

內部董事比例、獨立董事比例與資訊揭露品質之關聯—家族持股之影響

戴怡蕙* 林彥宏**

摘要：資訊揭露對於資本市場是一個重要的機制，更是近年來不斷被強調的議題。本研究探討內部董事比例及獨立董事比例對於資訊揭露品質之影響，並進一步分析家族持股之調節效果。本文以 2011 年至 2014 年台灣上市櫃公司為研究樣本，研究結果發現內部董事比例與資訊揭露品質呈負相關；然而，獨立董事比例與資訊揭露品質呈正相關。除此之外，本研究發現家族持股雖然可以部份減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係，但無法完全消除前述反向關係。再者，家族持股也能部份弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係，但無法完全消除前述正向關係。本研究實證結果可以補充文獻之不足並作為實務界參考之用。

關鍵詞：內部董事、獨立董事、資訊揭露、家族持股

* 銘傳大學會計學系教授

** 銘傳大學會計學系碩士

108 年 04 月收稿

109 年 08 月接受

四審接受

DOI: 10.6675/JCA.202202_23(S).03

The Relationships among the Proportions of Inside Directors, Independent Directors, and the Quality of Information Disclosure - The Role of Family Ownership

Yi-Hui Tai* Yan-Hong Lin**

Abstract: Information disclosure, an essential capital market mechanism, is an issue that has been emphasized in recent years. This study aims to examine whether the proportions of inside directors and independent directors respectively has an impact on information disclosure quality, and it further explores the moderating effects of family ownership. Using Taiwanese listing companies from 2011 to 2014 as a sample, this study finds that the inside directors proportion negatively influences information disclosure quality, while the independent directors proportion positively affects information disclosure quality. In addition, we find that the family ownership could partially alleviated, but not completely eliminated, the negative relationship between inside directors and information disclosure quality, nonetheless, family ownership could partially weaken, but not completely reduced, the positive relationship between independent directors and information disclosure quality. The study contributes to supplement the deficiencies of literature concerned and serve as a reference for practitioners.

Keywords: inside directors, independent directors, information disclosure, family ownership

* Professor, Department of Accounting, Ming Chuan University

** Master's Degree, Department of Accounting, College of Management, Ming Chuan University

Submitted April 2019

Accepted August 2020

After 4 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.202202_23(S).03

壹、緒論

國際經濟合作暨開發組織（OECD）於2015年修正的公司治理六大原則中，其中一項就是董事會責任。公司治理分為內部治理與外部治理，董事會為公司內部治理的一項機制，其組成會影響監督的功能是否能有效發揮，我國上市上櫃公司治理實務守則第二十及二十三條也規定，上市上櫃公司之董事會應指導公司策略、監督管理階層、對公司及股東負責，董事長及總經理之職責應明確劃分。台灣上市櫃公司大多為家族企業，所以董事兼任管理職位的情形相當普遍，也就是所謂的內部董事（inside director）。過去研究顯示當董事長兼任總經理時，因為同時掌握企業執行以及監督權力，導致內部監督較為薄弱，進而使利害關係人的權益遭受嚴重損害。Forker (1992)亦指出董事長若兼任總經理其財務報表自願揭露的程度較低，將會使董事會監督的功能降低。葉銀華（2005）研究董事會成員如果兼任經理人，會對企業發布資訊與舞弊產生影響，其結果指出如果董事會內部化程度高，代表企業經營權與所有權皆掌握在相同人手中，使董事會喪失監督的功能，也會使控制股東與非控制股東間的代理問題更加嚴重。從另一研究觀點也發現董事長如果與總經理職位分離，董事會會較客觀的去監督經理人的行為（Bradbury, Mak, and Tan, 2006）。

過去非常多的文獻在探討獨立董事與資訊揭露的議題（Pearce II and Zahra, 1992; Beasley, 1996; Shleifer and Vishny, 1997），研究也發現企業設置獨立董事可以監督管理階層的行為，而且會使企業自願揭露更多的資訊（Rosenstein and Wyatt, 1990）。Peasnell, Pope, and Young (2005)研究亦發現董事會獨立董事人數增加時，管理階層較不會透過應計項目來操縱盈餘。然而，國內研究例如：廖秀梅、李建然與吳祥華（2006）、蘇淑慧、呂倩如與金成隆（2009）、湯麗芬（2010）、陳俞如與謝存瑞（2011）發現如果該企業是家族企業，由於控制股東已經掌握公司控制權，使得公司治理機制較差，且股權機制及外部（或獨立）董事能夠發揮的功能有限。

相較於外部（或獨立）董事研究，內部董事的研究在國內亦或是國外都不多見，例如：2012年至2018年間，刊登在國內期刊上的內部董事研究僅有五篇：林宛瑩、汪瑞芝與游順合（2012）、戴怡蕙、曾智揚與柯承恩（2015）、戴怡蕙（2016）、戴怡蕙與曾智揚（2018）及Tai（2017）。而國外研究也不多見，例如：Drymiotis（2007）及Tai（2014）。其中，林宛瑩等人（2012）探討研究發展支出高低對於內部董事與公司績效之影響，而戴怡蕙等人（2015）探討內部董事超額薪酬和公司未來績效之關聯性。此外，戴怡蕙（2016）分析經理人薪酬與公司績效間的關聯性；Tai（2017）探討家族企業的盈餘管理行為並探討內部董事的調節效果；戴怡蕙與曾智揚（2018）研究結果支持內部董事在前期分享私有資訊帶來的監督功能會隨著內部董事比重提高而更具正相關性。另一方面，Drymiotis（2007）以數學模型推導內部人的監督功能；而Tai（2014）則彙總過去文獻，以迴歸模式探討內部董事的董事身份監督功能及經理人身份的管理

功能對於公司績效之影響。至於外部（或獨立）董事的研究篇數就比內部董事豐富，例如：Coles, Daniel, and Naveen (2008)及 Coles, Daniel, and Naveen (2012)這兩篇研究提出外部董事可以將擔任其他公司職務而取得的經驗轉換為監督時所提供的建言。另一方面，Leftwich, Watts, and Zimmerman (1981)及 Chen and Jaggi (2000)都發現獨立董事之比率與公司資訊之揭露呈顯著正相關，且 Mace (1971)指出獨立董事常會將自己視為公司的監督者而非決策之角色，且企業若設置外部董事，會使公司自願揭露更多資訊 (Rosenstein and Wyatt, 1990)。彙總前述討論，如果以台灣上市櫃公司為研究樣本，如何透過董事會結構，例如提高內部董事比例，抑或是提高獨立董事比例，來提升公司的資訊揭露品質將是一個值得研究的議題。

再者，本研究參酌過去文獻結論，例如：Barontini and Caprio (2006)及 La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999)都發現家族持股是一種常見的股權結構。較近期如：Faccio, Marchica, McConnell, and Mura (2012)以歐洲公司為研究樣本，抑或是 Jiang and Peng (2011)以亞洲公司為樣本也都發現家族持股是一種常見的股權結構。除此之外，以北美國家為樣本也可以發現家族持股所形成的家族企業也是大型上市公司中常見的組織型態 (Ben-Amar and André, 2006; Lee, 2006)。若以台灣的上市櫃公司來觀察，近期郭翠菱與王志洋 (2017) 研究也發現1996年至2010年，台灣家族企業約佔上市上櫃公司的67%。因此家族持股行為在全世界，包含台灣都為常見的股權結構。

