產業，為求研究結果一致性，本文排除金融保險業之樣本。其次，國營事業因法人股東主要由政府組成，其所指派董事代表可能同時兼具三類董事之身分的性質，為避免產生認定上的困擾，亦將其排除在外。最後，剔除財務資料不齊全與極端值 1%之樣本，如表一所示。

表一 2014 年至 2018 年研究期間樣本資料表

項 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	總計
上市櫃公司家數	1,660	1,676	1,688	1,701	1,706	8,431
剔除樣本數	349	325	301	284	239	1,498
本文樣本數	1,311	1,351	1,387	1,417	1,467	6,933

資料來源：本研究彙整

二、變數定義與衡量

1. 自變數

(1) 董事會結構

企業資源配置與運用時機，將透過管理策略來決定(洪世章、譚丹琪與廖曉青 2007)，而董事會是企業內部最高治理與決策單位。本研究內部治理機構以董事會結構為自變數，並選取董事會規模、董事會獨立性、董事會持股以及董事長是否兼任總經理之特性作為衡量變數，如下：

A. 董事會規模(BSIZE)

當董事會規模愈大，透過不同專業領域之專家學者，對公司經營決策給予更多意見與建議，進而提昇決策品質(Zahra and Pearce 1989)，發揮監督功能，

對公司價值產生影響(徐玉惠 2008),本研究採用樣本公司之董事席次作為衡量董事會規模之代理變數。

B.獨立董事比率(IND)

董事會通常係由內部董事及外部獨立董事所組成,而透過獨立董事之專業知識與多元背景,應能提供管理當局最佳策略之選擇,並藉由獨立董事制度提高董事會客觀性,有助發揮董事會之監督功能,維護公司長期價值,本文董事會獨立性以樣本公司獨立董事席次占董事會總席次之比率衡量。

C.董事會持股(BS)

國內上市公司全體董監事持股依證券交易法第 26 條規定不得少於公司已發行股份總額一定之成數,主要係基於利益收斂假說,意圖使所有權與經營權有一定程度之結合,用以降低代理問題,本研究董事會持股比率以全體董事持有股份合計占樣本公司流通在外股數之比率計算之。

D.董事長兼任總經理(CEOD)

董事長兼任總經理雖可消除資訊不對稱的情況,進而強化其領導能力(Heracleous 2001),亦可能削減董事會執行監督的能力(Jensen 1993),對公司價值產生影響,此變數設為虛擬變數,以 1 表示董事長兼任總經理,0 表示董事長與總經理由不同人擔任。

(2)外部監督機制

A.機構法人持股(INST)

機構法人持股以參考陳慶隆、翁佩瑜與范宏書 (2016)之作法,以國內資本市場三大專業投資法人機構(包含外資、投信及自營商)每個月月底持股數,計算各年度 12 個月的平均總持股率,作為樣本公司之機構法人持股之代理變數。

B.前四大會計師事務所簽證(BIG4)

本文仿照相關研究,將此變數設為虛擬變數,當樣本公司為前四大會計師事務所簽證查核時以 1 表示,否則為 0。

2.應變數

本文參考過去探討公司價值之文獻,以 Tobin's Q 作為衡量變數。Tobin's Q 主要建構概念為公司市值與重置成本之差異,以該差異作為衡量產業獨佔力的指標,係 Brainard and Tobin (1968)所提出,其計算過程中考慮了資本折舊率、折現率與技術成長率等總體因素來估計公司市值與重置成本,由於計算繁雜與取得成本較高,故後來學者較少跟進。Chung and Pruitt (1994)以基本財務及會計資訊來計算 Tobin's Q 近似值,經驗證該近似值對於 Tobin's Q 值至少有 96.6% 之解釋能力,因此本文也採用此法計算 Tobin's Q (李建然等 2016)。

3.控制變數

(1)企業規模(SIZE)

不同規模之企業，其公司價值可能也會不同，本研究之企業規模採用公司銷貨收入淨額作為衡量，為了避免極端值造成估計之影響，因此本研究以公司銷貨收入淨額取自然對數代表企業規模。

(2)負債比率(DR)

利息費用除了會減少公司盈餘外，其稅盾效果會使管理者傾向選擇高風險決策，而降低公司價值(Morck et al. 1988)；但代理理論觀點而言，負債借款會使管理者受到市場監督，減少浪費公司自由資金的可能性，進而提昇公司價值(Jensen and Meckling 1976)，因此，負債比率對公司價值具有相當影響程度，本研究納入負債比率予以控制。

(3)獲利能力(ROA)

過去文獻顯示，企業的獲利能力愈佳，經營績效愈好，通常表示公司價值愈高，因此必須予以控制獲利能力對公司價值之影響，本文採稅後息前總資產投資報酬率作為獲利能力之衡量指標。

(4)總資產成長率(Growth)

企業成長可顯示在產出、營收、規模等「量」的增加，與結構、能耐、效率等「質」的提昇，而資產總額為企業營運過程中的資源要素，透過資產之投入，可提昇公司績效獲取利潤(Mahoney and Pandian 1992)，創造公司價值，故本研究分析時有必要控制總資產成長率對公司價值所造成之影響。

(5)產業別(HIT)

考慮不同產業之營運差異性，分析時有必要控制產業因素，本文採用台灣證券交易所之分類，設虛擬變數，電子業為1，非電子業為0。

(6)股票報酬標準差(SD)

本研究納入樣本公司各年度股票報酬標準差，視為公司風險之控制變數。

(7)年度(YEAR)

本文為降低研究期間景氣改變所造成之影響，亦納入年度變數予以控制。

三、實證模型

本研究欲探討內部治理制度與外部監督是否影響公司價值，利用迴歸分析檢定自變數與被解釋變數是否有顯著的統計關係。本研究應變數為公司價值(Q)以Tobin's Q為衡量指標，並在檢定模型中納入企業規模(SIZE)、負債比率(DR)、獲利能力(ROA)、總資產成長率(Growth)以、產業別(HIT)、股票報酬標準差(SD)

與年度別(YEAR)等與公司價值有關之控制變數同時檢驗。首先，在內部治理機制，自變數董事會結構特性包含董事會規模(BSIZE)、獨立董事比率(IND)、董事會持股(BS)以及董事長兼任總經理(CEOD)。建立模型(1)檢測假說 H1，其中下標字 i 為公司、 t 為研究期間。

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 DR_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \beta_9 HIT_{i,t} + \beta_{10} SD_{i,t} + \sum_{y=11}^{14} \beta_y YEAR_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

再則，外部監督機制對公司價值之影響，計有機構法人持股(INST)與前四大會計師事務所簽證(BIG4)代理變數，建立模型(2)檢測假說 H2-1 與 H2-2。

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 BIG_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 DR_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 HIT_{i,t} + \beta_8 SD_{i,t} + \sum_{y=9}^{12} \beta_y YEAR_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

此外，本文額外測試內外部監督機制同時對公司價值之影響程度，以及外部監督機制與內部治理是否對公司價值具有調節作用，建立模型(3)與模型(4)，其中模型(4)在進行調節效果之驗證時，為降低共線性之問題，本研究對內部治理與外部監督機制之變數予以標準化，而其交乘項亦以標準化值相乘。

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 INST_{i,t} + \beta_6 BIG4_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 DR_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} Growth_{i,t} + \beta_{11} HIT_{i,t} + \beta_{12} SD_{i,t} + \sum_{y=13}^{16} \beta_y YEAR_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 INST_{i,t} + \beta_6 BIG4_{i,t} + \beta_7 INST_{i,t} * BSIZE_{i,t} + \beta_8 INST_{i,t} * IND_{i,t} + \beta_9 INST_{i,t} * BS_{i,t} + \beta_{10} INST_{i,t} * CEOD_{i,t} + \beta_{11} BIG4_{i,t} * BSIZE_{i,t} + \beta_{12} BIG4_{i,t} * IND_{i,t} + \beta_{13} BIG4_{i,t} * BS_{i,t} + \beta_{14} BIG4_{i,t} * CEOD_{i,t} + \beta_{15} SIZE_{i,t} + \beta_{16} DR_{i,t} + \beta_{17} ROA_{i,t} + \beta_{18} Growth_{i,t} + \beta_{19} HIT_{i,t} + \beta_{20} SD_{i,t} + \sum_{y=21}^{24} \beta_y YEAR_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

肆、實證結果與分析

一、敘述統計量

表二為本研究相關變數之敘述性統計量表。董事會規模(BSIZE)最小值為 2，最大值為 30 之差距可知，國內董事會規模設置差異頗大；獨立董事比率(IND)平均數為 0.295；董事會持股(BS)平均數為 0.270；機構法人持股(INST)最小值為 0.000、最大值為 0.790、平均數為 0.090。應變數公司價值(Q)最小值為 0.150；最大值為 5.540；平均數為 1.244，顯示投資市場對國內整體公司價值給予正向評價與期待。此外，研究變數中董事長兼任總經理(CEOD)與前四大會計師事務所簽證(BIG4)皆以虛擬變數替代，其中董事長兼任總經理(CEOD)之樣本為 2,472 筆，占本文有效樣本 35.66%。另，前四大會計師事務所簽證之樣本為 6,038 筆，代表國內上市櫃公司約有 87% 為前四大會計師事務所簽證簽證。

表二 敘述性統計量表

變數	個數	最小值	最大值	平均數	標準差
BSIZE	6,933	2.000	30.000	7.310	2.029
IND	6,933	0.000	0.800	0.295	0.140
BS	6,933	0.000	0.880	0.207	0.144
CEOD	6,933	0.000	1.000	0.360	0.479
INST	6,933	0.000	0.790	0.090	0.122
BIG4	6,933	0.000	1.000	0.870	0.335
Q	6,933	0.150	5.540	1.244	0.782

註：變數定義：BSIZE：董事會規模=董事會總人數。IND：獨立董事比率=獨立董事人數/董事會總人數。BS：董事會持股=全體董事持有股份合計/公司流通在外股數。CEOD：董事長兼任總經理(虛擬變數)，若董事長兼任總經理為1，否則為0。INST：機構法人持股=三大法人當年度12個月平均總持股率。BIG4：前四大會計師事務所簽證(虛擬變數)，若公司為四大查核為1，否則為0。Q：公司價值，以Tobin's Q值為代理變數=(普通股市價+特別股帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值。

二、相關分析

表三為董事會內部治理、外部監督機制與公司價值的各變數之間 Pearson 相關矩陣及顯著水準，內部治理變數中，董事會規模(BSIZE)與公司價值(Q)相關係數為 0.030($p < 0.05$)呈現正相關，且達顯著水準；獨立董事比率(IND)與公司價值(Q)相關係數為 0.092($p < 0.01$)達顯著正相關；董事會持股(BS)與公司價值(Q)相關係數為 0.105($p < 0.01$)呈現顯著正相關；董事長兼任總經理(CEOD)與公司價值(Q)相關係數-0.042($p < 0.01$)為顯著負相關。外部監督機制中，機構法人持股(INST)與公司價值(Q)相關係數為 0.206($p < 0.01$)呈現正相關，且達顯著水準；前四大會計師事務所簽證(BIG4)與公司價值(Q)相關係數為 0.051($p < 0.01$)呈現顯著正相關。綜合上述可知董事會內部治理及外部監督機制與公司價值具有相關性。另外，各自變項間最高相關係數為 0.242，並未超過 0.8 或 0.9，因此初步判斷沒有嚴重的共線性問題。

表三 Pearson 相關分析表

變數	BSIZE	IND	BS	CEOD	INST	BIG4	Q
BSIZE	1						
IND	-0.084** (0.000)	1					
BS	0.060** (0.000)	0.036** (0.003)	1				
CEOD	-0.138** (0.000)	0.059** (0.000)	-0.075** (0.000)	1			
INST	0.193** (0.000)	0.043** (0.000)	-0.242** (0.000)	-0.054** (0.000)	1		
BIG4	0.072** (0.000)	0.105** (0.000)	0.027* (0.027)	-0.051** (0.000)	0.105** (0.000)	1	
Q	0.030* (0.012)	0.092** (0.000)	0.105** (0.000)	-0.042** (0.000)	0.206** (0.000)	0.051** (0.000)	1

註：**.在顯著水準為 0.01 時 (雙尾)，相關顯著；*.在顯著水準為 0.05 時 (雙尾)；相關顯著在()內為對應之 p 值。變數定義參見表二。

三、VIF 檢定與複迴歸分析

本文以變異數膨脹因子(variance inflation factor,簡稱 VIF)作為測試各預測變項之間是否存有嚴重的共線性問題,檢測結果如表四至表五中的 VIF 值都低於 2,顯示本研究模式之共線性問題不嚴重。

本研究模型(1)採複迴歸分析檢驗控制變數與自變數董事會內部治理機制對公司價值之影響,分析結果如表四所示,F 值為顯著($F=135.595$, $p<0.01$)表示模式可用,自變數皆呈顯著,故支持假說 H1。其中,董事會規模(BSIZE)對公司價值的係數(t 值)為 0.057(4.919),顯著水準為 1%,代表董事會規模愈大,能容納更多不同專業領域之專家學者,對公司經營決策給予更多意見與建議,進而提高公司價值,且因為董事會人數較多,其所涉及之利益層面較廣,較不易受到公司管理者之控制(Zahra and Pearce 1989),愈能發揮正面的監督效果(陳錦村與葉雅薰 2002),支持假說 H1-1。其次,獨立董事比率(IND)對公司價值的係數(t 值)為 0.104(8.770),顯著水準為 1%,亦即獨立董事比率愈高,董事會的監督功能愈大,顯示獨立董事具備獨立性及專業性,雖不任職於公司,但能針對公司之經營方針給予多方面的評估與建議,協助公司達成目標(Fama 1980),實證結果符合假說 H1-2。同時,董事會持股(BS)對公司價值的係數(t 值)為 0.043(3.972),達 1%顯著水準,代表當董事持股比率愈高時,個人財富與公司利益黏著程度高,為了自身利益會更有效率監督管理者,降低代理問題,進而增加公司價值(Berle and Means 1932),故假說 H1-3 獲得支持。董事長兼任總經理(CEOD)對公司價值的係數(t 值)為-0.047(-4.282),具 1%顯著水準,顯示董事長兼任總經理時,董事會獨立會受到影響,降低董事會監督功能,促使公司價值下降(王元章與張椿柏 2011),支持假說 H1-4。

外部監督機制,以模型(2)檢定控制變數與自變數機構法人持股與前四大會計師事務所簽證對公司價值之影響,分析結果如表五,F 值為顯著($F=196.175$, $p<0.01$)表示模式可用。首先,機構法人持股(INST)對公司價值的影響係數(t 值)為 0.265(21.941),顯著水準為 1%,表示機構投資者對公司具有監督效果(McConnell and Servaes 1990),實證結果假說 H2-1 獲得支持。再則,前四大會計師事務所簽證(BIG4)對公司價值係數(t 值)為 0.044(4.114),達 1%顯著水準,顯示前四大會計師事務所簽證有較高品質的審計(李建然與林秀鳳 2013),可強化監督功能,對公司價值有正向顯著影響,支持假說 H2-2。另外,模型(2)控制變數對公司價值之影響方向與程度大致與模型(1)相同,足以作為本文迴歸模型適合度的佐證之一。

表四 董事會內部治理與公司價值之迴歸分析表

變數	預期	模型(1)		
		係數	t值	VIF
自變數				
BSIZE	+	0.057	4.919***	1.201
IND	+	0.104	8.770***	1.233
BS	+	0.043	3.972***	1.049
CEOD	-	-0.047	-4.282***	1.041
控制變數				
SIZE		-0.111	-8.524***	1.508
DR		-0.171	-14.516***	1.224
ROA		0.241	19.526***	1.345
Growth		0.117	10.306***	1.143
HIT		-0.117	-10.250***	1.142
SD		0.253	22.313***	1.134
YEAR			Included	
F 值			135.595***	
Adj R ²			0.214	

*表示 p<0.1；**表示 p<0.05；***表示 p<0.01。

變數定義：SIZE：企業規模，以銷貨收入淨額取對自然數。DR：負債比率=期末總負債/期末總資產。ROA：獲利能力=(稅後淨利+利息費用*(1-稅率))/平均資產總額。Growth：總資產成長率=(本期資產總額-前期資產總額)/前期資產總額。HIT：產業別(虛擬變數)，若為電子業為1，否則為0。SD：股票報酬標準差=年度股票酬率標準差。YEAR：年度(虛擬變數)，若特定年度其值為1，否則為0。其餘變數定義參見表二。

表五 外部監督機制與公司價值之迴歸分析表

變數	預期	模型(2)		
		係數	t值	VIF
自變數				
INST	+	0.265	21.941***	1.356
BIG4	+	0.044	4.114***	1.038
控制變數				
SIZE		-0.230	-17.111***	1.676
DR		-0.149	-12.960***	1.222
ROA		0.221	18.376***	1.338
Growth		0.114	10.284***	1.141
HIT		-0.133	-12.384***	1.071
SD		0.231	20.822***	1.144
YEAR			Included	
F 值			196.175***	
Adj R ²			0.253	

*表示 p<0.1；**表示 p<0.05；***表示 p<0.01

變數定義參見表二及表四。

四、敏感性測試

1. 調節效果

表六為證實本文研究結果之穩定性，以模型(3)額外測試公司價值是否同時受內部治理與外部監督機制之影響，由調整後的 R^2 值可知，同時考量董事會內部治理與外部監督確實能提高對公司價值的解釋力，且額外測試結果與本文原實證發現亦無顯著差異。

表六 內部治理、外部監督機制與公司價值之迴歸分析表

變數	模型(3)			模型(4)		
	係數	t值	VIF	係數	t值	VIF
自變數						
BSIZE	0.034	3.051***	1.211	0.034	2.989***	1.253
IND	0.087	7.629***	1.247	0.094	8.254***	1.257
BS	0.105	9.680***	1.119	0.145	12.752***	1.265
CEOD	-0.040	-3.783***	1.043	-0.044	-4.196***	1.052
INST	0.289	23.438***	1.451	0.362	25.746***	1.920
BIG4	0.028	2.680***	1.052	0.027	2.499**	1.157
INST*BSIZE				0.001	0.061	1.220
INST*IND				0.020	1.906*	1.090
INST*BS				0.137	11.044***	1.493
INST*CEOD				0.014	1.298	1.074
BIG4*BSIZE				0.009	0.846	1.114
BIG4*IND				0.016	1.485	1.095
BIG4*BS				0.007	0.663	1.034
BIG4*CEOD				0.032	3.008***	1.073
控制變數						
SIZE	-0.246	-17.782***	1.820	-0.244	-17.732***	1.844
DR	-0.137	-11.997***	1.248	-0.132	-11.609***	1.253
ROA	0.216	18.065***	1.357	0.209	17.626***	1.365
Growth	0.105	9.605***	1.146	0.109	10.006***	1.148
HIT	-0.127	-11.544***	1.148	-0.116	-10.588***	1.160
SD	0.222	20.232***	1.151	0.219	20.083***	1.154
YEAR		Included			Included	
F值		163.250***			117.188***	
Adj R ²		0.272			0.287	

*表示 $p < 0.1$ ；**表示 $p < 0.05$ ；***表示 $p < 0.01$

變數定義：INST*BSIZE：機構法人持股與董事會規模交乘項。INST*IND：機構法人持股與獨立董事比率交乘項。INST*BS：機構法人持股與董事會持股交乘項。INST*CEOD：機構法人持股與董事長兼任總經理交乘項。BIG4*BSIZE：前四大會計師事務所簽證與董事會規模交乘項。BIG4*IND：前四大會計師事務所簽證與獨立董事比率交乘項。BIG4*BS：前四大會計師事務所簽證與董事會持股交乘項。BIG4*CEOD：前四大會計師事務所簽證與董事長兼任總經理交乘項。所有交乘項皆為變數標準化相乘值，其餘變數定義參見表二及表四。

此外，本文再測試外部監督機制與董事會內部治理對公司價值之影響是否存在調節作用，進行模型(4)迴歸檢定。額外測試結果顯示，一併納入內部治理、外部監督與交乘項調節作用，進一步提高對公司價值的解釋力(Adj R² 更高)，

機構法人持股(INST)能強化獨立董事比率(IND)與董事會持股(BS)對公司價值(Q)之正向影響，且董事長兼任總經理(CEOD)對公司價值之負面影響，在機構法人持股(INST)調節下由負轉正，但未達統計顯著水準。另外，四大會計師事務與董事長兼任總經理交乘項(BIG4*CEOD)對公司價值的係數(t 值)為0.032(3.008)，達1%顯著水準，值得關注的是董事長兼任總經理(CEOD)原本對公司價值有負向顯著影響，但若能有前四大會計師事務所簽證(BIG4)作為外部監督，則其影響由負轉正，表示兩者兼具的調節作用會顯著提高公司價值。

2. 遞延效果

本研究主要探討內部治理、外部監督機制對公司價值之影響，自變項以當期年底公司治理結構之狀態為判斷依據，然而公司治理之效應可能非呈現於當期績效，為實證遞延效果，表七將應變項採用次期公司價值進行敏感性測試。

表七 內部治理、外部監督機制與次期公司價值之迴歸分析表

變數	應變數：公司價值(Q_{t+1})					
	模型(3)			模型(4)		
	係數	t 值	VIF	係數	t 值	VIF
自變數						
BFSIZE	0.031	2.578**	1.186	0.028	2.314**	1.232
IND	0.092	7.668***	1.229	0.098	8.162***	1.238
BS	0.092	8.020***	1.112	0.125	10.371***	1.234
CEOD	-0.028	-2.557**	1.046	-0.032	-2.853***	1.054
INST	0.269	20.686***	1.429	0.327	21.898***	1.906
BIG4	0.022	1.946*	1.056	0.021	1.819*	1.170
INST*BFSIZE				0.007	0.558	1.202
INST*IND				0.021	1.847*	1.078
INST*BS				0.117	8.925***	1.469
INST*CEOD				0.007	0.632	1.065
BIG4*BFSIZE				0.013	1.141	1.113
BIG4*IND				0.011	0.962	1.108
BIG4*BS				-0.001	-0.113	1.037
BIG4*CEOD				0.026	2.300**	1.068
控制變數						
SIZE	-0.237	-16.242***	1.797	-0.236	-16.197***	1.815
DR	-0.114	-9.485***	1.226	-0.110	-9.170***	1.232
ROA	0.188	15.374***	1.268	0.184	15.055***	1.275
Growth	0.055	4.926***	1.066	0.057	5.097***	1.068
HIT	-0.111	-9.448***	1.161	-0.102	-8.679***	1.174
SD	0.165	14.227***	1.144	0.163	14.098***	1.146
YEAR		Included			Included	
F值		108.290***			76.907***	
Adj R ²		0.203			0.213	

*表示 $p < 0.1$ ；**表示 $p < 0.05$ ；***表示 $p < 0.01$

變數定義： Q_{t+1} 為次期 Tobin's Q 值，其餘變數定義參見表二、表四及表六。

本文選取國內上市櫃公司自變項樣本期間為 2013 年至 2017 年，應變項樣本期間則為 2014 年至 2018 年之樣本，扣除金融保險業、國營事業、資料不齊全與極端值 1% 之樣本後，有效樣本為 6,766 筆。以解釋力最佳之迴歸模型(3)與模型(4)進行敏感性測試，額外測試所獲得之結果大致支持本文實證結果，表示內部治理、外部監督機制對公司價值的影響力具有遞延效果。

伍、結論與建議

金管會於 2018 年發布 3 年期新版公司治理藍圖，盼透過完備法制、企業自省及市場監督三者之共同力量，增加投資市場的信心，提升整體經營環境與競爭力，再次顯示公司治理議題之重要。本文以 2014 年至 2018 年國內上市櫃公司作為研究樣本，探討內部治理機制與外部監督機制是否影響公司價值，公司治理守則係促使公司內部董事會能有效發揮監督之責，而外部監督機構應善盡職責，運用其專業與影響力，協助與監督董事會之運作，並促使公司改善治理品質，保障與提升利害關係人之利益。

實證結果發現，在內部治理機制方面，董事會規模愈大、獨立董事比率愈高及董事會持股愈高，對公司價值具有正面影響力，董事會中引進獨立董監事可增加董事會之客觀性與獨立性，並提高董事會之策略品質及效率(徐玉惠 2008)，且董事會成員持股超過一定比例時，個人財富與公司價值連結程度較高，將強化董事會監督之動機(Morck et al. 1988)，進而推升公司價值。外部監督機制方面，機構法人持股愈高，愈能發揮其專業與影響力，關注與要求被投資公司落實公司治理，並對經營者帶來壓力，可降低代理問題，對公司價值具有正面影響，與 Pound (1988)所提出的效率監督假說一致。再則，藉由前四大會計師事務所簽證提高審計品質(李建然與林秀鳳 2013)，可以緩和代理關係間資訊不對稱或利益衝突之問題(Wallace 1980)，亦能正向影響公司價值。當董事長兼任總經理時，董事會獨立性會受到影響，且會降低董事會執行監督角色的能力(Jensen 1993)，對公司價值有不利的影響，唯在敏感性測試中發現，透過外部監督機制之調節，董事長兼任總經理對公司價值之影響由負轉正，且前四大會計師事務所簽證之調節作用達顯著水準，顯示董事長兼任總經理所引起的自利行為，在較高審計品質會計師與機構投資人監督下，能夠喚醒其責任感與自尊，更有動機提升公司價值，轉為支持管家理論，充分呼應國內證券交易所於 2016 年所發布之機構投資人盡職治理守則之用意，盼能運用市場機制，持續提升我國公司治理品質，維護利益關係人之權益。