國外家族企業的研究非常多，如Jaggi, Leung, and Gul (2009)以香港資料進行研究，發現家族企業因為董事會獨立性較弱，所以盈餘管理的情形比較明顯。而回顧國內近10年刊登在國內期刊上，並以國內家族企業為研究樣本的文獻如下。鍾喜梅與林佳慧 (2009) 從網絡觀點，探討台灣兩個家族集團企業，共50位第二代家族成員的角色鑲嵌如何影響到其掌握之接班資源。而連勇智、方至民與鍾招正 (2009) 則整理、回顧創業相關文獻，並結合家族企業議題。再者，林嬋娟與張哲嘉 (2009) 實證結果發現，相較於非舞弊家族企業，舞弊家族企業的董監事席次異常變動比例顯著較高。而蘇淑慧等人 (2009) 的研究係利用家族公司在所有權、控制權及管理權三方面的特性，探討在不同的家族公司定義下，家族公司與非家族公司之盈餘品質差異。除此之外，鍾喜梅與葉家豪 (2010) 則探討家族連結以及政商關係的建立是否會影響家族集團多角化策略。而湯麗芬 (2010) 探討家族企業特質與盈餘品質之關聯性；黃瓊瑤、方世榮與陳育成 (2012) 則探討家族控制公司與其企業社會責任績效表現之關聯性。最後，Tai (2017) 探討家族企業的盈餘管理行為，包含實質盈餘管理及應計盈餘管理，並進一步探討內部董事的調節效果；而戴怡蕙 (2018) 則探討家族企業的監督水準是否比非家族企業低，該篇研究以獨立董事比重代理監督水準。因此彙總前述討論，國內尚無探討家族企業與資訊揭露品質關聯性的文章。

本文變數資料取自台灣經濟新報社 (TEJ) 資料庫，而TEJ會根據公司內部的最終決策單位不同而將公司分為下列四種控制型態：(1)單一家族主導；(2)共治型態；

(3)專業經理人治理；(4)公股主導。其中，(1)「單一家族主導」的最終決策單位就是特定家族，此為一般文獻中所稱的家族企業；(2)「共治型態」的最終決策單位係由兩個以上單位組成；(3)「專業經理人治理」的最終決策單位是由一群專業經理人組成；(4)「公股主導」的最終決策單位為政府單位。本研究進一步分析研究期間的樣本，若將觀察變數定義為：家族企業，亦即僅研究四種控制型態的第一種：「單一家族主導」控制型態，這樣的樣本公司僅占本研究最終樣本的63%，故尚有37%樣本是沒有被探討到的。除此之外，家族企業的家族持股也僅佔所有樣本公司的總家族持股的68%，換言之，若僅探討家族企業的家族持股，也約有三分之一的家族持股數是沒有被探討到的，因此本研究將觀察變數定義為：家族持股¹，亦稱為家族成員持股率，而非家族企業。

簡言之，本研究透過內部董事、獨立董事及家族企業文獻回顧可知，國內並不存在探討內部董事比例、獨立董事比例與家族持股對於資訊揭露品質影響之文章。因此本研究以探討「內部董事比例、獨立董事比例與資訊揭露品質之關聯，並兼論家族持股之調節效果」為研究主旨。本研究結果可以補充國內文獻不足，並作為實務界參考之用。

最後本文回顧和本文研究主旨較相關的資訊揭露品質文獻如下。Ho and Wong (2001)的研究顯示，當具控制力的家族成員佔董事席次比率提高時，公司的自願性揭露水準會下降。林剛宇 (2015) 指出：在非家族企業裡，獨立董事與財務資訊的揭露呈顯著正向關係；然而，在家族企業裡，獨立董事與財務資訊的揭露呈顯著負向關係。而Baek, Johnson, and Kim (2009)亦發現，當外部董事比例愈高，愈可能揭露有關董事會及管理階層的決策過程，進而降低資訊不對稱。此外，陳瑞斌與許崇源 (2007) 也觀察到，董事會中獨立董監事席次比率增加時，公司的資訊揭露水準會提升。而Chen and Jaggi (2000)也發現獨立董事之比率與公司資訊之揭露呈顯著正相關。另一方面，Tai (2017)指出：內部董事擁有私有資訊，可以分享給其他董事，因此家族企業內部董事比例較高時，資訊不對稱會降低。而本文和前述文獻具有下列差異，因此本研究仍具研究貢獻。首先，因為Ho and Wong (2001)此篇研究的樣本為香港上市公司，且針對資訊揭露的衡量是採用公司的年度財務報告，與本研究採用之樣本以及資訊揭露品質評估方式皆不相同。再者，本研究將家族持股視為調節變數和林剛宇 (2015) 將家族企業視為研究樣本並不同，且林剛宇 (2015) 是探討董事會結構對財務資訊揭露與績效的影響，其中該篇文章所定義的財務資訊揭露和本研究的資訊揭露品質定義不同，且該篇研究有探討績效議題，本研究並沒有。而Baek et al. (2009)的研究係針對外部董事比例，外部董事不等於本研究的獨立董事，且陳瑞斌與許崇源 (2007) 的獨立董事定義和本研究不同，且對於資訊揭露品質衡量方式也不一樣。此外，Chen and Jaggi (2000)的研究樣本是香港公司，與本研究的

¹ 家族持股，即家族成員持股率。該變數的定義請見內文變數定義一節之說明。

台灣上市櫃公司並不同。最後，Tai (2017)係研究家族企業的盈餘管理行為，並兼論內部董事的調節效果，本研究則探討獨立董事比例、內部董事比例對於資訊揭露品質的影響，並兼論家族持股的調節效果，兩者的研究目的並不相同。彙總而言，本研究主要貢獻為：探討內部董事比例及獨立董事比例對於資訊揭露品質之影響，並進一步分析家族持股之調節效果。本文實證結果發現內部董事比例與資訊揭露品質呈負相關；然而，獨立董事比例與資訊揭露品質呈正相關。除此之外，本文亦發現家族持股雖然可以部份減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係，但無法完全消除前述反向關係。再者，家族持股也可以部份弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係，但無法完全消除前述正向關係。本文實證結果可以補充文獻的不足，並作為實務界參考之用。

本研究一共分為五章，除第壹節為緒論外，第貳節則是文獻探討與假說建立、第參節說明研究設計、第肆節為實證結果、第伍節則提出本研究之結論、未來研究建議與研究限制。

貳、文獻探討與假說發展

一、內部董事

Brickley, Cloes, and Jarrell (1997)研究指出董事長與總經理如果是不同的人擔任，則會降低董事長與總經理間資訊流通的效率，造成溝通成本的增加，但如果總經理與董事長職務重合，總經理的職權將會擴大，使其有機會去控制公司的資訊揭露程度。葉銀華（2005）研究如果董事會成員有兼任經理人職務時，是否會對公司所發布的財務資訊產生影響，結果發現當公司最大股東成員所掌控的董事比率大於整個董事會二分之一時，公司最大股東可充分掌握公司的控制權並決定經營策略，更以博達案來說明董事會內部化的影響，指出當董事會與高階管理者完全重複即為董事會完全內部化，而董事會完全內部化則代表將使公司喪失制衡與監督機制，並使核心代理問題更為嚴重。過去研究有眾多文獻指出當董事會缺乏獨立性與董事內部化的時候，會使董事會無法發揮其應有的監督功能，進而使利害關係人的權益遭受嚴重損害。Sharma (2004)認為董事長兼任總經理會降低董事會監督功能，進而增加發生舞弊的可能性，Beasley (1996)同樣發現，當董事長兼任總經理時，董事會的監督功能會減弱。從反向觀點探討，也有許多文獻發現當董事長與總經理分離時，董事會會較客觀獨立去監督經理人的行為，故能有效的減少資訊揭露不完整，進而降低雙方之資訊不對稱與保障所有利害關係人之權益（Davidson, Goodwin-Stewart, and Kent, 2005; Bradbury et al., 2006）。

Abdelsalam, Bryant, and Street (2007)以倫敦上市公司作為研究樣本，追蹤分析師與董事持股是否會影響公司的資訊揭露全面性，也發現董事的獨立性與董事長兼總經理也同樣對資訊揭露程度有很大的影響力。另一方面，從代理理論觀點，董事長兼任總經理時，同時扮演執行者及監督者的角色，董事會較易喪失其客觀性及監督

的力量，此將導致董事會緩和代理問題的功能下降，以致對公司績效產生負面影響（Fama and Jensen, 1983; Patton and Baker, 1987; Daily and Dalton, 1993）。根據上述文獻推論，董事會內部程度越高，董事會監督的能力就越差，公司資訊揭露的程度也會下降，故本研究建立下列假說：

H1：內部董事比例與資訊揭露品質呈負相關。

二、獨立董事

獨立董事與資訊揭露品質之關係涉及代理理論，代理理論源自於公司管理者與股東間之資訊不對稱，而獨立董事則對公司資訊揭露品質具有監督的功能。Leftwich et al. (1981)及Chen and Jaggi (2000)發現獨立董事之比率與公司資訊之揭露呈顯著正相關。Mace (1971)即指出獨立董事由於不參與公司的實際經營，常會將自己視為公司的監督者而非決策之角色。企業如果設置外部董事，會使公司更自願的揭露更多資訊（Rosenstein and Wyatt, 1990）。Hillman and Dalziel (2003)提出董事會資源可概分為人力資源和社會資源兩方面，人力資源包含董事本身所擁有之工作經驗和技能，代表董事個人所具備之能力和知識；社會資源則代表董事與外部公司之連結性，例如：董事過去任職的工作、或在政府機關有職務等，這些都可以算是獨立董事為公司帶來的額外資源（Baysinger and Butler, 1985）；Carpenter and Westphal (2001)提出公司治理的效率可能會因其董事之經驗和技能而有所不同；Anderson, Reeb, Upadhyay, and Zhao (2011)董事也會為了自身聲譽，而認真的監督公司資訊揭露，改善資訊不對稱的問題。

國內相關研究結果也指出獨立董事比率對公司資訊透明度之提升有正面貢獻，而獨立監察人卻未能發揮效果（邱垂昌與莊清駿，2010）；而有採用審計委員會制度之公司也較能提升盈餘品質（許文馨，2014）。當控制股東的投票權與現金流量權偏離幅度越大，會增加設置審計委員會的意願，藉此傳達公司的財務報表品質有提升，來避免投資人因侵占效果而降低對公司的評價（葉銀華與林志豪，2014）。國外則有Karamanou and Vafeas (2005)研究指出審計委員會的監督效率，會促使管理當局有意願揭露或更新盈餘預測，因而提升公司自願性財務揭露的品質；Woidtke and Yeh (2013)指出完全獨立的審計委員會能夠提升盈餘資訊性。故本研究彙總前述討論，設立獨立董事對於公司資訊揭露是有正向助益的。因此提出以下假說：

H2：獨立董事比例與資訊揭露品質呈正相關。

三、家族持股

Jensen and Meckling (1976)提出利益收斂假說（convergence of interest hypothesis），該假說指出：當董監事持股越高時，管理當局與外部股東的利益越一致，代理成本越小，此時董監事的努力目標和股東們較一致。除此之外，林穎芬與劉維琪（2003）以台灣公司為研究樣本，研究發現若家族持股，則因為家族成員同

時掌握公司的經營權及所有權，且董事會成員及高階經理人通常都由家族成員擔任，因此代理理論中的自利假說、組織目標衝突與資訊不對稱較不會發生。換言之，依據代理理論，因為家族成員同時扮演主理人與代理人，因此經營目標較一致，利益衝突會較小（Chrisman, Chua, and Litz, 2004; Chrisman, Chua, Kellermanns, and Chang, 2007; Dow and McGuire, 2016）。除此之外，因為家族成員財富和公司價值緊密結合，為了企業長期的聲譽，會減少損及公司價值的行為（Gomes, 2000; Anderson and Reeb, 2003a, 2003b; Weber, Lavelle, Lowry, Zellner, and Barrent, 2003; Miller, Le Breton-Miller, and Scholnick, 2008），因此管理階層企圖操縱盈餘的機率較小。亦即為了家族下一代的繼承，因此必須維持組織永久存在，所以投資決策與公司治理及經營理念上會以長期的觀點來規劃（Sirmon and Hitt, 2003; Miller and Le Breton-Miller, 2006; Gómez-Mejía, Cruz, Berrone, and De Castro, 2011）。

除此之外，家族成員也可以將該間組織的經營成果透過家族成員間的跨公司網絡關係，建立自我聲譽效果（Dow and McGuire, 2016）。亦即在家族成員代代相傳觀念下，家族成員會想要維持和其他成員及外部股東間的穩定關係，並進一步和不同家族間建立關係（Arregle, Hitt, Sirmon, and Very, 2007）。根據前述討論，本研究認為因為家族成員財富和公司價值緊密結合，所以家族成員會減少損及公司價值的行為（Kwak, 2003; Gomes, 2000; Anderson and Reeb, 2003a, 2003b; Weber et al., 2003; Miller et al., 2008），因此，本研究預期家族成員持股可以減緩內部董事與資訊揭露的反向關係，據此本研究提出以下假說：

H3a：家族持股會減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係。

然而，也有文獻發現家族持股會做出違反公司最佳利益的行為。例如：Morck and Yeung (2003)、Bennedsen and Nielsen (2010)及Bhaumik and Gregoriou (2010)研究發現家族成員間會互相勾結而損及小股東的權益。又如Schulze, Lubatkin, and Dino (2002; 2003)研究發現，家族成員的決策考量常會發生家族利益凌駕公司利益的行為，因此決策結果通常對公司來說是次佳決策（sub-optimal decision）；換言之，家族成員可能會發生犧牲公司外部股東利益來成就家族利益亦或是提升家族名聲的行為（Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, and Moyano-Fuentes, 2007; Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, and Larraza-Kintana, 2010）。也因為家族成員可能發生前述犧牲公司外部股東利益來成就家族利益的行為，所以外部投資人會因為家族成員會以損及外部股東利益來換取家族利益的印象，而較不願意投資家族企業，此時家族企業的市場評價會較低，也較不易吸引到市場資金投入（Dow and McGuire, 2016）。

彙總前述討論，本研究預期當家族成員持股越多，則家族成員會有越大的誘因做出違反公司最佳利益的行為而強化內部董事與資訊揭露的反向關係，據此提出以下假說：

H3b：家族持股會強化內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係

台灣上市公司常存在控制股東，且董事會家族色彩濃厚，家族控制整個公司的情形非常普遍，實證研究也指出 76% 台灣上市公司由家族控制，而 66.45% 的董事會亦掌握在家族成員手中，而公司是否由家族成員控制，可能對董事會結構與經營績效之間的關聯性產生結構性的影響（呂彥慧，2000）。Ching, Firth, and Rui (2006) 更進一步指出，控制股東家族成員實際掌握公司經營決策與董事會的議程主導，所以董監事基本上欠缺獨立性。再者，我國公司法第 192 條之 1 規定，公開發行股票公司的董事選舉採候選人提名制度者，應載明於章程，股東應就董事候選人名單中選任之，持有已發行股份總數百分之十以上股份之股東，得以書面向公司提出董事候選人名單，董事會或其他召集權人召集股東會者，對董事被提名人應予審查。由於控制股東對於公司經營決策或董事會運作，具有重大的影響力，而台灣因為才剛引進此項制度，所以目前獨立董事候選人的選任，與一般董監事的選舉並無差異，都是採用候選人提名制度，而獨立董監事也需要控制股東的同意才有可能當選。因此，控制股東可以直接或間接影響獨立董監事的選任。換言之，企業在指派獨立董事時，也可能會考慮獨立董事與控制家族成員的關係或是獨立董事是否會支持家族成員的經營模式或政策理念，獨立董事的獨立性與監督的功能可能會有所損害，以致使選任出來之獨立董監事只具形式上之獨立，並不能發揮出實質之功能。例如：陳春山（2003）指出獨立董監事之聘任除了易受到控制股東的操控外，如果董事會又是使用和議制的情況下，控制股東可能會藉由掌控董事會中更多的席次，而使得獨立董監事功能的發揮受到影響。Yeh, Lee, and Woidtke (2001) 也指出國內上市公司的控制股東通常利用名目投資公司，持有該公司的股權，再派法人代表擔任董事或監察人，以提高控制股東對公司決策的控制權；當控制股東對公司決策影響力愈大，獨立董事監督的能力相對就會較差，公司績效表現愈差。因此，雖然設立獨立董監是以整體股東權益為考量，獨立行使職權，但在法令規範尚未成熟之下，最終控制股東還是能夠掌握董事會的運作，使得獨立董監事之功能發揮受到侷限。因此本研究認為當公司的家族成員持股越高時，越有能力影響獨立董事的選任，此時獨立董事會因為家族成員持股率的關係使其監督能力下降，導致企業資訊揭露品質降差，亦即家族持股有可能弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係。故本研究提出以下假說：