在管理意涵方面，如何提升公司價值一直是管理階層、投資人與主管機關所關注之焦點。由本文實證結果可知，董事會之獨立性對於企業價值具有正面影響力，呼應我國自 2006 年引進獨立董事制度，強化董事會自我監督功能，進而推升公司治理成效，增加競爭力與投資市場信心，是有其必要性。再則，由公司治理精神角度考量，董事長兼任總經理之職務特性破壞公司執行與監督

制衡機制，管理當局應更重視經營權與所有權分立、專業分工趨勢，以利企業經營永續發展。此外，主管機關在強化董事會監督功能中，訂定董事長與總經理為同一人時之相關配套措施時，可參酌本文實證結果，要求董事長兼任總經理之公司需為前四大會計師事務所簽證客戶，以外部監督機制強化內部治理成效。

經營者的起心動念是深化公司治理的關鍵而且要建立在誠信的基礎上，尋找公司所需背景、專業、性別之董事人選，並強化董事會之獨立性以及董事會與公司之利益一致性，以協助公司發展運作，並因應未來的變局。對於董事個人而言，不論是內部董事或獨立董事在董事會都有其功能，也都應該透過不斷進修提升自我專業能力，積極行使董事監督職權，要求公司給予相對應資訊參與公司經營運作，以防止公司不法或不正當之經營行為發生，而非坐享獨立董事薪酬。

最後，本文建議投資人應重視公司治理策略與執行狀況，選擇董事會獨立性較高且董事會持股比率較高之目標公司來投資，並檢視機構投資者對目標公司之持股率與簽證會計師，藉此判斷董事會是否發揮有效監督功能，以保障自身權益。

參考文獻

- 王元章與張椿柏，2011，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，第 23 卷第 2 期：131-174。
- 李建然與林秀鳳，2013，大型會計師事務所之審計品質真的比非大型會計師事務所好嗎？從抑制盈餘管理的角度探討一控制自我選擇偏誤的重要性，中華會計學刊，第 9 卷第 1 期：77-110。
- 李建然、廖秀梅與張卉諭，2016，審計委員會設置及其品質對公司價值的影響，中華會計學刊，第 12 卷第 2 期：231-265。
- 周碧珍，2012，企業經營屬性與 Tobin's Q 關係之研究—以每股盈餘作為擇股交易策略，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 林建宏，2013，臺灣光電產業之財務風險指標、股權結構與 Tobin's Q 關係之研究，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 林坤裕，2015，董事會結構及經理人特質對公司績效的影響—以台灣通訊網路業為例，國立中正大學會計與資訊科技研究所碩士論文。
- 林玟廷、陳律睿與姚芮安，2016，台灣中小企業成長與董事會結構之關係：成長節奏之調節效果，管理評論，第 35 卷第 4 期：31-49。
- 林穎芬、馮軒綾與洪鈺浩，2018，機構投資人、董事會結構、薪酬與關係人交易，中華會計學刊，第 14 卷第 1 期：1-29。
- 洪世章、譚丹琪與廖曉青，2007，企業成長、策略選擇與策略改變，中山管理評論，第 15 卷第 1 期：11-35。
- 徐玉惠，2008，獨立董事制度與公司價值之關聯性研究，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 陳錦村與葉雅薰，2002，公司改組、監督機制與盈餘管理之研究，會計評論，第 34 期：1-29。
- 陳宜伶與林宛瑩，2013，獨立董監之設置決策與績效，管理與系統，第 20 卷第 4 期：697-725。
- 陳慶隆、翁佩瑜與范宏書，2016，機構投資、盈餘平穩化與會計資訊價值攸關性，管理評論，第 35 卷第 3 期：1-27。
- 廖大穎，1999，證券市場與股份制度論，元照出版公司。
- 劉若蘭、許永聲與劉力維，2014，在不同生命週期下董事會組成特性對公司經營績效之影響，會計評論，第 58 期：133-165。
- Baysinger, B., and H. Butler. 1985. Corporate governance and the board of

- directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization* 1: 101-134.
- Baysinger, B., and R. E. Hoskisson. 1990. The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review* 15(1): 72-87.
- Berle, A., and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, N. Y., N. Y.
- Brainard, W. C., and J. Tobin. 1968. Pitfalls in financial model building. *The American Economic Review* 58(2): 99-122.
- Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith Jr. 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20: 267-291.
- Burt, R. S. 1980. Cooptive corporate actor networks: A reconsideration of interlocking directorates involving American manufacturing. *Administrative Science Quarterly* 25(4): 557-582.
- Chan, K. C., and J. Li. 2008. Audit committee and firm value: evidence on outside top executives as expert-independent directors. *Corporate Governance: An International Review* 16(1): 16-31.
- Chow, C. W. 1982. The demand for external auditing: size, debt and ownership influences. *The Accounting Review* 57 (2): 272-291.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*: 70-74.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22 (1): 20-47.
- DeFond, M. L. 1992. The association between changes in client firm agency costs and auditor switching. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 11(1): 16-31.
- Dou, Y., S. Sahgal, and E. J. Zhang. 2015. Should independent directors have term limits? The role of experience in corporate governance. *Financial Management* 44(3): 583-621.
- Eberhart, R. 2012. Corporate governance systems and firm value: empirical evidence from Japan's natural experiment. *Journal of Asia Business Studies* 6(2): 176-196.
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88(2): 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of*

Law and Economics 26(2): 301-325.

Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2001. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. EFA 2001 Barcelona Meetings. In 3rd Annual Fin. Mkt. Dev. Conference, Hong Kong.

Heracleous, L. 2001. What is the impact of corporate governance on organizational performance? *Corporate Governance: An International Review* 9(3): 165-173.

Hillman, A. J., and T. Dalziel. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review* 28(3): 383-396.

Hillman, A. J., G. D. Keim, and R. A. Luce. 2001. Board composition and stakeholder performance: Do stakeholder directors make a difference? *Business & Society* 40(3): 295-314.

Holderness, C. G., and D. P. Sheehan. 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 317-346.

Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48(3): 831-880.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.

Klein, B., and K. B. Leffler. 1981, The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance. *Journal of Political Economy* 89(1): 615-641.

Leech, D., and J. Leahy. 1991. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal* 101(409): 1418-1437.

Lindenberg, E. B., and S. A. Ross. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business* 54(1): 1-32.

Lorsch, J. W., and E. MacIver. 1989. *Pawns Or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*: Harvard Business School Press.

Mahoney, J. T., and J. R. Pandian. 1992. The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic Management Journal* 13(5): 363-380.

Mangel, R., and H. Singh. 1993. Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations. *Accounting and Business Research* 23(1): 339-350.

McConnell, J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and

- corporate value. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- Mintzberg, H. 1983. *Power In And Around Organizations*: Prentice-Hall.
- Mizruchi, M. S., and L. B. Stearns. 1988. A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*: 194-210.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Pfeffer, J. 1972. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*: 218-228.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20(1-2): 237-265.
- Singh, J. V., R. J. House, and D. J. Tucker. 1986. Organizational change and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly*: 587-611.
- Wallace, W. A. 1980. *The Economic Role of The Audit in Free and Regulated Markets*. New York: Touche Ross Foundation.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15(2): 291-334.

獨立董事與關鍵查核事項之關聯性-以臺灣本國銀行為例

黃劭彥

國立中正大學

王惠津*

國立中正大學

摘要

隨著審計環境的改變，我國發布審計準則公報第 57 號「財務報表查核報告」和第 58 號「查核報告中關鍵查核事項之溝通」，使會計師針對企業財務報告出具之查核報告提供閱表者更多攸關訊息，提升查核報告之透明度。本研究目的在於探討獨立董事與關鍵查核事項之關聯性。本文以 2016 年至 2018 年本國銀行為分析標的，研究發現獨立董事與女性獨立董事扮演監督與溝通角色，提升公司治理機制，影響本國銀行關鍵查核事項。另，增額測試發現，本國銀行獨立董事監督機制，亦影響本國銀行非營運項目相關層級關鍵查核事項項目與字數，提升查核報告的資訊價值。

關鍵字：關鍵查核事項、獨立董事

*通訊作者：

聯絡地址：嘉義縣民雄鄉大學路一段 168 號 國立中正大學博士候選人

電話：0952675369

電子信箱：wanghueijin2014@yahoo.com.tw

The relationship between independent directors and key audit matters in the Taiwan domestic banking industry

Shaio-Yan Huang

National Chung Cheng University

Huei-Jin Wang

National Chung Cheng University

Abstract

As the audit environment changing, the Statements of Auditing Standards No. 57“Forming an Opinion and Reporting on Financial Statements” and No.58“Communicating Key Audit Matters in the Independent Auditor’s Report” were issued in Taiwan. They enable accountants to provide the readers more relevant information, which is based on the corporate financial reports, in audit reports. They also enhance the transparency of the audit report. The purpose of this study is to explore the relevance between independent directors and key audit matters. The analytical target of this paper is the data from the domestic banks from 2016 to 2018. The empirical results indicate that independent directors and female independent directors play the role of supervision and communication to enhance corporate governance mechanisms, and influence the key audit matters in the domestic banks. In addition, the increase test found that the supervision mechanism of independent directors in domestic banks also affect the non-operating key audit matters, and enhance the information value of the audit reports.

Keywords : Key Audit Matters, Independent Director

壹、緒論

財務報表係企業財務狀況及財務績效之結構性表徵，依公司法第 20 條規定，公司資本額達一定數額以上或未達一定數額而達一定規模者，其財務報表，應先經會計師查核簽證。而會計師查核公司財報所出具的查核報告是提供股東、債權人、政府、員工等利害關係人，瞭解公司自行編製的財務報表是否允當表達其財務、經營狀況的依據，供使用者作成有用之經濟決策。會計師出具查核報告是會計師與利害關係人之間的主要溝通方式，但在會計師查核報告相關規範修正前，大多數國家和大多數公司，查核報告使用標準化的語言，該查核報告除了會計師的意見外，幾乎沒有提供公司的訊息(Gutierrez, Minutti-Meza, Tatum and Vulcheva 2018)。會計師查核報告出具「無保留意見」、「保留意見」等標準用語，是否能將公司財務報表允當與否之資訊傳達給投資者受到批評(Lennox, Schmidt and Thompson 2018)。又近幾年來，安隆(Enron)公司等知名公司發生財務危機及多起審計失敗案例，會計師被偵測詐欺和偵測錯誤角色等爭議問題所困擾，投資人對會計師專業及查核報告資訊的期待產生差距。會計師偵測詐欺和偵測錯誤角色的這個問題爭論達到前所未有高點。美國公眾公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board，後續簡稱 PCAOB)及國際審計及簽證準則委員會(International Auditing and Assurance Standards Board，後續簡稱 IAASB)等監管機構相當重視此問題並開始在該領域進行監管改革(Cordoş and Fülöp 2015)。

鑑於投資人對於會計師查核報告之透明度及與審計委員會之職能有更高之期待，英國財務報告監理機關財務報告理事會(Financial Reporting Council，後續簡稱 FRC)持續研議如何強化公司財務報告及查核之品質，於 2011 年發布「強化企業財務報告及審計」徵詢報告(consultation paper)。2012 年 FRC 即修正審計規範，除規範公司董事應於年報中聲明企業之年報已充分且允當揭露有關企業經營績效及營運情形之攸關資訊，以及強化審計委員會之職責及會計師與治理單位之溝通，於 2013 年 7 月 25 日發布國際審計準則(International Standards on Auditing，後續簡稱 ISA)700「會計師查核報告」(The Independent Auditor's Report on General Purpose Financial Statements，後續簡稱 ISA 700)草案，另一項同步修正之審計準則即是針對會計師之查核報告，FRC 同步修正查核報告之內容，規範上市公司(listed entities)自 2013 年 10 月 1 日之後出具之財務報告應適用 ISA700 修正後長式查核報告，依據修正後準則，查核報告應增加描述會計師辨識之重大不實表達風險、會計師採行之相應查核策略及查核資源之配置、會計師對執行查核規劃及查核過程中有關重大性之判斷、查核範圍之概述，包括查核範圍如何因應重大不實表達風險進行決定(黃仲豪 2016)。

IAASB 在 2015 年 1 月 15 日修訂發布 ISA 700 及新增「會計師查核報告內溝通之關鍵查核事項」(ISA 701 Communicating Key Audit Matters in the

Independent Auditor's Report, 後續簡稱 ISA 701)¹, 該審計公報之目的使會計師查核報告能對其專業判斷、依據及結論能有更清晰的陳述, 並能直接有效傳遞予閱表者²。