H4：家族持股會弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係

參、研究設計

一、樣本與資料來源

本研究以 2011 年至 2014 年的上市櫃公司為研究樣本。茲將樣本篩選過程列示於表 1。首先，本文先從台灣經濟新報社（TEJ）資料庫選取 2011 年至 2014 年底上市、上櫃公司的資料，再刪除樣本公司變數資料不全者，共取得 4,495 筆觀察值，約佔原

始樣本的68%。而本研究之變數資料來源取至台灣經濟新報社（TEJ）資料庫，並輔以樣本公司財務報表揭露的相關資訊。

表1 樣本篩選過程

| | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 合計 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 原始樣本（2011年至2014年底上市、 上櫃公司家數） | 1,615 | 1,664 | 1,685 | 1,694 | 6,658 |
| 刪除： | | | | | |
| 1. 該樣本公司沒有資訊評鑑等級資料 | (440) | (421) | (384) | (344) | (1,589) |
| 2. 該樣本年度資料有缺失 | (52) | (119) | (177) | (226) | (574) |
| 模型最終樣本 | 1,123 | 1,124 | 1,124 | 1,124 | 4,495 |
| 模型最終樣本占原始樣本比率（%） | 70% | 68% | 67% | 66% | 68% |

二、變數定義

(一)應變數—資訊揭露品質（DISCLOSE）

從第9屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統起，為提高系統之鑑別度將評分結果從原先之五個等級分為七等級（A++、A+、A、A-、B、C、C-）。資訊揭露評鑑系統為證基會於2003年建立，目的是設計符合國內市場需求之評鑑指標，其評價指標主要包括法令遵循、資訊時效性、財務預測資訊、年報資訊、企業網站資訊五大類，且資料來源皆取自公開資訊觀測站（Market Observation Post System）、股東會年報及公司設立的網站資訊，所以評鑑結果足以代表受評公司全年度資訊揭露程度之良窳。

(二)主要自變數

本研究共有二項主要自變數，分別為內部董事比例（INNER）與獨立董事比例（IND），說明如下：

1. 內部董事比例（INNER）

內部董事定義為有兼任公司管理職務的董事，本文對於董事及管理職務的定義是採用台灣經濟新報資料庫的分類，選取在董事會中擔任董事長、副董、常董、董事等四類董事，內部管理職務的定義則是在公司擔任總經理、副總經理、部門總經理、執行長、副執行長。再將內部董事人數除以董事會總人數，即可求得內部董事比例。

2. 獨立董事比例（IND）

本研究獨立董事亦是採用台灣經濟新報之定義。獨立董事為外部個人董事，並排除最終控制者及友好集團以個人或公開發行公司、未公開發行公司、基金會等名義出任之外部董事。再將獨立董事人數除以董事會總人數，即可求得獨立董事比例。

(三)調節變數—家族持股 (*OWNERSHIP*)

參酌戴怡蕙 (2019) 的研究，本文將家族持股 (*OWNERSHIP*) 定義為：家族成員持股率。本研究將家族持股率數值抓取方式詳述如下。

根據公開發行公司年報應行記載事項準則第10條第9項規定，每家公司的財務報表上需要揭露下列事項：持股比例佔前十名股東，其相互間為關係人或為配偶、二親等以內之親屬關係之資訊。本文接續查詢TEJ資料庫中的「TEJ公司治理/TCGI1股權結構」，此時可以在資料庫的「親屬/總說明」欄位，查詢到親屬關係。然後本研究再將樣本公司「親屬/總說明」欄位有揭露親屬關係者的持股率相加，即求得家族成員的持股率。除此之外，本文作者也觀察樣本公司揭露的年報資訊，發現雖然法規上僅規定公司財務報表上需要揭露配偶及二親等資訊，然而有些公司會進一步揭露姻親或大於二親等的親屬關係的資訊，因此本文係以年報公告的親屬關係來判斷是否為家族成員，而非依據公開發行公司年報應行記載事項準則第10條第9項規定來判斷是否為家族成員。

(四)控制變數

本研究參考現有文獻，以公司規模 (*SIZE*)、財務槓桿 (*LEVERAGE*)、集團企業 (*GROUP*)、資產報酬率 (*ROA*)、四大會計師事務所 (*BIG4*) 等，作為本研究的控制變數。茲說明如下。

1. 公司規模 (*SIZE*)

Gul and Leung (2004) 研究指出公司規模愈大，收集資訊的平均成本較低，所以資訊揭露成本較具規模經濟。此外，資訊使用者對大公司資訊的需求也會較高，故大公司會揭露更多的資訊。再者規模較大的公司也會為了龐大的資金需求，以及滿足分析師之需求，而傾向揭露更多資訊。

2. 財務槓桿 (*LEVERAGE*)

Chow and Wong-Boren (1987) 認為負債比率高的公司，代理成本會較大，所以會提高資訊揭露以降低代理成本；Ahmed and Courtis (1999) 研究也發現槓桿程度 (負債對權益比) 與公司整體性的資訊揭露呈正相關。

3. 集團企業 (*GROUP*)

張瑞當、方俊儒與曾玉琦 (2007) 認為集團企業比非集團企業有更多盈餘管理之行為，集團企業常透過集團內母子公司之間複雜的交易安排，而操縱財務報表使會計盈餘資訊的可靠性降低，故集團企業之資訊不對稱較非集團企業嚴重，為有效解決資訊不對稱，集團企業會增加資訊揭露品質。若為集團企業 (*GROUP*) 設為1；反之，則設為0。

4. 資產報酬率 (ROA)

過去文獻認為公司獲利能力越好，為了要將公司良好績效傳遞給投資人，使投資人更願意投資公司，所以會越有誘因去揭露更多的資訊 (Gul and Leung, 2004)。而在成長機會的影響方面，Gaver and Gaver (1993)認為，在公司獲利能力越好的狀態下，經理人與投資人間的資訊不對稱愈嚴重，因此會透過更多的公司揭露來縮小此資訊落差。

5. 四大會計師事務所 (BIG4)

本研究設定之四大會計師事務所為勤業眾信、安侯建業、資誠及安永，若為四大會計師事務所BIG4設為1；反之，則設為0。

(五)實證模型

本研究將內部董事、獨立董事區分成兩組模型，分別為模型1及模型2。若假說1成立，則模型1中的 β_1 顯著為負；若假說3a成立，則模型1中的 β_3 顯著為正，若假說3b成立，則模型1中的 β_3 顯著為負。若假說2成立，則模型2中的 β_1 顯著為正；若假說4成立，則模型2中的 β_3 會顯著為負。茲將模型1及模型2列示如下。

1. 內部董事比例與資訊揭露品質模型

$$\begin{aligned} DISCLOSE_{i,t} = & \alpha + \beta_1 INNER_{i,t} + \beta_2 OWNERSHIP_{i,t} + \beta_3 INNER_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t} \\ & + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 GROUP_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} \\ & + \beta_8 BIG4_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_9 YEAR_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_{10} INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