我國金融監督管理委員會(後續簡稱金管會)配合此股改革會計師查核報告之國際潮流, 由財團法人中華民國會計研究發展基金會(後續簡稱, 會計研究發展基金會)下設審計準則委員會參考 ISA 增訂相關審計準則公報(徐永堅 2016)。我國審計準則公報第 57 號³規範會計師對財務報表形成查核意見之責任, 亦規範依查核結果所出具查核報告之格式及內容; 審計準則公報第 58 號⁴規範會計師於查核報告中溝通關鍵查核事項之責任, 亦規範會計師對查核報告中須溝通事項之判斷與溝通之格式及內容。前述公報之新式查核報告與原查核報告之主要差異, 包括於報告第一段即明確說明會計師之查核意見, 增加敘明會計師於查核中發現之重大查核事項及採用之因應查核程序, 敘明會計師與公司管理階層、治理單位的責任, 且要求公司管理階層、治理單位須與會計師就查核事項加強溝通。為使會計師針對企業財務報告出具之查核報告提供閱表者更多攸關訊息, 提升查核報告之透明度, 金管會證券期貨局⁵政策決定上市(櫃)公司應自 2016 年度財務報告起適用審計準則公報第 57、58 號相關公報; 未上市之公開發行公司應自 2017 年度財務報告起適用。該等公報實施, 冀期企業提供更多財務報告攸關訊息予利害關係人, 也提高了會計師與公司治理單位的溝通資訊, 提升查核報告之透明度, 增進查核報告之價值, 更有助使用者之經濟決策判斷。

銀行為高度管制之產業, 亦為企業資金來源的供應者, 倘個別銀行營運產生缺失而影響整體業務經營, 造成個別金融機構發生危機, 往往會形成系統性風險, 將會影響企業及國家金融業務, 亦會影響國民經濟與生活。又先前文獻顯示獨立董事在提升企業公司治理有實質助益。過去有不少與「關鍵查核事項」(Key Audit Matters, 後續簡稱 KAM)相關學術研究, 但少有針對國內銀行業獨立董事與 KAM 關聯之相關研究、女性獨立董事與 KAM 關聯之相關研究, 獨立董事與本國銀行 KAM 之相關性如何? 女性獨立董事與本國銀行 KAM 之關聯為何? 是否能著實扮演著監督的角色, 是值得研究的議題。

本研究以 2016 年至 2018 年間國內銀行業為研究對象, 排除本國銀行無會

¹金管會提醒上市及上櫃公司及早日因應新式查核報告之適用, 與會計師加強溝通, https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0.2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201701190002&aplistdn=ou=news.ou=multisite.ou=chinese.ou=ap_root.o=fsc.c=tw&dtable=News。

²會計研究月刊電子報, <http://paper.udn.com/udnpaper/POB0007/289809/web/>。

³審計準則公報, <http://www.arfd.org.tw/arfd.html>。

⁴同註 3。

⁵金管會證券期貨 104 年 10 月 27 日證期(審)字第 1040043094 號函, https://www.twse.com.tw/docs1/data01/market/public_html/1050926-1050018951.txt。金管會發新聞稿, 提醒上市及上櫃公司及早日因應新式查核報告之適用, 與會計師加強溝通 https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0.2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201701190002&aplistdn=ou=news.ou=multisite.ou=chinese.ou=ap_root.o=fsc.c=tw&dtable=News。

計師簽證、營業讓與方式移轉、合併而消滅、有遺漏公司治理變數後共 92 筆公司-年資料，並依據獨立董事比率以及女性獨立董事比率，檢視其對 KAM 的影響。整體而言，本研究發現獨立董事與女性獨立董事扮演監督與溝通角色，提升公司治理機制，影響本國銀行 KAM 揭露項目與字數。增額測試發現，本國銀行獨立董事監督機制，影響本國銀行非營運項目相關層級 KAM 項目數與字數，提升查核報告揭露本國銀行整體層級風險相關資訊價值。

本研究有以下意涵，就學術意涵而言，本研究發現獨立董事與女性獨立董事扮演監督與溝通角色，提升公司治理機制，影響本國銀行 KAM 揭露項目與字數。如同獨立會計師，獨立董事在公司裡亦應該替股東辦理守門員之角色，透過其獨立性之角色監督管理當局提升公司治理機制。然而，過去研究大多指出獨立董事與財務報表品質關聯，甚少以獨立董事與女性獨立董事影響本國銀行 KAM 作研究，因此，此發現彌補了過去研究所不足之處。就政策意涵而言，本研究發現獨立董事及女性獨立董事，能夠影響 KAM 揭露項目與字數，此結果支持 KAM 政策實施。

本文除首節為前言外，第二節為相關文獻探討與研究假說，第三節為研究設計，第四節為實證結果，最後章節為結論與建議。

貳、文獻探討與研究假說

一、KAM

安隆案爆發、金融風暴襲擊各國、資本市場全球化以及過去許多審計失敗的案例，致使全球投資人及資本市場已對會計師獨立性及專業性失去信心，外部會計師獨立審計的查核報告再度受到挑戰。資本市場對全球會計和審計標準的需求不斷增加。審計品質是審計市場的核心，如果公眾對此沒有信心，審計任務沒有價值。同樣，值得信賴的財務報告對於股票市場的可靠運作極度重要，PCAOB 及 IAASB 監管機構真正要關注的是審計品質的問題(Maijoor and Vanstraelen 2012)。

在利害關係人之需求與殷殷期盼下，英國 FRC、IAASB 及美國 PCAOB 分別提出對會計師查核報告審計準則草案修訂畫。FRC 於 2012 年起，領頭改革並加長審計報告之內容，且於 2013 年率先發布新的會計師查核報告準則。IAASB 確定查核報告有修訂之必要，並於 2013 年間發布會計師查核報告相關審計準則草案，會計師查核報告正經歷幾十年來最重大的變革。IAASB 在 2015 年修訂發布 ISA 700 及新增 ISA 701，使會計師查核報告能對其專業判斷、依據及結論能有更清晰的陳述，並能直接有效傳遞予閱表者。我國金管會為配合此股改革會計師查核報告之國際潮流，爰請會計研究發展基金會審計準則委員會參酌 ISA 700、ISA 701，發布審計準則公報第 57 號「財務報表查核報告」(取代 33 號公報)、第 58 號公報「查核報告中關鍵查核事項之溝通」，此新式會計師查核報告中變革最大及影響最廣的，係要求會計師對上市(櫃)公司財務報

表之會計師查核報告中溝通 KAM，而 KAM 之溝通係為提供額外資訊予財務報表預期使用者，以協助其瞭解依會計師之專業判斷，對本期財務報表之查核最為重要之事項，且可提供預期使用者就受查者相關事項、經查核之財務報表或所執行之查核，作為與管理階層及治理單位進一步溝通之基礎，並促進管理階層、治理單位及會計師之間適當雙向溝通，對整體公司治理有莫大助益。

證券期貨局副局長張振山⁶表示，各行業的 KAM 都有一定的定義，且由會計師依其專業去判斷哪些事項會影響公司營運、獲利及財報準確度，揭露出來後，要說明自己如何查核，且公司是否提供足夠的證據及說明，對公司未來營運是否會產生重大疑慮等。例如先前的樂陞案，其無形資產價值即影響其公司價值，會計師就應在其查核報告中列明；另外會計師也要揭露相關查帳風險，例如公司可能有過多庫存，究竟是自家生產商品還是寄銷商品，公司財報是否允當表示；同時行業風險，未來是否有重大事件可能影響公司營運等，都要適當揭露。葉銀華⁷指出，銀行財報的 KAM 大都有放款之備抵呆帳，因為其提列對財報影響甚大。再者，許多公司去併購目標公司，通常會付出高額溢價而存在商譽，而商譽必須進行資產減損評估；由於此評估涉及未來現金流量的評估，屬於管理階層判斷，其估計不合理將導致商譽價值錯誤認列，對財務報表影響重大。

依新式查核報告規範，會計師在查核報告中要揭露 KAM，查核報告從以往制式化之查核風險揭露改變為客製化表達，會計師將依據受查者事業的經營等情況，且在許多情況下，風險之討論是更加詳細及具體，提出受查者事業本身專屬的查核報告內容，提高查核報告品質。

二、獨立董事與 KAM 關聯性

Ajinkya, Bhojraj and Sengupta(2005)從財務報表使用者的觀點認為，當公司董事會存在著較多獨立董事時，代表董事會存在有效的監督，並會提高財務報表品質。鄭桂蕙、余俊憲與王蘭芬(2012)根據我國「內控處理準則」規定，公開發行公司應於內部稽核報告及追蹤報告陳核後，於稽核項目完成之次月底前交付各監察人查閱，如公司設有獨立董事或審計委員會者，則應一併交付或通知獨立董事或審計委員會，藉此，董事會可深入對經營者實施監控，瞭解生產營運之控制過程，以及組織各層面間的溝通與運作。一般而言，有設置獨立董監事的公司，較能對經營者進行有效的監督，且有助於提昇資訊揭露的水準，減少盈餘管理的程度。Bajra and Cadez(2018)發現在美國公司(特別是在美國被交叉上市的歐洲公司)於 SOX 實施後，有關內部審計職能和董事會的兩種公司治理機制對盈餘管理產生負相關影響；隨著公司治理政策變化，內部審計職能和董事會品質顯著提高。蘇裕惠、楊孟萍與許聖偉(2018)指出獨立董事其具備

⁶提高財報透明度 關鍵查核事項全都露，

<https://m.ctee.com.tw/dailynews/20170120/a16aa16/779150/0fa4253e72a80108151f1fe49721add2?t=tp>。

⁷葉銀華，2017-03-13，聯合報，投資人如何看今年的財報？

獨立性而能有效執行監督功能，增加獨立董事席次會產生增額盈餘反應係數，亦即投資人認為該等情況顯示公司之盈餘品質較佳，故提高對公司財務報表之信賴程度，獨立董事確有作為盈餘品質指標之訊號效果。

在證券交易法第 14-2 條⁸、公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法⁹及上市上櫃公司治理實務守則¹⁰等規範下，獨立董事設置功能之一為監督管理階層，期有效降低代理問題，並提升公司績效與財報品質，藉以保障外部投資者利益。又政府為提升審計品質規範上市櫃公司自 2016 年開始適用審計準則公報第 57、58 號相關公報。該制度實施新式會計師查核報告第一段就要明確說明會計師的查核意見，有沒有允當表達或不實表達；二是增加揭露 KAM，及採用的因應查核程序；三是敘明會計師與公司管理階層、治理單位的責任，要求公司治理單位須與會計師加強溝通。新式查核報告規範中，強調會計師與治理單位之溝通，因此，治理單位中與會計師溝通並處理會計原則使用爭議之獨立董事組成審計委員會，其重要性不言可喻(李孟庭 2016)。企業在自願性設置審計委員會之情形下，透過審計委員會與外部審計人員良好的溝通，致使會計師查核報告中關鍵查核事項資訊揭露較多，可減少企業與報表使用者之間的資訊落差，健全其公司治理機制(鍾佩茹 2019)。陳穗婷、陳計良與陳虹吟(2019)研究發現在公司治理層面中上市公司的獨立董事比率與關鍵查核事項的揭露呈現正向顯著水準，推測原因為董事會獨立性越好，將會聘請有經驗與信譽良好的會計師的機率越大，那麼就越能在查核報告中揭露出更多的關鍵查核事項。

審計準則公報第 57、58 號相關公報實施促使企業提供更多財務報告攸關訊息予利害關係人，也提高了會計師與公司治理單位的溝通資訊，提升查核報告之透明度，增進查核報告之價值，更有助使用者之經濟決策判斷。董事會獨立性越好，將會聘請有經驗與信譽良好的會計師，透過獨立董事與外部審計人員良好的溝通，致在查核報告中揭露出更多的關鍵查核事項，可減少企業與報表使用者之間的資訊落差(陳穗婷等 2019、鍾佩茹 2019)根據上述探討，本研究將以我國銀行設置獨立董事比率與 KAM 關聯性，來探討獨立董事監督效果影響 KAM 項目數與 KAM 字數情形，故建立以下假說：

假說 1-1:獨立董事比率愈高，出具 KAM 項目較多。

⁸ 證券交易法第 14-2 條規定，依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。

獨立董事應具備專業知識，其持股及兼職應予限制，且於執行業務範圍內應保持獨立性，不得與公司有直接或間接之利害關係。獨立董事之專業資格、持股與兼職限制、獨立性之認定、提名方式及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。

⁹ 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法，

<http://www.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0101973>。

¹⁰ 上市上櫃公司治理實務守則，<http://www.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0100259>。