2. 獨立董事比例與資訊揭露品質模型

$$\begin{aligned} DISCLOSE_{i,t} = & \alpha + \beta_1 IND_{i,t} + \beta_2 OWNERSHIP_{i,t} + \beta_3 IND_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t} \\ & + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 GROUP_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} \\ & + \beta_8 BIG4_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_9 YEAR_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_{10} INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

其中，

- DISCLOSE* = 資訊揭露品質。分為 A++、A+、A、A-、B、C、C-，七個等級。
- INNER* = 內部董事占董事會人數比例。內部董事定義為董事會中擔任董事長、副董、常董、董事，且內部管理職務為總經理、副總經理、部門總經理、執行長、副執行長。
- IND* = 獨立董事占董事會人數比例。獨立董事為外部個人董事，並排除最終控制者及友好集團以個人或公開發行公司、未公開發行公司、基金會等名義出任之外部董事。
- OWNERSHIP* = 家族持股，定義為家族成員持股率。

| | | |
|-----------------|---|---|
| <i>SIZE</i> | = | 公司資產總額取自然對數。 |
| <i>LEVERAGE</i> | = | 負債總額/資產總額。 |
| <i>GROUP</i> | = | 若為集團企業，則設為 1；反之，則設為 0。 |
| <i>ROA</i> | = | 稅前息前折舊前淨利/平均總資產。 |
| <i>BIG4</i> | = | 若為四大會計師事務所，則設為 1；反之，則設為 0。 |
| <i>YEAR</i> | = | 年度別虛擬變數，本研究期間為 2011 年至 2014 年，樣本公司在 t 年度設為 1，否則為 0。 |
| <i>INDUSTRY</i> | = | 產業別變數，依照交易所產業分類代碼，分為 34 類。 |
| ε_i | = | 殘差項。 |

肆、實證結果

一、敘述統計值

表 2 為敘述性統計表，透過表 2 可以發現，*DISCLOSE* 的平均值約為 3.8829，表示樣本公司在上市櫃公司資訊揭露評鑑系統中，大多屬於 A- 的評價。內部董事 (*INNER*) 的平均值約為 0.2116，表示內部董事佔董事會比例大約是 21%，獨立董事 (*IND*) 平均值約為 0.1847，代表獨立董事佔董事會比例大約是 18%。除此之外，家族持股 (*OWNERSHIP*) 的平均值為 9.4273，顯示家族成員在樣本公司中的平均持股率約為 9%。集團企業 (*GROUP*) 平均值約為 0.5713，表示有超過一半的上市櫃公司是屬於集團企業。最後，四大查核 (*BIG4*) 平均數有 0.8697，表示有接近九成的上市櫃公司是四大事務所查核。

表 2 模型變數之敘述統計值 (N=4,495)

| Variable | Mean | Median | StdDev | Maximum | Minimum |
|------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <i>DISCLOSE</i> | 3.8829 | 4.0000 | 1.1674 | 7.0000 | 1.0000 |
| <i>INNER</i> | 0.2116 | 0.2000 | 0.1457 | 1.0000 | 0.0000 |
| <i>IND</i> | 0.1847 | 0.2222 | 0.1733 | 0.6667 | 0.0000 |
| <i>OWNERSHIP</i> | 9.4273 | 4.6450 | 12.2155 | 70.5200 | 0.0000 |
| <i>SIZE</i> | 22.5257 | 22.2627 | 1.5966 | 29.5690 | 19.0062 |
| <i>LEVERAGE</i> | 0.4180 | 0.4162 | 0.1856 | 0.9931 | 0.0061 |
| <i>GROUP</i> | 0.5713 | 1.0000 | 0.4950 | 1.0000 | 0.0000 |
| <i>ROA</i> | 8.2812 | 7.49.00 | 8.1080 | 96.4500 | -38.2800 |
| <i>BIG4</i> | 0.8691 | 1.0000 | 0.3372 | 1.0000 | 0.0000 |

變數定義：*DISCLOSE*：資訊揭露品質，分為七個等級；*INNER*：內部董事佔董事會人數比例；*IND*：獨立董事佔董事會人數比例；*OWNERSHIP*：家族成員持股率；*SIZE*：公司資產總額取自然對數；*LEVERAGE*：負債總額/資產總額；*GROUP*：若為集團企業，則設為 1；反之，則設為 0；*ROA*：稅前息前折舊前淨利/平均總資產；*BIG4*：若為四大會計師事務所，則設為 1；反之，則設為 0。

二、相關係數

茲將Pearson相關係數列示於表3。由表3可以發現資訊揭露品質的代理變數—*DISCLOSE*與所有的變數都呈顯著水準，其中主測變數—內部董事比例（*INNER*）與資訊揭露品質（*DISCLOSE*）呈現顯著負相關，表示內部董事比例越高，資訊揭露品質越低；而另一個主測變數—獨立董事（*IND*），則與資訊揭露品質（*DISCLOSE*）呈現顯著正相關，代表董事會獨立董事的比例越高，資訊揭露品質越高。除此之外，調節變數—家族持股（*OWNERSHIP*）和資訊揭露品質（*DISCLOSE*）呈現顯著負相關，表示家族成員持股率越高，則資訊揭露品質越低。至於控制變數：公司規模（*SIZE*）、財務槓桿（*LEVERAGE*）、集團企業（*GROUP*）、資產報酬率（*ROA*）、四大會計師事務所（*BIG4*），均與資訊揭露品質（*DISCLOSE*）呈現顯著正相關，皆與文獻預期方向相同，代表企業規模越大、獲利能力越佳，會有較好的資訊揭露品質，且如果企業屬於集團企業或是由四大會計師事務所查核簽證的話，資訊揭露品質也會較高。再者，財務槓桿（*LEVERAGE*）也為顯著正相關，表示企業如果負債比率較高，會選擇提高資訊揭露品質，以降低代理成本。

三、迴歸分析

1. 內部董事比例與資訊揭露品質之迴歸分析

表4為假說1及假說3之迴歸結果，從表4的數值可以觀察到內部董事比例（*INNER*）的估計係數為-1.0702， p value < 0.0001，具有統計上顯著負相關性，故支持假說1。顯示內部董事佔董事會比例越高，企業的資訊揭露品質就會越差，與過去研究結果，例如：Brickley et al. (1997)觀點相似。由表4也可以觀察到家族持股（*OWNERSHIP*）的估計係數為-0.0109， p value < 0.0001，代表家族持股與企業的資訊揭露品質呈現顯著負向關係。再者，觀察表4也可以發現內部董事比例（*INNER*）與家族持股（*OWNERSHIP*）的交乘項估計係數為0.0225， p value 為0.0113，表示家族持股可以減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係，因此支持假說3a²。

由前述實證結果可以發現一個有趣的現象，因為家族持股（*OWNERSHIP*）的估計係數顯著為負，代表家族持股越高，家族成員越不想要透漏太多公司內部資訊，故公司資訊揭露品質會較差；然而當內部董事比率較高讓資訊揭露品質下降太多時，在利益收斂假說觀點下，家族持股越高，越會出現減緩內部董事比例與資訊揭露品質反向關係的效果，然而僅約2%的樣本會呈現邊際效果為正，因此本研究可視為樣本全域的邊際效果為負，故本研究結果並非全然支持利益收斂假說。

² 然而，透過「四、邊際效應（marginal effects）分析」內容可發現，僅約2%的樣本會呈現邊際效果為正，故就點估計量的分析而言，該結果較不具代表性，故可視為樣本全域的邊際效果為負。亦即家族持股雖然可以部份減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係，但無法完全消除前述反向關係。