假說 1-2:獨立董事比率愈高，出具 KAM 字數較多。

先前研究經驗表明，性別多元化的董事會能有效監督公司和改善公司業績，增進公司價值。Pucheta-Martínez, Bel-Oms and Olcina-Sempere (2016)表示公司治理中的性別多樣性可能有助於通過提高財務報告的可靠性，為某些利益相關者(如金融資訊使用者或股東)創造價值。Lara, Osma, Mora and Scapin (2017)發現女性董事對財務報告流程的監控比男性董事更嚴格，在此情況下，獨立董事中女性比例較高公司盈餘管理較低，女性獨立董事發揮監督強度。林煜恩、尚鐸、喬子漢與池祥萱(2017)指出女性董事表現出的風險厭惡，不過度自信，更具同情心等內在特徵是否在董事會的財務決策中有所體現；另，女性董事改善公司治理功能對財務行為的影響。楊靜怡(2017)發現具專業背景之女性獨立董事與公司績效成顯著正相關。表示具專業背景之女性獨立董事在董事會上透過董事職能之發揮進而促進董事會效能，促使提升公司財務績效。Zalata, Tauringana and Tingbani (2018)發現審計委員會中女性的金融專業專家降低了公司盈餘管理。女性獨立董事較細膩深入了解公司經營細節與治理等環節、保守穩健、責任心，並發揮監督強度。另審計準則公報第 57、58 號相關公報實施，促使女性獨立董事行使其對財務報告流程及財務監督的職責，以發揮其治理角色。根據上述探討，本研究將以我國銀行設置女性獨立董事與 KAM 關聯性，來探討女性獨立董事監督效果影響 KAM 項目數與 KAM 字數情形，故建立以下假說：

假說 2-1:女性獨立董事比率愈高，出具 KAM 項目較多。

假說 2-2:女性獨立董事比率愈高，出具 KAM 字數較多。

參、研究設計

一、實證模型

本研究主要從獨立董事會組成，檢視獨立董事對 KAM 之影響。因此，本研究在實證模型的設定上，主要根據前述假說進行設定，並進行相關分析。根據假說 1 主要檢視本國銀行設置獨立董事是否能出具較多 KAM 項目或出具較多 KAM 字數；假說 2 主要檢視本國銀行設置女性獨立董事是否能出具較多 KAM 項目或出具較多 KAM 字數。茲將研究模型、變數定義及衡量方法逐一介紹：

1.模型(1)

首先測試本國銀行設置獨立董事是否能出具較多 KAM 項目，以瞭解獨立董事與 KAM 之關係。本研究預期獨立董事與 KAM 項目之係數值為正，即可支持假說 1-1 之預期，代表獨立董事比率數愈高能使會計師查核報告出具較多 KAM 項目，迴歸模式設定如下：

$$KAM_{it} = a_0 + \beta_1 ID_{it} + \beta_2 SPE_{it} + \beta_3 Aper_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Size_{it} + YearFE + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，

KAM_{it} ：為 i 公司第 t 期 KAM 項目；

ID_{it} ：為 i 公司第 t 期獨立董事比率；

$Aper_{it}$ ：為 i 公司第 t 期董監事兼具會計經歷比率；

$Leverage_{it}$ ：為 i 公司第 t 期槓桿比率；

ROA_{it} ：為 i 公司第 t 期資產報酬率；

$Size_{it}$ ：為 i 公司第 t 期公司規模；

$YearFE$ ：年控制變數。

2. 模型(2)

為了測試本國銀行設置獨立董事是否能出具較多 KAM 字數，以瞭解獨立董事與 KAM 之關係。本研究預期獨立董事與 KAM 字數之係數值為正，即可支持假說 1-2 之預期，代表獨立董事比率數愈高能使會計師查核報告出具較多 KAM 字數，迴歸模式設定如下：

本研究假說 1-2，獨立董事比率數愈高能出具較多 KAM 字數，迴歸模式設定如下：

$$KAMword_{it} = a_0 + \beta_1 ID_{it} + \beta_2 SPE_{it} + \beta_3 Aper_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Size_{it} + YearFE + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

各變數定義如下：

$KAMword_{it}$ = 為 i 公司第 t 期 KAM 字數。

模型 (2) 中，除上述 $KAMword_{it}$ 外，其他變數同模型 (1)。

3. 模型(3)

為了測試本國銀行設置女性獨立董事是否能出具較多 KAM 項目，以瞭解女性獨立董事與 KAM 之關係。本研究預期女性獨立董事與 KAM 項目之係數值為正，即可支持假說 2-1 之預期，代表女性獨立董事比率數愈高能使會計師查核報告出具較多 KAM 項目，迴歸模式設定如下：

$$KAM_{it} = a_0 + \beta_1 Gender_{it} + \beta_2 SPE_{it} + \beta_3 Aper_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Size_{it} + YearFE + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

各變數定義如下：

$Gender_{it}$ = 為 i 公司第 t 期女性獨立董事比率。

模型 (3) 中，除上述 $Gender_{it}$ 外，其他變數同模型 (1)。

4. 模型(4)

為了測試本國銀行設置女性獨立董事是否能出具較多 KAM 字數，以瞭解女性獨立董事與 KAM 字數之關係。本研究預期女性獨立董事與 KAM 字數之係數值為正，即可支持假說 2-2 之預期，代表女性獨立董事比率數愈高能使會計師查核報告出具較多 KAM 字數，迴歸模式設定如下：

$$KAMword_{it} = a_0 + \beta_1 Gender_{it} + \beta_2 SPE_{it} + \beta_3 Aper_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Size_{it} + YearFE + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

各變數定義如下：

模型 (4) 中，除上述 $KAMword_{it}$ 變數同模型 (2)、 $Gender_{it}$ 變數同模型 (3) 外，其他變數同模型 (1)。

二、變數定義

1. 自變數衡量

獨立董事其具備獨立性而能有效執行監督功能並會提高財務報表品質 (Ajinkya et al. 2005；鄭桂蕙等 2012；蘇裕惠等 2018；Bajra and Cadez 2018)。另，女性獨立董事在公司治理制度中扮演非常重要的角色，在女性獨立董事的監督下，有助於提升公司財務報表的品質 (Zalata et al. 2018)。企業在獨立董事與女性獨立董事監督下提升公司財務報表品質，而財務報表品質良窳和會計師 KAM 息息相關，故本研究以獨立董事比率及女性獨立董事比率為自變數衡量，研究臺灣本國銀行獨立董事和女性獨立董事與 KAM 項目與 KAM 字數之關聯。

2. 控制變數衡量

為了控制其他影響 KAM 影響因素，本研究在控制變數上，額外考量外部監督機制與公司特性相關變數。就外部監督機制，曾家璿與史雅男 (2019) 指出產業專精會計師對 KAM 的揭露程度較高。係因為產業專精會計師對該產業的專業知識及判斷能力較佳，且產業專精會計師欲維持其專家聲譽，因此能辨認、揭露較多項數的 KAM 以及對所揭露的 KAM 提供較詳盡的說明，如此不但能協助財務報表使用者瞭解為何該事項被列為 KAM，也有利於產業專精會計師規避未來訴訟而損及聲譽之風險。本研究以會計師事務所產業市占率營收除以上市櫃營收%來衡量產業專精 (SPE)。柯承恩、陳耀宗與吳姍穎 (2010) 表示獨立董事具備愈多財務知識或監督經驗，能有效改善公司內部治理機制，本研究以董監事兼具會計經歷人數除以董監事席次來衡量董監事兼具會計經歷比率 (Aper)。在銀行特性上，柯瓊鳳與黃一敏 (2016) 指出槓桿比率 (Leverage) 之目的係用來補充以風險衡量為基礎之最低資本要求，本研究以指第一類資本淨額除以暴險總額 (資產負債表內及表外之暴險金額) 來衡量銀行槓桿比率 (Leverage)。

陳碧、林宛蓉與陳彧夏(2009)提出擁有較大規模的銀行更具有經濟效益，總資產來衡量銀行規模，本研究以資產總額取自然對數來衡量公司規模(SIZE)。

三、資料來源

本研究主要以臺灣公開發行銀行為研究對象。資料來源為臺灣經濟新報(後續簡稱 TEJ)、公開資訊觀測站、臺灣各銀行年報。本研究旨在探討獨立董事和女性獨立董事與本國銀行 KAM 之關聯。本研究研究期間設定在 2016 年起至 2018 年。原始我國公開發行銀行樣本有 114 筆觀察值，排除公司沒有會計師簽證之樣本國銀行 3 筆觀察值，排除營業讓與方式移轉予變數者 1 筆觀察值，排除合併而消滅變數者 2 筆觀察值，排除公司治理變數有遺漏值 16 筆觀察值，最終分析樣本為 92 筆，表一為樣本篩選過程。

表一 樣本篩選過程

篩選過程	資料筆數
2016 年 ¹¹	39
排除中國輸出入銀行無會計師簽證	(1)
排除中華開發工業銀行營業讓與方式移轉予	(1)
排除大眾銀行合併而消滅	(1)
排除有遺漏值	(5)
小計	31
2017 年	38
排除中國輸出入銀行無會計師簽證	(1)
排除大眾銀行合併而消滅	(1)
排除有遺漏值	(4)
小計	32
2018 年	37
排除中國輸出入銀行無會計師簽證	(1)
排除有遺漏值	(7)
小計	29
最終資料筆數	92

¹¹金管會金融局網站公布，本國銀行家數 2016 年 39 家；2017 年 38 家；2018 年 37 家，https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=157&parentpath=0.4&mcustomize=bstatistics_view.jsp&serno=201105120009。

肆、實證結果

一、敘述性統計

表二為本研究敘述統計量，為檢驗獨立董事與本國銀行 KAM 之相關性的樣本，其各變數敘述性統計值。在 KAM 變數部分，KAM 平均數為 2.185，代表本研究樣本本國銀行平均 KAM 項目數為 2.185；KAMword，平均數為 1,069.163，代表本研究樣本本國銀行平均 KAM 字數為 1,069.163。

獨立董事比率(ID)，平均數為 25.473，代表本研究樣本本國銀行獨立董事席次占董事席次平均為 25.473%；設置女性獨立董事(Gender)，平均數為 2.497，代表本研究樣本本國銀女性獨立董事席次占董事席次平均為 2.497%；董監事兼具會計經歷比率(Aper)，平均數為 18.158，代表本研究樣本本國銀行董監事兼具會計經歷人數占董監事席次平均為 18.158%。

最後，會計師事務所產業專精變數部分，會計師事務所產業專精平均數為 32.321，代表本研究分析樣本會計師產業專精大致上為 32.321%。在財務變數部分上，槓桿比率(Leverage)，平均數為 6.670；資產報酬率(ROA)而言，平均數為 7.323，代表本研究分析樣本的資產報酬率平均而言大致上為 7.323%。

表二 敘述統計量

	Mean	S.D	Max	Min	P25	P50	P75
KAM	2.185	0.960	5.000	1.000	2.000	2.000	2.500
KAMword	1069.163	468.878	2407.000	332.000	817.500	949.000	1290.000
ID	25.473	8.086	42.857	0.000	20.000	23.077	30.769
Gender	2.497	5.014	25.000	0.000	0.000	0.000	0.000
SPE	32.321	15.364	48.720	2.500	22.500	25.000	47.500
Aper	18.158	10.362	46.667	0.000	9.167	19.091	25.000
Leverage	6.670	1.400	11.950	4.080	5.930	6.555	7.285
ROA	7.323	3.594	16.080	-11.770	6.005	7.960	9.470
Size	20.705	1.004	22.342	18.752	20.059	20.583	21.654
Observations	92						

a. 變數定義，詳附錄 A 變數定義表。

二、變數相關係數

表三為獨立董事與本國銀行 KAM 以及其他變數的相關係數。從表中可知，本國銀行獨立董事比率(ID)與 KAM 呈正相關(係數 0.035；P 值 0.742)，但未達顯著水準。本國銀行董監事具會計經歷比率(Aper)與 KAM 顯著正相關(係數 0.323；P 值 0.002)，董監事具會計經歷比率(Aper)與 KAMword 顯著正相關(係數 0.484；P 值 0.000)，顯示本國銀行董監事具會計經歷比率與 KAM 項目與 KAMword 呈正相關，表示董監事發揮監督機制影響本國銀行 KAM 與 KAMword 揭露情況。

本國銀行設置女性獨立董事比率(Gender)與 KAM 呈正相關(係數 0.112；P 值 0.287)；設置女性獨立董事比率(Gender)與 KAMword 呈正相關(係數 0.017；P 值 0.874)但未達顯著水準。另外，表三各變數間之 VIF 皆未超過 10，表示變數間並無共線性問題。

三、迴歸結果

表四為本研究假說 1-1、1-2 的迴歸結果，模型(1)至模型(2)依序為獨立董事比率對 KAM、KAMword 之影響。首先，模型(1)、(2)主要探討本國銀行獨立董事監督機制，是否提高了會計師與公司治理單位的溝通資訊，影響本國銀行 KAM 及 KAMword。迴歸結果顯示，本國銀行獨立董事比率(ID)與 KAM 呈正向顯著關係(係數 0.037；P 值 0.008)；本國銀行獨立董事比率(ID)與 KAMword 呈正向關係(係數 9.224；P 值 0.130)，但未達顯著水準。代表本國銀行獨立董事監督機制，提高了會計師與公司治理單位的溝通資訊，有助於充分揭露本國銀行 KAM 及 KAMword，亦提升查核報告之透明度，增進查核報告之價值，更有助使用者之經濟決策判斷。過去研究指出，獨立董事其具備獨立性而能有效執行監督功能並會提高財務報表品質(Ajinkya et al. 2005；鄭桂蕙等 2012；蘇裕惠等 2018；Bajra and Cadez 2018)。因此本研究之結果與先前研究獨立董事監督成效相似，迴歸結果模型(1)支持假說 1-1；模型(2)迴歸結果僅表示本國銀行獨立董事比率(ID)與 KAMword 呈正向關係但未達顯著水準。

表四 獨立董事對 KAM 項目(字數)的影響

	(1) KAM	(2) KAMword
ID	0.037*** (0.008)	9.224 (0.130)
SPE	-0.012** (0.048)	-9.888*** (0.000)
Aper	0.030*** (0.002)	17.186*** (0.000)
Leverage	-0.262*** (0.002)	-50.846 (0.165)
ROA	0.021 (0.501)	-5.203 (0.704)
Size	0.048 (0.673)	125.030** (0.015)
YearFE	included	included
Constant	1.806 (0.448)	-1.3e+03 (0.215)
Observations	92	92
R^2	0.275	0.395
Adjusted R^2	0.205	0.336
F	3.932***	6.762***

a. 變數定義，詳附錄 A 變數定義表。

b. 括號內為 P 值，***, **與*分別表示統計量達 1%，5%與 10%的顯著水準。0.006

表三 皮爾森相關係數

	KAM	KAMword	ID	Gender	SPE	Aper	Leverage	ROA	Size
KAM	1.000								
KAMword	0.798 ^{***} (0.000)	1.000							
ID	0.035 (0.742)	-0.081 (0.445)	1.000						
Gender	0.112 (0.287)	0.017 (0.874)	0.228* (0.029)	1.000					
SPE	-0.201 (0.055)	-0.329** (0.001)	0.092 (0.381)	-0.001 (0.995)	1.000				
Aper	0.323 ^{**} (0.002)	0.484 ^{***} (0.000)	-0.198 (0.059)	-0.202 (0.053)	-0.142 (0.177)	1.000			
Leverage	-0.230 [*] (0.027)	-0.156 (0.139)	0.520 ^{***} (0.000)	0.023 (0.826)	-0.006 (0.955)	-0.034 (0.751)	1.000		
ROA	0.051 (0.631)	0.034 (0.751)	0.267* (0.010)	-0.235* (0.024)	0.129 (0.221)	0.050 (0.635)	0.303 ^{**} (0.003)	1.000	
Size	0.176 (0.094)	0.325 ^{**} (0.002)	-0.156 (0.137)	-0.193 (0.066)	0.165 (0.117)	0.333 ^{**} (0.001)	-0.202 (0.054)	0.371 ^{***} (0.000)	1.000

a. 變數定義，詳附錄 A 變數定義表。

b. 括號內為 P 值，*** 與 ** 分別表示統計量達 1%，5% 與 10% 的顯著水準。

表五為本研究假說 2-2、2-2 的迴歸結果，模型(3)至模型(4)依序為女性獨立董事比率對 KAM、KAMword 之影響。迴歸結果顯示，本國銀行設置女性獨立董事比率(Gender)與 KAM 及 KAMword 呈正向顯著關係(係數 0.045；P 值 0.021 及係數 14.364；P 值 0.091)。代表本國銀行女性獨立董事監督機制，提高了會計師與公司治理單位的溝通資訊，影響本國銀行 KAM 及 KAMword。女性獨立董事監督機制，提升查核報告之透明度，提升查核報告的資訊價值。因此本研究之迴歸模型(3)、(4)結果支持假說 2-1、2-2。

表五 女性獨立董事對 KAM 項目(字數)的影響

	(3) KAM	(4) KAMword
Gender	0.045** (0.021)	14.364* (0.091)
SPE	-0.011* (0.074)	-9.607*** (0.001)
Aper	0.030*** (0.003)	17.314*** (0.000)
Leverage	-0.180** (0.018)	-31.045 (0.346)
ROA	0.049 (0.120)	2.959 (0.830)
Size	0.030 (0.793)	120.958** (0.018)
YearFE	included	included
Constant	2.224 (0.353)	-1.2e+03 (0.240)
Observations	92	92
R ²	0.260	0.399
Adjusted R ²	0.189	0.341
F	3.653**	6.882***

a. 變數定義，詳附錄 A 變數定義表。

b. 括號內為 P 值，***、**、* 分別表示統計量達 1%、5% 與 10% 的顯著水準。

四、增額測試

Sierra-García, Gambetta, García-Benau and Orta-Pérez (2019) 將 KAM 區分為客戶端業務交易類型之帳戶級別風險 KAM(ALRKAM)，及結構特徵方面的整體層級風險 KAM(ELRKAM)。依前述分類研究發現企業規模較大、風險較大、業務較複雜業務交易可能集中在財務報表中的少量帳戶中，致會計師提出較少的帳戶級別風險 KAM(ALRKAM)，提出較多的整體層級風險 KAM(ELRKAM)。另 TEJ 將 KAM 分為 12 大類，A 為收入、B 為營收、C 為負債及費用、D 為資產、E 為投資、F 為權益、G 內部控制、H 為減損、I 為特殊會計處理、J 為稅務、K 為營運能力、L 為揭露等相關 KAM。按前述分類將 A、B、C、D、H、F 歸納為營運相關 KAM；將 E、G、I、J、K、L 非營運相關 KAM。

參考 Sierra-García et al. (2019)及 TEJ 關鍵查核事項分類，將營運相關層級關鍵查核事項項目(後續簡稱 ALRKAM)、非營運項目相關層級關鍵查核事項項目(後續簡稱 ELRKAM)、營運相關層級關鍵查核事項字數(後續簡稱 ALRKAMword)、非營運項目相關層級關鍵查核事項字數(後續簡稱 ELRKAMword)。根據假說 1-1、1-2，檢視本國銀行設置獨立董事是否能影響 ALRKAM、ELRKAM、ALRKAMword、ELRKAMword。重新執行迴歸分析，迴歸結果如表六所示。可以看出模型(5)、模型(7)的結果為正相關但未達統計顯著水準；模型(6)、模型(8)的結果與表四相類似，代表本國銀行獨立董事監督機制，有助於充分揭露本國銀行 ELRKAM、ELRKAMword，提升查核報告揭露本國銀行整體層級風險相關資訊價值。此結果支持假說 1-1、1-2 的推論。

表六 獨立董事對 ELRKAM(ALRKAM)項目(字數)的影響

	(5) ALRKAM	(6) ELRKAM	(7) ALRKAMword	(8) ELRKAMword
ID	0.013 (0.213)	0.023** (0.032)	0.491 (0.914)	8.733* (0.073)
SPE	0.011** (0.029)	-0.023*** (0.000)	0.461 (0.822)	-10.349*** (0.000)
Aper	0.004 (0.590)	0.026*** (0.001)	4.805 (0.141)	12.382*** (0.001)
Leverage	-0.131** (0.041)	-0.131** (0.045)	-4.941 (0.857)	-45.905 (0.117)
ROA	0.010 (0.665)	0.010 (0.671)	-5.179 (0.615)	-0.024 (0.998)
Size	-0.040 (0.652)	0.088 (0.329)	45.888 (0.230)	79.142* (0.052)
YearFE	included	included	included	included
Constant	2.563 (0.168)	-0.757 (0.687)	-157.214 (0.844)	-1.2e+03 (0.170)
Observations	92	92	92	92
R ²	0.121	0.372	0.076	0.401
Adjusted R ²	0.036	0.311	-0.013	0.343
F	1.431	6.135***	0.853	6.935***

a. 變數定義，詳附錄 A 變數定義表。

b. 括號內為 P 值，***、**、* 分別表示統計量達 1%，5%與 10%的顯著水準。

為了提升本研究結果的穩健度，根據假說 2-1、2-2，檢視本國銀行設置女性獨立董事是否能影響 ALRKAM、ELRKAM、ALRKAMword、ELRKAMword。重新執行迴歸分析，迴歸結果如表七所示。可以看出模型(10)為女性獨立董事對 ELRKAM 之影響結果，仍維持與表五(3)一致性之估計，支持假說 2-1。另模型(9)、(10)、(12)女性獨立董事與 ALRKAM、ALRKAMword、ELRKAMword 仍呈現正相關但未達統計顯著水準。

表七 女性獨立董事對 ELRKAM(ALRKAM)項目(字數)的影響

	(9)	(10)	(11)	(12)
	ALRKAM	ELRKAM	ALRKAMword	ELRKAMword
Gender	0.020 (0.181)	0.025* (0.099)	5.484 (0.388)	8.880 (0.194)
SPE	0.011** (0.023)	-0.022*** (0.000)	0.461 (0.821)	-10.068*** (0.000)
Aper	0.004 (0.579)	0.026*** (0.001)	5.217 (0.109)	12.098*** (0.001)
Leverage	-0.103* (0.076)	-0.077 (0.192)	-5.286 (0.831)	-25.759 (0.332)
ROA	0.022 (0.366)	0.027 (0.273)	-3.149 (0.761)	6.108 (0.583)
Size	-0.046 (0.603)	0.076 (0.403)	46.382 (0.222)	74.577* (0.069)
YearFE	included	included	included	included
Constant	2.687 (0.146)	-0.464 (0.806)	-188.217 (0.812)	-1.1e+03 (0.217)
Observations	92	92	92	92
R ²	0.124	0.357	0.084	0.389
Adjusted R ²	0.039	0.295	-0.004	0.331
F	1.465	5.758***	0.953	6.619***

a. 變數定義，詳附錄 A 變數定義表。

b. 括號內為 P 值，***,**與*分別表示統計量達 1%，5%與 10%的顯著水準。

伍、結論與建議

顧立雄(2019)指出公司治理是健全企業發展及建立市場信心的基礎，有健全穩定的金融市場才能支持國家經濟及其他產業發展，而欲強化公司治理，徒法不足以自行，同時需透過完備法制、企業自律及市場監督三股力量共同協力完成，尤其企業本身應將公司治理內化為企業文化，才能真正落實公司治理。審計準則公報第 57、58 號相關公報實施促使新式會計師查核報告明確說明會計師的查核意見、增加揭露 KAM、敘明會計師與公司管理階層、治理單位(即審計委員會、獨立董事)的責任，要求公司治理單位須與會計師加強溝通，提升查核報告之透明度，增進查核報告之價值，提供更多財務報告攸關訊息予利害關係人，更有助使用者之經濟決策判斷。前述過程中獨立董事與女性獨立董事扮演重要監督與溝通角色，設置獨立董事、女性獨立董事對 KAM 產生影響，亦即獨立董事與女性獨立董事確有落實公司治理監督機制。

本研究主要檢驗獨立董事與 KAM 之關聯性。本研究發現獨立董事與女性獨立董事扮演監督與溝通角色，提升公司治理機制，影響本國銀行 KAM 項目；獨立董事影響 KAM 字數。然而，增額測試發現本國銀行設置獨立董事影響 ELRKAM、ELRKAMword；本國銀行設置女性獨立董事影響 ELRKAM，代表本國銀行獨立董事監督機制，影響本國銀行非營運項目相關層級關鍵查核事項

項目數與字數，提升查核報告揭露本國銀行整體層級風險相關資訊價值。

本研究有以下意涵，就學術意涵而言，本研究發現獨立董事與女性獨立董事扮演監督與溝通角色，提升公司治理機制，降低本國銀行 KAM。如同獨立會計師，獨立董事在公司裡亦應該替股東辦理守門員之角色，透過其獨立性之角色監督管理當局提升公司治理機制。然而，過去研究大多指出獨立董事和女性獨立董事與財務報表品質關聯，甚少針對獨立董事與女性獨立影響本國銀行 KAM 作一檢視。因此，此發現彌補了過去研究所不足之處。就政策意涵而言，本研究亦發現，設置獨立董事及女性獨立董事，能夠影響 KAM 揭露，此結果支持 KAM 政策實施，惟須特別注意，當我國設立獨立董事及女性獨立董事，若僅是為了符合法規形式要求時，將讓獨立董事制度淪為形式規範而無實質之效果，甚至影響獨立董事及女性獨立董事監督機制，與弱化與會計師溝通橋樑，因此如何提升獨立董事及女性獨立董事在公司之職權有待政策制定者更進一步之法規規範，始能落實獨立董事與女性獨立董事扮演著監督角色，真正落實公司治理機制，亦更強化獨立董事及女性獨立董事與會計師溝通橋管道，俾使企業提供更多財務報告攸關訊息予利害關係人。