表 3 模型各變數之 Pearson 相關係數 (N=4,495)

| | DISCLOSE | INNER | IND | OWNERSHIP | SIZE | LEVERAGE | GROUP | ROA | BIG4 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------|
| DISCLOSE | 1 | | | | | | | | |
| INNER | -0.1191*** | 1 | | | | | | | |
| IND | 0.1725*** | -0.1297*** | 1 | | | | | | |
| OWNERSHIP | -0.1653*** | 0.0968*** | -0.1235*** | 1 | | | | | |
| SIZE | 0.3133*** | -0.0484*** | -0.0679*** | -0.2575*** | 1 | | | | |
| LEVERAGE | 0.1101*** | -0.0794*** | -0.0126 | -0.0659*** | 0.5232*** | 1 | | | |
| GROUP | 0.1265*** | -0.0710*** | -0.1636*** | -0.2879*** | 0.3611*** | 0.1011*** | 1 | | |
| ROA | 0.0737*** | 0.0551*** | 0.0575*** | 0.0136 | 0.0710*** | -0.1842*** | -0.0459*** | 1 | |
| BIG4 | 0.0962*** | -0.0497*** | 0.0906*** | -0.1107*** | 0.1403*** | 0.0401*** | 0.0639*** | 0.0879*** | 1 |

1. 變數定義請見表 2。

2. *** 表示達 1% 的顯著水準。

2. 獨立董事比例與資訊揭露品質之迴歸分析

表 5 為假說 2 及假說 4 之實證結果，由表 5 可以觀察到獨立董事比例 (*IND*) 的估計係數為 1.3935，p value <0.0001，具有統計上顯著正相關，代表提高董事會的獨立董事比例能夠提升資訊揭露之品質，這與過去研究，如：Leftwich et al. (1981) 及 Chen and Jaggi (2000) 觀點一致，故支持假說 2。除此之外，觀察表 5 也可以發現家族持股 (*OWNERSHIP*) 的估計係數為-0.0025，p value 為 0.1681，代表家族持股與企業的資訊揭露品質間不具關連性；然而，獨立董事比例 (*IND*) 與家族持股 (*OWNERSHIP*) 之交乘項的估計係數為-0.0177，p value 為 0.0085，表示家族持股會弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係，因此支持假說 4³。

表 4 內部董事比例與資訊揭露品質之實證結果 (N=4,495)

$$DISCLOSE_{i,t} = \alpha + \beta_1 INNER_{i,t} + \beta_2 OWNERSHIP_{i,t} + \beta_3 INNER_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 GROUP_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 BIG4_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_9 YEAR_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_{10} INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_i$$

| Variable | Parameter Estimate | Standard Error | t statistic | p value |
|---------------------------------|--------------------|----------------|-------------|------------|
| <i>INTERCEPT</i> | -0.8774 | 0.2863 | -3.06 | <0.0001*** |
| <i>INNER</i> | -1.0702 | 0.1478 | -7.24 | <0.0001*** |
| <i>OWNERSHIP</i> | -0.0109 | 0.0024 | -4.56 | <0.0001*** |
| <i>INNER</i> × <i>OWNERSHIP</i> | 0.0225 | 0.0089 | 2.53 | 0.0113** |
| <i>SIZE</i> | 0.2317 | 0.0134 | 17.35 | <0.0001*** |
| <i>LEVERAGE</i> | -0.3405 | 0.1056 | -3.23 | 0.0013*** |
| <i>GROUP</i> | -0.0046 | 0.0358 | -0.13 | 0.8985 |
| <i>ROA</i> | 0.0065 | 0.0021 | 3.14 | 0.0017*** |
| <i>BIG4</i> | 0.1095 | 0.0482 | 2.27 | 0.0232** |
| <i>YEAR</i> | | | Include | |
| <i>INDUSTRY</i> | | | Include | |
| Adj R ² | | | 0.1654 | |
| F 值 | | | 76.38 | |

1. 變數定義請見表 2。

2. ***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準。

³ 然而，透過「四、邊際效應 (marginal effects) 分析」內容可發現，本研究並沒有任何樣本會讓邊際效果呈現負值，故就點估計量的分析而言，該結果較不具代表性，因此可視為樣本全域的邊際效果為正。亦即家族持股會部份弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係，但無法完全消除前述正向關係。

表 5 獨立董事比例與資訊揭露品質之實證結果 (N=4,495)

$$DISCLOSE_{i,t} = \alpha + \beta_1 IND_{i,t} + \beta_2 OWNERSHIP_{i,t} + \beta_3 IND_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 GROUP_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 BIG4_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_9 YEAR_{i,t} + \sum_{2011}^{2013} \beta_{10} INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_i$$

| Variable | Parameter Estimate | Standard Error | t statistic | p value |
|-------------------|--------------------|----------------|-------------|------------|
| INTERCEPT | -1.1901 | 0.2811 | -4.23 | <0.0001*** |
| IND | 1.3935 | 0.1259 | 11.07 | <0.0001*** |
| OWNERSHIP | -0.0025 | 0.0018 | -1.38 | 0.1681 |
| IND×OWNERSHIP | -0.0177 | 0.0067 | -2.63 | 0.0085*** |
| SIZE | 0.2297 | 0.0132 | 17.35 | <0.0001*** |
| LEVERAGE | -0.3367 | 0.1044 | -3.22 | 0.0013*** |
| GROUP | 0.0722 | 0.0358 | 2.02 | 0.0439** |
| ROA | 0.0046 | 0.0020 | 2.25 | 0.0247** |
| BIG4 | 0.0904 | 0.0478 | 1.89 | 0.0586* |
| YEAR1 | | Include | | |
| INDUSTRY | | Include | | |
| AdjR ² | | 0.1896 | | |
| F 值 | | 85.01 | | |

1. 變數定義請見表 2。

2. ***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準；*表示達 10% 的顯著水準。

四、邊際效應 (marginal effects) 分析

本研究分析交乘項 ($INNER_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t}$) 效果時，需推導出當 $OWNERSHIP$ 固定時， $INNER$ 每增加一單位，平均反應的改變量，如式(3)所示：

$$\frac{\partial DISCLOSE}{\partial INNER} = -1.0702 + 0.0225 \times OWNERSHIP \quad (3)$$

因為截距項為負數 (-1.0702)，顯示在 $OWNERSHIP$ 為 0 的前提之下，內部董事比例越高，揭露分數越低。當 $OWNERSHIP=47.56$ 時 (約為樣本的 98.13 分位數)，內部董事比例的邊際效果為 0。若 $OWNERSHIP$ 大於 (小於) 47.56 時，則邊際效果為正 (負)。由於僅約 2% 的樣本會呈現邊際效果為正，故就點估計量的分析而言，該結果較不具代表性，故可視為樣本全域的邊際效果為負。

除此之外，本研究分析交乘項 ($IND_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t}$) 效果時，也需推導出當 $OWNERSHIP$ 固定時， IND 每增加一單位，平均反應的改變量，如式(4)所示：

$$\frac{\partial DISCLOSE}{\partial IND} = +1.3935 + 0.0177 \times OWNERSHIP \quad (4)$$

因為截距項為正數 (1.3935)，顯示在 *OWNERSHIP* 為 0 的前提之下，獨立董事比例越高，揭露分數越高。當 *OWNERSHIP*=78.73 時 (本研究 *OWNERSHIP* 最大值为 70.52，因此不存在 *OWNERSHIP*=78.73 的樣本)，獨立董事比例的邊際效果為 0。亦即若 *OWNERSHIP* 大於 (小於) 78.73 時，則邊際效果為負 (正)。由於本研究沒有樣本會呈現邊際效果為負，故就點估計量的分析而言，該結果較不具代表性，因此可視為樣本全域的邊際效果為正。