本研究仍有以下研究限制，研究樣本為本國銀行設置獨立董事比率及女性獨立董事比率，因此無法推論國外銀行設置獨立董事比率及女性獨立董事比率對 KAM 影響；研究樣本資料係結果未涉及動態的過程(如，決策過程)。KAM 是董事會、管理階層和會計師三者互動和協作的方式的函數，董事會、管理階層和會計師三個團隊的構成影響 KAM 結果，未來的研究可進一步以三個團隊為中介變數來探討獨立董事、獨立董事多元性跟 KAM 關聯。

參考文獻

- 李孟庭，2016，審計委員會特性與新式查核報告揭露透明度之關聯性研究，國立政治大學會計學系碩士論文。
- 林煜恩、尚鐸、喬子漢與池祥萱，2017，獨立董事特徵對公司決策的影響，兩岸金融季刊，第5卷第4期：31-58。
- 柯承恩、陳耀宗與吳姍穎，2010，董監事治理與盈餘管理之關連性研究，會計學報，第2卷第2期：25-60。
- 柯瓊鳳與黃一敏，2016，非金融機構在網路金融業務監理風險之探討-以中國大陸電子商務公司為例，兩岸金融季刊，第4卷第3期：109-139。
- 徐永堅，2016，審計準則公報第五十八號「查核報告中關鍵查核事項之溝通」之內容、影響與建議，證券暨期貨月刊，第34卷第9期：30-41。
- 陳碧、林宛蓉與陳彧夏，2009，兩岸銀行業效率及其影響因子之分析-Metafrontier 函數之應用，評價學報，第1期：13-28。
- 陳穗婷、陳計良與陳虹吟，2019，新式查核報告對財務報表資訊揭露之影響，中原企管評論，第17卷第1期：59-82。
- 曾家璿與史雅男，2019，會計師產業專精與關鍵查核事項揭露之關聯，中華會計學刊，第15卷第1期：37-76。
- 黃仲豪，2016，推動我國採用新式會計師查核報告-由英國實施經驗論起，證券期貨月刊，第34卷第9期：5-14。
- 楊靜怡，2017，女性獨立董事、公司治理與公司績效之關聯，靜宜大學財務金融學系碩士論文。
- 鄭桂蕙、余俊憲與王蘭芬，2012，內部控制缺失與應計品質-獨立董監之調節效果，東吳經濟商學學報，第79期：81-120。
- 鍾佩茹，2019，企業自願設置審計委員會與其聘任會計師之查核報告的關鍵查核事項之關聯性，中原大學會計研究所碩士論文。
- 蘇裕惠、楊孟萍與許聖偉，2018，公司增加獨立董事席次及設置審計委員會與盈餘品質之研究-法規擴大強制範圍之影響，當代會計，第19卷第2期：241-268。
- 顧立雄，2019，深化我國公司治理與強化企業社會責任，證券服務，第669期：5-9。
- Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 43(3): 343-376.

- Bajra, U., and S. Cadez. 2018. The impact of corporate governance quality on earnings management: Evidence from European companies cross-listed in the US. *Australian Accounting Review* 28(2): 152-166.
- Cordoş, G.-S., and M.-T. Fülöp. 2015. Understanding audit reporting changes: introduction of Key Audit Matters. *Accounting & Management Information Systems/Contabilitate si Informatica de Gestiune* 14(1): 128-152.
- Gutierrez, E., M. Minutti-Meza, K. W. Tatum, and M. Vulcheva. 2018. Consequences of adopting an expanded auditor's report in the United Kingdom. *Review of Accounting Studies* 23(4): 1543-1587.
- Lara, J. M. G., B. G. Osma, A. Mora, and M. Scapin. 2017. The monitoring role of female directors over accounting quality. *Journal of Corporate Finance* 45: 651-668.
- Lennox, C. S., J. J. Schmidt, and A. Thompson. 2019. Are Expanded Audit Reports Informative to Investors? Evidence from the U.K. SSRN working paper.
- Maijoor, S., and A. Vanstraelen. 2012. "Research Opportunities in Auditing in the EU," Revisited. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 31(1): 115-126.
- Pucheta-Martínez, M. C., I. Bel-Oms, and G. Olcina-Sempere. 2016. Corporate governance, female directors and quality of financial information. *Business Ethics: A European Review* 25(4): 363-385.
- Sierra-García, L., N. Gambetta, M. A. García-Benau, and M. Orta-Pérez. 2019. Understanding the determinants of the magnitude of entity-level risk and account-level risk key audit matters: The case of the United Kingdom. *The British Accounting Review* 51(3): 227-240.
- Zalata, A. M., V. Tauringana, and I. Tingbani. 2018. Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter? *International Review of Financial Analysis* 55: 170-183.

附錄 A 變數定義表

變數定義	
KAM	關鍵查核事項項目，代表關鍵查核事項總項目
ALRKAM	營運相關關鍵查核事項項目，代表營運相關關鍵查核事項總項目
ELRKAM	非營運相關關鍵查核事項項目，代表非營運相關關鍵查核事項總項目
KAMword	關鍵查核事項字數，代表關鍵查核事項總字數
ALRKAMword	營運相關關鍵查核事項字數，代表營運相關關鍵查核事項總字數
ELRKAMword	非營運相關關鍵查核事項字數，代表非營運相關關鍵查核事項總字數
ID	獨立董事比率，獨立董事席次/董事席次*100
Aper	董監事兼具會計經歷比率，董監事兼具會計經歷人數/董監事席次*100
ROA	資產報酬率，淨利/平均資產總額*100
Leverage	槓桿比率，第一類資本淨額除以暴險總額(資產負債表內及表外之暴險金額)
Size	公司規模，資產總額取自然對數
YearFE	年控制變數

資料來源：本研究整理。

會計與公司治理

徵稿規則

1. 論文以中英文撰寫皆可。
2. 中文摘要以350字、英文摘要以200字為限，關鍵詞不超過5個。
3. 論文包括封面頁、摘要頁、正文、註釋、附錄及參考文獻，並請依序編入頁碼。作者姓名及相關資訊只能出現於首頁。
4. 封面頁請包括中英文論文名稱、作者姓名(共同作者人數不超過5位)、服務機構名稱。並附上聯絡地址、電話、傳真及E-mail。
5. 論文編撰格式請參照本刊「論文編撰格式說明」。
6. 論文將由兩位專家學者匿名評審。
7. 恕不接受已發表或已投其他國內外期刊之論文。來稿經本刊發表後，作者須同意非專屬授權予出版單位做下述利用：
 - (1)以紙本或是數位方式出版。
 - (2)進行數位化典藏、重製、透過網路公開傳輸、授權用戶下載、列印、瀏覽等資料庫銷售或提供服務之行為。
 - (3)再授權國家圖書館或其他資料庫業者將本論文納入資料庫中提供服務。
 - (4)為符合各資料庫之系統需求，並得進行格式之變更。
8. 本期刊為半年刊，每年6月及12月出刊。
9. 來稿請以電子郵件將論文全文(word檔及pdf檔)以附檔方式寄送至 jacg@mail.fcu.edu.tw (主旨標註：投稿會計與公司治理期刊論文<篇名>)
10. 論文被接受後，須按本刊之編排格式排版，並將論文檔案寄回。
11. 來稿發表後由本刊贈期刊一份及抽印本五份。
12. 「會計與公司治理」聯絡人：林柏豪先生

電話：04-24517250 轉4207

傳真：04-24516885

E-mail：jacg@mail.fcu.edu.tw

網址：<http://jacg.rd.fcu.edu.tw>

JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE

Submission Guide

1. Manuscripts can be written either in English or in Chinese.
2. Manuscripts should include an abstract of about 200 words (in English) or 350 words (in Chinese) and up to five key words.
3. Manuscripts should include cover page, abstract page, subject, footnote, appendix, and reference. All pages should be numbered consecutively. To assure anonymous review, authors should not identify themselves directly or indirectly in the papers (except the cover page).
4. The cover page of the manuscript should contain the following information : (1) the title ; (2) name(s) and institutional affiliation(s) ; (3) the address, phone and fax numbers, and e-mail address of the author to whom correspondence should be addressed.
5. The Chinese manuscript should follow the preparation guidelines of this journal, and the English manuscript should follow the preparation guidelines of The Accounting Review (published by the American Accounting Association).
6. Manuscripts will be reviewed by two anonymous professional scholars.
7. Manuscripts currently under consideration by another journal or publisher should not be submitted. If the manuscripts being accepted by the JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE, hereinafter referred to as the PUBLISHER, the Author hereby grants a non-exclusive license to the PUBLISHER to :
 - I. publish the ARTICLE by paper or digital format ;
 - II. digital archive, reproduce, transmit publicly by Internet, or authorize users to download, print, browse, or conduct other sales or service providing of database ;
 - III. grant National Central Library or other database providers a sublicense to collect the ARTICLE, for the purpose of service providing, in its database ;
 - IV. change the format of the ARTICLE to meet the system requirement of each database.
8. The journal is published semiannually in June and December.
9. Manuscripts should be submitted via email with both MS Word format and PDF format attachment, and send mail to : <jacg@mail.fcu.edu.tw> [Subject : Submitting to JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE (Title of the essay)].
10. Upon acceptance of an article, any manuscript which does not conform to the preparation guidelines of the journal may be returned for the necessary revision before publication.
11. One copy of the journal along with 5 reprints of each paper will be supplied free of charge to the corresponding author.
12. Corresponding information :

Department of Accounting, Feng Chia University
100 Wenhwa Rd., Seatwen Taichung, Taiwan 40724, R.O.C.
Telephone : 886-4-24517250 ext.4207
Fax : 886-4-24516885
E-mail : jacg@mail.fcu.edu.tw
http : //jacg.rd.fcu.edu.tw

論文編撰格式說明

一、一般事項

1. 稿件以 A4 紙從左而右橫式打寫，全文行間的距離為固定行高 18pt。稿件左緣留 3 公分、右緣留 2.5 公分之空間，上緣留 3 公分、下緣留 2 公分之空間，段落間距為上下(與前、後段距離)各 0.5 列(即 6pt)。中文字型為標楷體，英文字型為 Times New Roman。
2. 論文應盡量簡潔，中文稿本文以不超過 15,000 字、英文稿本文以不超過 7,000 字為原則。論文需附中英文摘要，中文摘要以不超過 350 字、英文摘要以不超過 200 字為原則，關鍵詞不超過 5 個，每英文關鍵詞之第一個字母大寫，其餘小寫。
3. 論文稿中任何地方應避免直接或間接提及作者本人姓名或身份，以便於評審作業之公平。若為單一作者，不得使用「我們」字眼。
4. 稿件封面需註明文章名稱、作者姓名、工作單位、聯絡資料、感謝詞(若無亦可)及作者是否願意將資料提供他人使用。
5. 中文稿中之英文詞及括弧內之英文對照，除固有名詞外一律小寫。
6. 稿件頁次(包括正文、附錄、參考文獻)應連續編號。

二、內文之編撰

1. 內文段落之排序：第一節為「緒論」或「前言」(introduction)，最後一節為「結論與建議」(conclusion 或 summary)，中間為主文，最後為「參考文獻」(references)。若有「附錄」(appendix)，則列示於「結論與建議」與「參考文獻」之間。
2. 字型大小：除另有規定外，以中文撰寫者，內文之中、英文字型皆為 13 號字，中文摘要及「參考文獻」段之中文字型為 13 號字，英文摘要及「參考文獻」段之英文字型為 12 號字。以英文撰寫者，除中文摘要之字型為 13 號字外，其餘皆為 12 號字。
3. 以中文撰寫者：大標題應置中、粗體、16 號字、與前、後段距離各 0.5 列，次標題為靠左對齊、粗體、14 號字、與前、後段距離各 0.5 列，再次標題為靠左對齊、13 號字、與前、後段距離各 0.5 列。

各段落之標明，請按下列順序排列：壹、一、1、(1)、A、a。

舉例如下：

壹、前言(置中、粗體、16 號字)

一、事件研究法(靠左對齊、粗體、14 號字)

1. 初步測試(靠左對齊、13 號字)
 - (1)(靠左對齊、13 號字)

若有兩個或兩個以上之附錄，則附錄亦須編號，如「附錄一」(置中、粗體、16 號字)，並儘可能加標題。
4. 以英文撰寫者：大標題均採大寫，其後標題僅每一個字(介係詞除外)之第一個字母為大寫，且文字與標題號碼間須空一格。大標題應置中、粗體、15 號字、與前、

後段距離各 0.5 列，次標題為靠左對齊、粗體、13 號字、與前、後段距離各 0.5 列，再次標題為靠左對齊、12 號字、與前、後段距離各 0.5 列。

各段落之標明，請按下列順序排列：1、1.1、1.1.1。

舉例如下：

1. INTRODUCTION(置中、粗體、15 號字)

3.3 Definition of Variables(靠左對齊、粗體、13 號字)

3.3.1 Corporate Value

附錄之編號為 APPENDIX 1、APPENDIX 2、...(置中、粗體、15 號字)。

5. 翻譯名詞及縮寫之用法

- (1) 文中第一次提及特定中文翻譯名詞時，須附英文原名，其後再出現時，不必再附加英文原名。
- (2) 中文稿中之英文名詞及括弧內之英文對照，除固有名詞外一律小寫。
- (3) 中文次標題後若附加英文專有名詞，則每一個字(介係詞除外)之第一個字母應大寫，若英文名詞為出現在其後標題時，則不必大寫。

舉例如下：

一、盈餘管理(Earnings Management)

1. 財務專家(sophisticate users)

- (4) 採用縮寫時，應於該字第一次出現時說明，例如，在美國發行之存託憑證稱為 American Depository Receipts(簡稱 ADR)。一旦決定採用簡稱，必須前後一致，不可將全名及簡稱交換使用。

6. 公式或迴歸式之字型為 Times New Roman 13 號字，與前、後段內文距離各為 0.5 列，縮排 2 字元，各式編號以(1)、(2)、.....排序，編號置右邊緣。

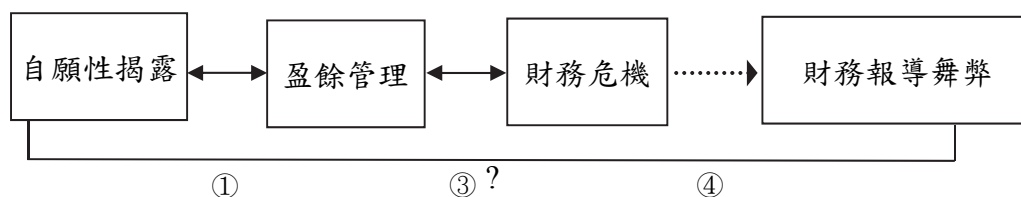
舉例如下：

$$E[g(X)] = \Sigma\Sigma\dots\Sigma g(X)f(X) \quad (1)$$

7. 圖與表之處理

- (1) 圖與表請穿插於主文中，與前、後段內文距離各為 0.5 列，其標題均為粗體、置中。英文稿之圖(Figure)標題與表(Table)標題，除介係詞、冠詞外，每一個字之第一個字母均採大寫。
- (2) 圖與表之標號，中文稿以國字數一、二、.....連續編號，英文稿以阿拉伯數字 1、2、.....連續編號。
- (3) 圖標題置於圖之下方，表標題置於表之上方；若有文字說明，置於圖、表之下方，字體以 9 號字為原則。
- (4) 之格線以二橫線或三橫線為原則，表中不要有直線。若使用二橫線型式，線條寬度為 1.5pt；若使用三橫線型式，上下線條寬度為 1.5pt，中間線條寬度為 0.5pt，

舉例如下(圖)：



圖二 自願性揭露與財務報導舞弊之關連性

舉例如下(表)：

表二 各變數 Pearson 相關係數(n=102)

	FREQ	DHEALTH	GROWTH	RISK
FREQ	1.000	0.151 (0.130)	0.116 (0.200)	0.072 (0.430)
DHEALTH		1.000	-0.193 (0.050)**	-0.268 (0.010)***
GROWTH			1.000	-0.033 (0.720)
RISK				1.000

註：括弧內數字為p值，***及**分別代表1%及5%的顯著水準。

8. 附註採 10 號字，置於頁底，舉例如下：
經濟部已再次研擬修公司法²

² 請參閱中國時報 2007.04.26-「管理私募基金債，經部擬修公司法」一文。(10 號字)

三、文獻引用

- 同時引用數篇文獻時，應按出版時間先後次序排列，但同一人有兩篇以上時，則列在一起，例如，Hayton (2005, 2006)。另引用之作者名字置於括弧外或內，視情況而定。
 - 置於括弧外，例如，Rowbottom, Allam and Lymer(2005)的研究發現，公司於網站部落格發佈訊息遂成為一種最有效率的溝通橋樑。
 - 置於括弧內，例如，用以掩飾財務困境之窘況，此時盈餘管理行為亦會暴增(林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正 1997)
- 三個以上之作者時，正文第一次引用時須列出所有作者，第二次以後引用只須列出第一位作者，例如，(Rowbottom et al. 2005)。
- 同一作者同一年度有兩篇或兩篇以上時，以 a、b、c、... 表示，例如，(Riahi-Belkaoui 1999a, 1999b)。
- 引用文獻若同時包含中、英文，中文在前，英文在後，並依年度排列。
- 引用文獻之出版年度一律以西元列示，例如，絕大部份均為財務性有關之資訊(金志遠 2000；周建宏 2007)。
- 引用文獻來自機構之出版物時，該機構名稱可用縮寫，例如，(AICPA Cohen

Commission Report 1977)。

7. 除非會造成誤解，在中英文引註頁碼時，不使用"第...頁"、"p. "或"pp. "，例如，周建宏(2007, 58)或 Debreceeny et al.(2002, 371-394)。

四、參考文獻

1. 僅列出文中已引用者，中文文獻列於前，英文文獻列於後。
2. 中文文獻依作者(第一作者)姓氏筆劃順序排列，英文文獻則依作者(第一作者)姓氏字母順序排列。作者英文名字用縮寫，而不用全名，多位作者並列時，請依姓名(縮寫)，名(縮寫)姓，名(縮寫)姓之方式編排。
3. 出版年度置於作者名字之後，其後再接文章篇名、期刊名稱(英文期刊以斜體字標示，需完整表示不得加以簡化)、期數、卷數(以月份或季別優先，查無資料者略)、頁次；或其後再接書名、出版地及出版社。

舉例如下：

林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正，1997，財務困難公司之盈餘管理實證研究，管理學報，第14卷第1期：15-38。(第二行凸排2個字元)

李冠皓與鍾俊文，2005，ECB 轉換價與股價報酬率之探討，貨幣觀測與信用評等，第52期：192-140。

吳春光，2005，可轉換股權之有價證券的問題，財團法人國家政策研究基金會-國政評論，財金(評)094033號。

馬嘉應譯，Dipiazza, S. A., and R. G. Eccles. 2003，財務報表革命-公司治理的徹底解決方案，商周出版社。

Eining, M. M., D. R. Jones, and J. K. Loebbecke. 1997. Reliance on decision aids: An examination of auditors' assessment of management fraud. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 16(2): 1-19.(文章篇名除字首為大寫外，其餘均小寫)

Debreceeny, R., G. L. Gray, and A. Rahman. 2002. The determinants of internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 21: 371-394.(查無月份或季節得略)

Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Inc.(書名以斜體字標示)

「會計與公司治理」期刊評審辦法

- (一)、本期刊來稿之評審由編輯委員及相關領域之學者擔任。
- (二)、評審委員之遴聘由編輯委員決定之。
- (三)、文章內容與本刊性質及方向顯有不合者，逕予退還並建議改投其他刊物。
- (四)、每篇文章至少由兩位專家學者評審,除了陳述審查意見之外並於下述四項審查建議勾選其中一項：
- 1.接受。
 - 2.修正後接受。
 - 3.修正後再審(送交原審查人)。
 - 4.不宜接受。
- (五)、審查意見之處理方式：

處理方式		第二位評審意見			
		接受	修正後接受	修正後再審	不宜接受
第一位評審意見	接受	刊登	寄回修改	寄回修改 再行複審	第三位評審*
	修正後接受	寄回修改	寄回修改	寄回修改 再行複審	第三位評審*
	修正後再審	寄回修改 再行複審	寄回修改 再行複審	再行複審	退稿
	不宜接受	第三位評審*	第三位評審*	退稿	退稿

* 關於第三位評審意見如為「接受」或「修改後接受」時，將採兩位正方評審意見予以刊登；如第三位之評審意見為「修正後再審」或「不宜接受」，本刊將採兩位負方評審意見予以退稿。

- (六)、是否刊登文件事關投稿人權益，本刊將針對審查意見及結果函送投稿人，並說明處理方式。
- (七)、作者須以表列方式分別就審查人的建議回覆修改之章節或說明無法修改該項建議之理由。
- (八)、評審作業相關人員對評審委員身分應予保密。
- (九)、本辦法經編輯委員會會議通過核定後施行，修正時亦同。

Journal of Accounting and Corporate Governance

The Journal of Accounting and Corporate Governance is published semiannually by the Department of Accounting, Feng Chia University and Feng Chia Accounting Educational Foundation. The Journal provides a forum for the publication of high-level theoretical and applied accounting manuscripts with academic significance in terms of their originality and contribution. Correspondence may be addressed to The Editor, Journal of Accounting and Corporate Governance.

Publisher :	Man-Chun Li	(Feng Chia Accounting Education Fundation)
Editor :	Chuan-Chuan Huang	(Feng Chia University)
Executive Editor :	Tung-Hsien Wu	(Feng Chia University)
Editorial Board :	Han-Min Wang	(Feng Chia University)
	Kuang-Hua Wang	(Feng Chia University)
	Hsiang-Tsai Chiang	(Feng Chia University)
	Tsing-Zai Wu	(Asia University)
	Sou-Shan Wu	(National Taiwan Normal University)
	Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)
	William Wei-Min Sheng	(National Taichung University of Science and Technology)
	Su-Ming Lin	(National Taiwan University)
	Tin-Gji Lin	(Feng Chia University)
	Yi-Mien Lin	(National Chung Hsing University)
	Wei-Heng Lin	(National Taipei University of Bussiness)
	Chan-Jane Lin	(National Taiwan University)
	Jiao-Neng Lin	(Feng Chia University)
	Nien-Su Shih	(Feng Chia University)
	Chen-En Ko	(National Taiwan University)
	Chia-Ying Ma	(Soochow University)
	Shen-Ho Chang	(Feng Chia University)
	Ruey-Dang Chang	(National Chung Hsing University)
	Chung-Yuan Hsu	(National Chengchi University)
	Yu-Cheng Chen	(National Chung Hsing University)
	Kuei-Tuan Chen	(Feng Chia University)
	Guang-Zheng Chen	(Feng Chia University)
	Chunghuey Huang	(National Taipei University)
	Chyan-Long Jan	(Soochow University)
	Yu-Hsin Lu	(Feng Chia University)
	Tzy-Yih Hsiao	(Feng Chia University)
	Gene C. Lai	(Washington State University)
	Fujiing N. Shiue	(National Taipei University)

Subscription : The subscription fee is US\$10.00 per issue. Charge includes surface delivery to all countries. Claim for missing issues will be honored, free of charge, if made within four months after the publication date of the issue.

Submission : Authors should submit three double-spaced, one-sided copies of the manuscript and follow the format of the Accounting Review. A cover page or title page should indicate the author to whom correspondence should be addressed. All papers are subject to blind review.

Editorial Address :

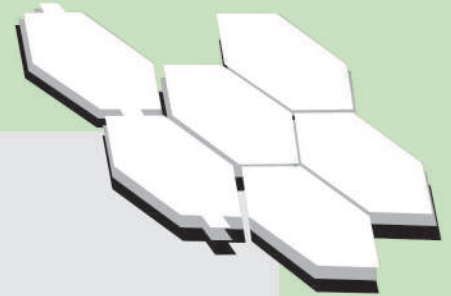
The Editor
JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE
Department of Accounting
Feng Chia University
100 Wenhwa Rd., Seatwen Taichung, Taiwan 407802, R.O.C.
Telephone : 886-4-24517250 ext.4207
Fax : 886-4-24516885
E-mail : jacg@mail.fcu.edu.tw
http : //jacg.rd.fcu.edu.tw

Journal of Accounting and Corporate Governance

ISSN 1810-5149

Vol. 15, No.2

Dec. 2020



The Study of Market Reaction and its influencing factors for Regulatory Sandbox

Li-Ping Kao Ting-Fang Lee Hsiang-Chi Tai Chun-Ju Cai

The Effect of Internal Governance and External Monitoring Mechanism on Firm Value

Ju-Yu Cheng Hsueh-Lan Yang

The relationship between independent directors and key audit matters in the Taiwan domestic banking industry

Shaio-Yan Huang Hwei-Jin Wang

Feng Chia Accounting Education Foundation

Taichung, Taiwan, R.O.C.

<http://www.acct.fcu.edu.tw>