由前述的邊際效應分析可以發現下列兩點有趣的現象。首先，需在家族持股 (*OWNERSHIP*) 大於 47.56 時，內部董事比例對於資訊揭露品質之邊際效應才會因為家族持股的正向增額影響而轉為正值，然而，本研究約僅有 2% 的樣本量是家族持股大於 47.56，因此對本研究的樣本公司而言，僅有 2% 的樣本會呈現邊際效果為正。過去文獻針對股權結構對於公司經營績效的影響提出下列兩種對立假說：(1) Jensen and Meckling (1976) 提出的利益收斂假說 (convergence-of-interest hypothesis)：當管理者持股比例愈高時，企業若有損失，亦會損及自身的利益，因此管理者會有較大的誘因增進公司的經營績效，並以公司整體利益為考量；及 (2) Jensen and Ruback (1983) 所提出的利益掠奪假說 (conflict of interest hypothesis)：當管理者所持有之股權比例愈高時，因有足夠投票權或其工作保障性愈高，而產生怠職的情形，也有可能產生一些反接管行為 (anti-takeover behavior)，最終導致經營績效變差，且非以公司整體利益為考量。因此，由本研究的邊際效應分析可以發現，若以台灣 2011 年至 2014 年的上市櫃公司為研究樣本，大約僅有 2% 的樣本 (家族持股大於 47.56 的樣本) 會讓邊際效果呈現正值，此時符合利益收斂假說 (convergence-of-interest hypothesis)；然而約有 98% 的樣本量是家族持股小於 47.56，其邊際效果是呈現負值，亦即支持利益掠奪假說 (conflict of interest hypothesis)。彙總前述討論，若以台灣 2011 年至 2014 年的上市櫃公司為研究樣本，其實證結果是較符合利益掠奪假說 (conflict of interest hypothesis) 觀點。

第二、邊際效應分析結果也顯示需在家族持股 (*OWNERSHIP*) 大於 78.73 時，獨立董事比例對於資訊揭露品質的邊際效應才為負值。由於本研究樣本的家族持股最大值为 70.52，因此不存在家族持股大於 78.73 的樣本，因此就本研究全部樣本而言，其邊際效果都為正，亦即若以台灣 2011 年至 2014 年的上市櫃公司為研究樣本，獨立董事比例對於資訊揭露品質的邊際效應不會因為家族持股的負向影響就轉為負值。換言之，若以台灣 2011 年至 2014 年的上市櫃公司為研究樣本且依循本研究實證設計，獨立董事比例對於資訊揭露品質的邊際效應恆為正值。

伍、結論、研究限制與建議

一、結論

過去關於家族企業抑或是家族持股之研究主要是和公司績效相關的議題，較少研究係將家族企業抑或是家族持股與資訊揭露品質做一個連結，因此本研究探討家族持股與資訊揭露品質之關聯性，並透過內部董事與獨立董事這兩種差異極大的董事類型來進行研究。首先，本研究採用資訊揭露評鑑系統來定義資訊揭露品質的等級，分別研究內部董事比例與獨立董事比例對於資訊揭露品質之影響，實證結果支持本研究假說的預測，顯示內部董事比例與資訊揭露品質呈負相關；然而，獨立董事比例與資訊揭露品質呈正相關。

本研究接續探討家族持股對於前述關聯性的影響。藉由迴歸結果發現：家族持股會減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係；然而，家族持股也會弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係。除此之外，藉由邊際效應（marginal effects）分析，本研究發現：(1)在家族持股為 0 的前提之下，內部董事比例越高，揭露分數越低。必須在家族持股大於 47.56 時（約僅有 2% 的樣本量），則邊際效果為正值；反之，當家族持股小於 47.56 時（約有 98% 的樣本量），其邊際效果為負值。故就交乘項（ $INNER_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t}$ ）的點估計量分析而言，該結果較不具代表性，亦即可視為樣本全域的邊際效果為負。換言之，若以台灣 2011 年至 2014 年上市櫃公司為研究樣本，實證結果較符合利益掠奪假說（conflict of interest hypothesis）觀點。(2)在家族持股為 0 的前提之下，獨立董事比例越高，揭露分數越高。當家族持股大於 78.73 時，則獨立董事對於資訊揭露品質的邊際效果為負值，然而本研究樣本公司的家族持股最高為 70.52，因此本研究不存在邊際效果為負值的樣本，故就交乘項（ $IND_{i,t} \times OWNERSHIP_{i,t}$ ）點估計量分析而言，該結果較不具代表性，因為樣本全域的邊際效果為正。

彙總前述，本研究發現家族持股雖然可以部份減緩內部董事比例與資訊揭露品質的反向關係，但無法完全消除前述反向關係。再者，家族持股也能部份弱化獨立董事比例與資訊揭露品質的正向關係，但無法完全消除前述正向關係。

二、研究限制與建議

本研究提出兩項研究建議：(1)未來學者可以採用股權偏離程度來研究家族持股與資訊揭露品質相關的議題。(2)後續研究可以嘗試採用不同的方式來衡量資訊揭露品質的等級，例如：公司的年報、半年報等公開資訊。再者，本文的研究限制有下列兩項：(1)本研究資料來源取自台灣經濟新報，如果樣本資料不足時即刪除該筆樣本，所以刪除的樣本可能會影響其代表性。(2)本研究採用上市櫃公司資訊揭露評鑑系統來衡量資訊揭露品質的等級，資訊揭露評鑑系統僅評估資訊揭露的數量以及公布的時效性。

參考文獻

- 呂彥慧，2000，股權結構、監督機制、轉投資、交叉持股與公司經營績效之關係——以台灣新上市公司為例，中山大學財務管理學系研究所未出版之碩士論文。
- 林宛瑩、汪瑞芝與游順合，2012，研發支出、內部董事與經營績效，會計審計論叢，第2卷第1期：61-90。
- 林剛宇，2015，董事會結構對財務資訊揭露與績效的影響，中興大學財務金融學系所未出版之碩士論文。
- 林嬋娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第48期：1-33。
- 林穎芬與劉維琪，2003，從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度，管理學報，第20卷第2期：365-395。
- 邱垂昌與莊清騷，2010，獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值之關聯性，中山管理評論，第18卷第4期：949-1008。
- 張瑞當、方俊儒與曾玉琦，2007，核心代理問題與盈餘管理：董事會結構與外部監督機制之探討，管理學報，第24卷第1期：17-39。
- 許文馨，2014，審計委員會是否較監察人更能提升盈餘品質，臺大管理論叢，第24卷第S1期：203-232。
- 連勇智、方至民與鍾招正，2009，創業研究與家族企業：回顧與展望，組織與管理，第2卷第2期：51-76。
- 郭翠菱與王志洋，2017，公司治理如何影響家族企業之績效？長期縱貫分析，會計評論，第64期：61-111。
- 陳俞如與謝存瑞，2011，集團內部所有權與分子企業盈餘管理：國際多角化與家族連結之影響，管理學報，第28卷第1期：65-80。
- 陳春山，2003，審計委員會之運作及法制改革，證券暨期貨月刊，第21卷第12期：43-69。
- 陳瑞斌與許崇源，2007，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，交大管理學報，第27卷第2期：55-109。
- 湯麗芬，2010，家族企業特質與盈餘品質之關聯性，當代會計，第11卷專刊：371-410。
- 黃瓊瑤、方世榮與陳育成，2012，家族控制與企業社會責任績效之關聯性，中山管理評論，第20卷第2期：673-711。
- 葉銀華，2005，蒸發的股王：領先發現地雷危機，初版，臺北：商智文化。
- 葉銀華與林志豪，2014，上市櫃公司要設置審計委員會？審計委員會與盈餘管理之研究，輔仁管理評論，第21卷第3期：1-21。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華，2006，董事會結構特性與公司績效關係之研究——兼論台

- 灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，第 54 期：117-160。
- 戴怡蕙，2016，經理人薪酬與績效間都是呈現正相關嗎？內部董事及總經理權力之調節效果，會計審計論叢，第 6 卷第 2 期：115-145。
- 戴怡蕙，2018，家族企業的監督水準與績效關聯性，會計審計論叢，第 8 卷第 2 期：75-109。
- 戴怡蕙，2019，總經理特質對於家族持股與公司績效關聯性之影響，管理與系統，第 26 卷第 3 期：321-363。
- 戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015，內部董事超額薪酬和公司未來績效—隱性合約觀點之實證研究，臺大管理論叢，25 卷第 2 期：149-180。
- 戴怡蕙與曾智揚，2018，從私有資訊分享觀點探討內部董事薪酬與公司過去績效之關聯性，證券市場發展季刊，第 30 卷第 3 期：1-40。
- 鍾喜梅與林佳慧，2009，家族集團接班資源與角色鑲嵌關係：網絡觀點之初探，組織與管理，第 2 卷第 2 期：155-195。
- 鍾喜梅與葉家豪，2010，家族連結、政商關係與多角化擴張：台灣家族集團的跨時分析，組織與管理，第 3 卷第 1 期：67-106。
- 蘇淑慧、呂倩如與金成隆，2009，家族公司與盈餘品質關係之研究：所有權、管理權與控制權，臺大管理論叢，第 19 卷第 S2 期：35-70。
- Abdelsalam, O. H., S. M. Bryant, and D. L. Street. 2007. An examination of the comprehensiveness of corporate internet reporting provided by London-listed companies. *Journal of International Accounting Research* 6 (2): 1-33.
- Ahmed, K., and J. K. Courtis. 1999. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *The British Accounting Review* 31 (1): 35-61.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003a. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58 (3): 1301-1328.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003b. *Who monitors the family?* Working Paper, American University and University of Alabama.
- Anderson, R. C., D. M. Reeb, A. Upadhyay, and W. Zhao. 2011. The economics of director heterogeneity. *Financial Management* 40 (1): 5-38.
- Arregle, J. L., M. A. Hitt, D. G. Sirmon, and P. Very. 2007. The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of Management Studies* 44 (1): 73-95.
- Baek, H. Y., D. R. Johnson, and J. W. Kim. 2009. Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure. *Journal of Business and Economic Studies* 15 (2): 44-61.

- Barontini, R., and L. Caprio. 2006. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management* 12 (5): 689-723.
- Baysinger, B. D., and H. N. Butler. 1985. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization* 1 (1): 101-124.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (4): 443-465.
- Ben-Amar, W., and P. André. 2006. Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (3-4): 517-543.
- Bennedsen, M., and K. M. Nielsen. 2010. Incentive and entrenchment effects in European ownership. *Journal of Banking and Finance* 34 (9): 2212-2229.
- Berrone, P., C. Cruz, L. R. Gómez-Mejía, and M. Larraza-Kintana. 2010. Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly* 55 (1): 82-113.
- Bhaumik, S. K., and A. Gregoriou. 2010. 'Family' ownership, tunnelling and earnings management: A review of the literature. *Journal of Economic Surveys* 24 (4): 705-730.
- Bradbury, M. E., Y. T. Mak, and S. M. Tan. 2006. Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review* 18 (2): 47-68.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and G. Jarrell. 1997. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance* 3 (3): 189-220.
- Carpenter, M. A., and J. D. Westphal. 2001. The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal* 44 (4): 639-660.
- Chen, C. J. P., and B. Jaggi. 2000. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (4-5): 285-310.
- Ching, K. M. L., M. Firth, and O. M. Rui. 2006. Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings in Hong Kong. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 2 (1): 73-98.
- Chow, C. W., and A. Wong-Boren. 1987. Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review* 62 (3): 533-541.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Litz, R. A. 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship*

- Theory and Practice* 28 (4): 335-354.
- Chrisman, J. J., J. H. Chua, F. W. Kellermanns, and E. P. C. Chang. 2007. Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business Research* 60 (10): 1030-1038.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87 (2): 329-356.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. 2012. *Board advising*. Working paper, Arizona State University, Drexel University, and Temple University.
- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1993. Board of directors leadership and structure: Control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice* 17 (3): 65-81.
- Davidson, R., J. Goodwin-Stewart, and P. Kent. 2005. Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance* 45 (2): 241-267.
- Dow, S., and J. McGuire. 2016. Family matters? A cross-national analysis of the performance implications of family ownership. *Corporate Governance: An International Review* 24 (6): 584-598.
- Drymiotis, G. 2007. The monitoring role of insiders. *Journal of Accounting and Economics* 44 (3): 359-377.
- Faccio, M., M. T. Marchica, J. J. McConnell, and R. Mura. 2012. *Returns and risks to private equity*. Working Paper, University of Manchester.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Forker, J. J. 1992. Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research* 22 (86): 111-124.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 125-160.
- Gomes, A. 2000. Going public without governance: Managerial reputation effects. *The Journal of Finance* 55 (2): 615-646.
- Gómez-Mejía, L. R., C. Cruz, P. Berrone, and J. De Castro. 2011. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals* 5 (1): 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., K. T. Haynes, M. Núñez-Nickel, K. J. L. Jacobson, and J. Moyano-Fuentes. 2007. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly* 52 (1): 106-137.
- Gul, F. A., and S. Leung. 2004. Board leadership, outside directors' expertise and

- voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 (5): 351-379.
- 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.
- Ho, S. S. M., and K. S. Wong. 2001. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 10 (2): 139-156.
- Jaggi, B., S. Leung, and F. Gul. 2009. Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy* 28 (4): 281-300.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- 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.
- Jiang, Y., and M. W. Peng. 2011. Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant? *Asia Pacific Journal of Management* 28 (1): 15-39.
- Karamanou, I., and N. Vafeas. 2005. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research* 43 (3): 453-486.
- Kwak, M. 2003. The advantages of family ownership. *MIT Sloan Management Review* 44 (2): 12.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Lee, J. 2006. Family firm performance: Further evidence. *Family Business Review* 19 (2): 103-114.
- Leftwich, R. W., R. L. Watts, and J. L. Zimmerman. 1981. Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research* 19 (Supplement): 50-77.
- Mace, M. L. 1971. *Directors: Myth and Reality*. Boston, MA: Harvard Business Press.
- Miller, D., and I. Le Breton-Miller. 2006. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review* 19 (1): 73-87.
- Miller, D., I. Le Breton-Miller, and B. Scholnick. 2008. Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies* 45 (1): 51-78.

- Morck, R., and B. Yeung. 2003. Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice* 27 (4): 367-382.
- Patton, A., and J. C. Baker. 1987. Why won't directors rock the boat. *Harvard Business Review* 65 (6): 10-12.
- Pearce II, J. A., and S. A. Zahra. 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies* 29 (4): 411-438.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (7-8): 1311-1346.
- Rosenstein, S., and J. G. Wyatt. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26 (2): 175-191.
- Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, and R. N. Dino. 2002. Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and Decision Economics* 23 (4-5): 247-259.
- Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, and R. N. Dino. 2003. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal* 46 (2): 179-194.
- Sharma, P. 2004. An overview of the field of family business studies: Current status and directions for the future. *Family Business Review* 17 (1): 1-36.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Sirmon, D. G., and M. A. Hitt. 2003. Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice* 27 (4): 339-358.
- Tai, Y. H. 2014. The relation between inside director's dual role and firm's future performance: Evidence from publicly-traded company in Taiwan. *The SIJ Transactions on Industrial, Financial and Business Management* 2 (7): 317-325.
- Tai, Y. H. 2017. Earnings management in family firms: The role of inside directors. *Corporate Management Review* 37 (1): 77-114.
- Weber, J., L. Lavelle, T. Lowry, W. Zellner, and A. Barrent. 2003. Family, Inc. *Businessweek* 3857: 100-110.
- Woidtke, T., and Y. H. Yeh. 2013. The role of the audit committee and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Pacific-Basin Finance Journal* 23: 1-24.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2 (1-2): 21-48.

